

Evolución probable de los mercados europeos de capitales en el marco de la Unión Monetaria Europea

Julian Walmsley
Brian Scott-Quinn

EVOLUCIÓN PROBABLE DE LOS MERCADOS EUROPEOS DE CAPITALES EN EL MARCO DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Este documento tiene como objetivo examinar la evolución probable de los mercados de capitales en la Unión Monetaria Europea durante los próximos 3-5 años. Empezaremos con un sucinto análisis de las características más destacadas de la situación actual. A continuación, pasaremos a examinar los siguientes temas:

1. Análisis de las principales tendencias que se advierten en los mercados europeos de capitales, con un breve análisis comparativo de los mercados internacionales de capitales, centrandó en especial la atención en:

- el desarrollo del proceso de liberalización del mercado de capitales;
- la institucionalización de la inversión mediante el crecimiento de los fondos de inversión mobiliaria y de los fondos de pensiones;
- la concentración y consolidación de los mercados europeos de capitales, así como la integración y correlación entre los mismos.

2. Acontecimientos probables respecto a la financiación de empresas en Europa como consecuencia de dichas tendencias, con especial referencia a la financiación de las empresas más pequeñas y al papel a desempeñar por EASDAQ/Euro.NM.

3. Análisis de posibles cambios en la estructura de los mercados bursátiles europeos. Implicaciones de la alianza paneuropea de las bolsas y, en particular, las diferentes configuraciones de los mercados de derivados. Se comentarán las implicaciones para los mercados bursátiles españoles.

4. Finalmente, haremos mención de las posibles implicaciones de estos acontecimientos en lo que respecta a la mayor vulnerabilidad de los mercados de la UME en cuanto a las crisis financieras y su internacionalización, así como las implicaciones para la regulación y supervisión financiera internacional de los mercados de capitales.

5. En el capítulo de conclusiones, analizaremos el modelo de desarrollo probable del mercado europeo de capitales en el marco de la UME y su impacto en España.

Análisis de las principales tendencias que se advierten en los mercados europeos de capitales, con un breve examen comparativo de los mercados internacionales de capitales

Desarrollo del proceso de liberalización del mercado de capitales

Como antecedentes, se incluyen algunos breves apuntes referidos al contexto histórico. El desarrollo de los mercados de capitales en los países de la zona del euro se verá fuertemente influido por la llegada de

éste. Sin embargo, reflejará también los resultados de un proceso de liberalización e innovación que viene de lejos, y que en muchos de los mercados nacionales involucrados ha estado en marcha desde los primeros años de la década de 1980. En el cuadro número 1 se consignan algunas de las fechas más relevantes, que se refieren también al Reino Unido, Japón y EE.UU. como términos de comparación.

De este resumen histórico se desprende que el impacto del euro se ha producido en el punto más alto de un largo proceso de liberalización. Más adelante se comentarán las implicaciones de este hecho, pero conviene realizar aquí unas breves puntualizaciones preliminares.

El proceso de liberalización y de modernización en los mercados internacionales de capitales se ha desarrollado con mucha mayor rapidez en los mercados de renta fija que en los de acciones. Este hecho no deja de ser natural: el mercado de Eurobonos comenzó su existencia en 1963 y, a partir de entonces, ha proporcionado una alternativa internacional flexible a los mercados nacionales de obligaciones. Por ejemplo, es poco probable que las autoridades de Estados Unidos hubieran decidido liberalizar el proceso de registro de bonos mediante la introducción del procedimiento conocido como "registro automático" si no se hubiera producido la amenaza competitiva del mercado de Eurobonos. Los mercados de acciones, por el contrario, tienden a permanecer más estrechamente vinculados a la actividad nacional, en parte por razones de reglamentación y en parte por ser más bien limitado el número de empresas que desean entrar en mercados de acciones, si el nacional es un mercado cerrado.

Estas tendencias generales pueden verse reflejadas en el mercado del euro. Es evidente que el mercado de bonos en euros estará casi totalmente integrado en un plazo de apenas seis meses. Por ejemplo, la capacidad de Olivetti para lanzar en euros la emisión de obligaciones societarias más importante hasta el presente es una prueba palpable del gran paso adelante que se ha dado. En la actualidad, es a todas luces posible abordar asuntos esenciales a una escala que permite competir con los Estados Unidos.

Con todo, como se verá con mayor detalle más adelante, la liberalización y la modernización no se han implantado todavía en la misma medida en las bolsas de valores. En el área del euro, en términos generales, existen once mercados de valores independientes. Queda aún mucho trabajo por realizar –por ejemplo, en términos de reglamentación, en términos

de armonización de prácticas de mercado, de creación de una plataforma comercial única y, por último –aspecto ciertamente importante– en lo que respecta a la creación de un marco integrado de compensación y liquidación. Volveremos a tocar estos temas más adelante. Nos centraremos ahora en otra área, la del inversor institucional. Podría aducirse que muchos de los aspectos de la liberalización y modernización comentados hasta ahora han salido a colación a instancias del inversor institucional, y tomamos, pues, desde este momento en consideración el desarrollo y el papel del inversor institucional en los mercados europeos de capitales.

Institucionalización de la inversión

La naturaleza de las entidades que dominan la toma de decisiones de inversión ejerce una gran influencia en la estructura de los mercados de capitales. Durante aproximadamente los últimos 30 años ha existido una tendencia muy marcada tanto en EE.UU. como en el Reino Unido hacia la "institucionalización" de la inversión. Los inversores individuales se han visto progresivamente reemplazados por entidades profesionales que actúan en su nombre.

Se ha apuntado que esta tendencia puede resultar contraproducente, ya que propende a la creación de una "mentalidad gregaria"; algunos críticos han argumentado que los acontecimientos de 1997-98 se originaron en parte por una serie de estampidas de gestores profesionales del dinero en sucesivos mercados asiáticos. El Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) estudió este tema y llegó a la siguiente conclusión:

"¿Contribuye a la inestabilidad financiera la existencia de un número creciente de inversores institucionales? La respuesta probablemente es negativa en cuanto a causa principal de la turbulencia en los mercados, aunque, dado el tamaño de sus carteras, se convierten de ordinario en el canal principal por el que el voluble estado de ánimo de los inversores se trasmite a los mercados financieros" (1).

El BIS señaló también que el impacto de la turbulencia de 1997-98 se produjo en parte por la propia magnitud de estos fondos en relación con los mercados emergentes:

"un hipotético cambio del 1 por 100 en las tenencias de los valores de los inversores institucionales en los países del G-7 procedentes de las acciones nacionales representarían poco más del 1

CUADRO NÚM. 1

1981	Supresión en EE.UU. de la Regulación Q - Se permite que los depósitos bancarios en EE.UU. devenguen intereses superiores al 5,25 por 100. El <i>swap</i> de divisas entre el Banco Mundial e IBM marca el comienzo del mercado de <i>swaps</i> de divisas/tipos de interés.
1982	Se crea en Londres el Mercado Internacional de Futuros Financieros: el primer mercado de futuros financieros fuera de Estados Unidos.
1984	La Comisión de Valores de EE.UU. (SEC) introduce el "registro automático" –por vez primera, el mercado de obligaciones de EE.UU. está en condiciones de igualar en velocidad y en flexibilidad al mercado de eurobonos. Se permite a los organismos gubernamentales japoneses y a las sociedades privadas emitir bonos en euro-yenes. Se permite que algunos bancos extranjeros entren a formar parte del consorcio asegurador de los bonos del gobierno japonés.
1985	El gobierno francés emite los primeros bonos OAT: es el primer paso para la reforma y liberalización del mercado de bonos del gobierno francés. El Bundesbank autoriza <i>swaps</i> de divisas de nuevas emisiones en el mercado del marco alemán. Se permite que los bancos extranjeros incorporados en Alemania puedan ser gestores principales de emisiones en marcos alemanes. Se permiten certificados de depósito, pagarés con tipos de interés variable y valores cupón cero en marcos alemanes. Las autoridades japonesas autorizan los pagarés con tipos de interés variable, los bonos cupón cero y de divisa dual, así como los bonos garantizados. La Bolsa de Valores de Tokio permite la negociación de BGJ a plazo.
1986	El <i>Big Bang</i> en Londres: se permite a los bancos la adquisición de empresas de inversión en valores. Las comisiones negociadas reemplazan en el mercado de valores a las comisiones fijas. Se establece en París el mercado de futuros MATIF; se introduce el contrato nacional de obligaciones a plazo del Estado. El Bundesbank autoriza la entrada de 19 bancos extranjeros en el consorcio de bonos del Estado. Se autoriza la entrada de los primeros miembros extranjeros en Mercado Bursátil de Tokio.
1987	El gobierno francés crea los agentes primarios en el mercado de valores del Estado (especialistas en valores del Tesoro o EVT), según el modelo del sistema vigente en Estados Unidos.
1988	LIFFE introduce el contrato de bonos a plazo. Se crea en Madrid OM Ibérica.
1989	Se crea el MEFF en Barcelona.
1990	Se crea el mercado alemán de futuros (DTB).
1991	La Tesorería francesa autoriza la partición (de OAT de octubre del 1989) al 8,5 por 100. Esta técnica se fue aplicando gradualmente a todos los OAT. Se elimina el impuesto general alemán sobre el tráfico de empresas (que había puesto obstáculos al mercado de certificados de depósito) y las restricciones legales al mercado de efectos comerciales. Se crea el MEFF RF/RV, mediante la fusión del MEFF y OM Ibérica.
1992	MEFF RF comienza a negociar obligaciones a plazo del estado español.
1993	Entran en vigor la Directiva sobre Servicios de Inversión y la Directiva sobre Adecuación del Capital (si bien solamente se pusieron en práctica a escala nacional después de varios años). MEFF RV empieza la negociación de futuros sobre el IBEX-35.
1994	Francia introduce los agentes primarios en valores del Tesoro francés adquiridos con pacto de recompra (<i>repos</i>). Un nuevo acuerdo de mercado sobre <i>repos</i> formaliza la posición legal francesa respecto a dichos valores.
1995	La Bolsa de Valores de Londres lanza el Mercado Alternativo de Inversiones (AIM, por sus siglas en inglés) para asumir el control del Mercado de Valores no Cotizados en Bolsa. El AIM se concentra en sociedades pequeñas y de alto crecimiento. El Mercado Italiano de Derivados (MIDE) empieza a negociar títulos de futuros sobre el índice MIB 30.
1996	La Bolsa de París lanza el Nouveau Marché (Nuevo Mercado) para empresa pequeñas de rápido crecimiento.
1997	Apertura de EASDAQ, del Nuevo Mercado Alemán y del Nuevo Mercado Belga.
1998	Anuncio de los once países que pasan a ser miembros del euro y fijación de los tipos de cambio de sus divisas respecto al euro; entrada en vigor de la UME. Anuncio de la alianza de las bolsas de valores de Londres y Francfort y de la Alianza Globex.
1999	Llegada del euro. Anuncio de la alianza de las bolsas de valores de ocho países. Se anuncia la fusión de Cedel y DB Clearing que da lugar a Clearstream. Aviso de fusión de SICOVAM y Euroclear.
2000	Creación de Jiway. Tradepoint anuncia la negociación en el mercado de valores paneuropeo.

por 100 de la capitalización total del mercado en 1995. Estos mismos fondos equivaldrían a una cuota del 27 por 100 de la capitalización del mercado en las economías emergentes de Asia, y una cuota de más del 66 por 100 de los mercados de valores de América Latina” (2).

En defensa del inversor institucional puede argumentarse que se aprecian claramente algunos beneficios derivados de una creciente profesionalidad en la gestión de las inversiones. Las grandes instituciones pueden, por ejemplo, hacer disminuir los costes de negociación y de ejecución de un modo que los individuos por sí solos no pueden conseguir (si bien la aparición de la tecnología de Internet está atenuando esa ventaja). Las instituciones pueden permitirse realizar una amplia investigación analítica y contar con servicios de apoyo que deben contribuir a una toma de decisiones mejor informada.

En líneas generales, las instituciones implicadas pueden agruparse en tres categorías: compañías aseguradoras –en especial compañías de seguros de vida como captadoras de ahorro a largo plazo–, fondos de inversión y fondos de pensiones. Examinaremos el desarrollo de estas tres categorías en la zona euro.

Fondos de inversión

La Comisión Europea ha trazado grandes planes para crear un mercado único de fondos de inversión en la UE, y en 1985 emitió con este fin una directiva sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM). A tenor de esta directiva, un fondo debidamente autorizado en su país de origen podría comercializarse en toda Europa. Los atractivos de este “pasaporte” implican que la estructura de los OICVM se va haciendo cada vez más importante: se estima que la participación de fondos OICVM en relación con el número total de fondos europeos pasó del 43 por 100 en 1994 al 64 por 100 a principios de 1999 (3). Debería tenerse en cuenta que transcurrieron algunos años antes de que la directiva se pudiera incorporar a las legislaciones nacionales, en realidad no entró en vigor en toda Europa hasta los primeros años de la década de 1990.

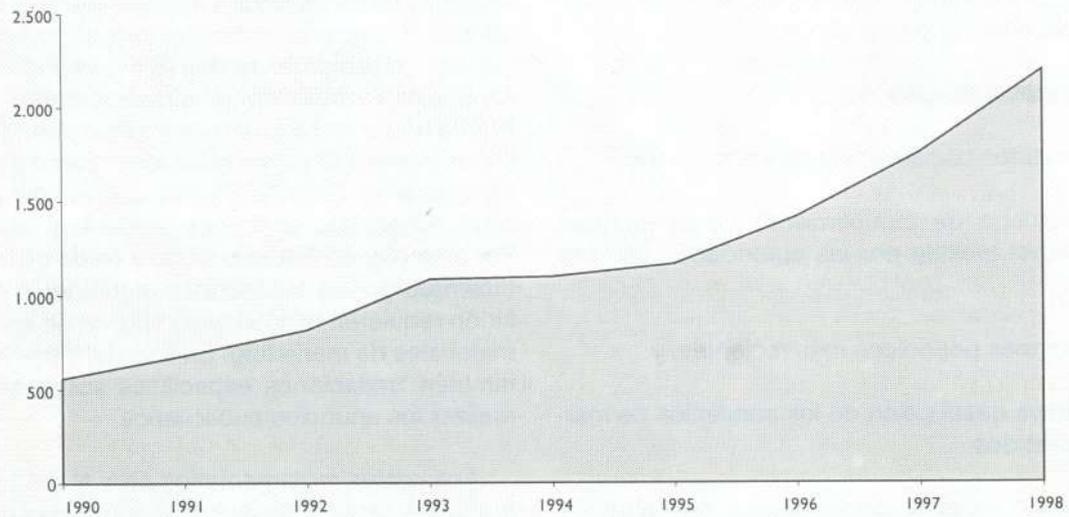
Sin embargo, las empresas de gestión de inversiones todavía tenían que cumplir las normas nacionales de comercialización, que siguen constituyendo un enmarañado mosaico de reglamentaciones restrictivas. Como consecuencia de ello, no se aprecian aún señales evidentes de un mercado paneuropeo de fondos de inversión. Ello no obstante, los submer-

cados individuales han experimentado un fuerte crecimiento durante los últimos años, de manera que el mercado europeo en su conjunto casi se ha cuadruplicado durante la década de 1990 (gráfico 1).

Sin embargo, estamos todavía muy lejos del mercado unificado. Por ejemplo, en la mayoría de los mercados europeos del Mediterráneo, la distribución, incluyendo la red propietaria, se remunera con base en una retrocesión parcial de las comisiones de gestión. Ello implica que la mayoría de los productos vendidos en dichos mercados muestran comisiones de gestión relativamente elevadas y, sin embargo, las llamadas cargas iniciales (comisiones y otros gastos fijos iniciales en una inversión a largo plazo) son comparativamente bajas, cuando las hay. En otros mercados europeos se aprecian comisiones de gestión sustancialmente más bajas, si bien las llamadas cargas iniciales para la distribución al por menor pueden ascender hasta el 5 por 100. En estas condiciones, sigue siendo difícil vender la misma estructura del fondo de inversión, por ejemplo, en Bélgica y en España. Se han investigado varias posibles soluciones para este problema, entre ellas el disponer de diferentes clases de participaciones en los distintos mercados. Sin embargo, hasta la fecha ninguna de ellas se ha considerado como plenamente satisfactoria. En ciertos casos, los grupos de fondos enfrentados a estas diferentes situaciones de mercado han tenido que crear un ámbito específico de fondos para los mercados del Sur de Europa.

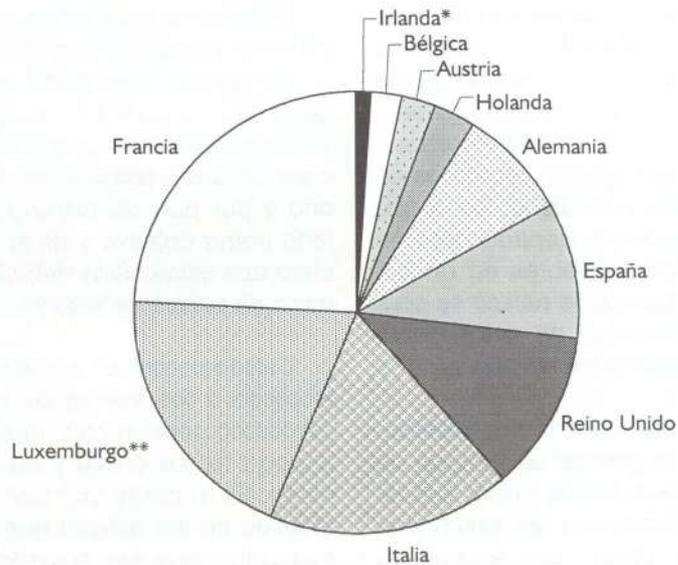
Más aún, los distintos mercados nacionales presentan todavía modelos de inversión muy diferentes debido a diversas razones de índole cultural e histórica. Más adelante analizaremos con detalle los factores subyacentes a estas diferencias, pero, en pocas palabras, el mercado francés creció rápidamente durante los últimos años de la década de 1980 y en los primeros de la de 1990 gracias al incremento de los fondos del mercado monetario. Estos fondos eran atractivos, en parte, por razones tributarias, pero debido también a que en Francia estaba prohibido pagar intereses por cuentas corrientes bancarias (prohibición levantada sólo recientemente, cuando la llegada del euro implicó que, de persistir aquella norma, se produciría un éxodo de flujos monetarios hacia otros países). Mientras el mercado francés está creciendo con lentitud en sus cifras totales (pero desviando su composición hacia los títulos de capital) los mercados italiano y español han crecido con rapidez y, en términos de valor en activos de sus OICVM, han superado a Alemania, que es actualmente el sexto mercado más importante de Europa por su tamaño total (gráfico 2).

GRÁFICO 1
ACTIVO TOTAL NETO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA
 (Miles de millones de ecus)



Fuente: FEFSI.

GRÁFICO 2
DISTRIBUCIÓN DEL ACTIVO TOTAL NETO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA (POR PAÍSES) (31/12/1998)



(*) Al 31/12/1997
 (**) Al 30/09/1998
 Fuente: FEFSI.

Puede ser útil observar que la asociación de fondos europeos de inversión, FEFSI, ha encargado un estudio sobre las restricciones de carácter nacional todavía existentes, más allá de lo que requiere la directiva del OICVM sobre negociación de fondos transfronterizos. Como es sabido, la directiva sobre los OICVM establece que el gerente del fondo debe presentar a las autoridades reguladoras del país anfitrión:

- 1) el prospecto de emisión;
- 2) los estatutos sociales/acta de constitución;
- 3) una prueba de cumplimiento de la directiva sobre los OICVM emitida por las autoridades del país de origen;
- 4) los informes periódicos más recientes, y
- 5) una breve descripción de los convenios de marketing establecidos.

La encuesta mostró, sin embargo, que algunos países encuestados tenían además otros requisitos que iban mucho más allá de los requerimientos establecidos en la directiva de los OICVM: inclusión de información detallada obligatoria en el prospecto de emisión o el requisito de un documento adicional, como el exigido en Italia (Documento Integrativo), en Alemania (representante fiscal, *Rücktrittsklausel*), en Francia (*prospectus abrégé*), en Suiza (la norma 2/3), o en España, donde requiere traducciones juradas.

Prácticamente todas las autoridades supervisoras de los países anfitriones, a excepción de Alemania e Irlanda, requieren información mucho más detallada respecto al producto y a los convenios de marketing. Francia, por ejemplo, exige la cartera pormenorizada y Suiza requiere incluso una aprobación específica de los planes de comercialización expedidos. En lo que respecta a los informes periódicos, España requiere que se sean entregados a los inversores en un formato determinado, en tanto que otros países se contentan con la simple disponibilidad de estos documentos periódicos cuando alguien los solicite.

Después de presentar la solicitud para la distribución transfronteriza, hay por lo general un período de espera antes de que la empresa pueda iniciar sus tareas de marketing. Este período puede ser muy breve, como en el caso del Reino Unido, por ejemplo, o puede ser de un mínimo de dos meses, como en Alemania e Italia. Es evidente que estos plazos de espera, juntamente con el tiempo empleado en el esta-

blecimiento del OICVM en el país de origen, a menudo hacen difícil el oportuno lanzamiento de los productos e impiden la explotación de oportunidades específicas de mercado a corto plazo.

Una vez obtenida la aprobación, existen otros requisitos adicionales para mantener ésta a lo largo del tiempo. Y hay, una vez más, un cierto número de exigencias reglamentarias que van más allá de los requisitos establecidos en la directiva sobre los OICVM. Puede haber un requisito de informes periódicos detallados y estadísticas de marketing, como es el caso en Francia y en España. Puede asimismo haber requisitos específicos en lo que respecta a la publicidad. Por ejemplo, en Francia, Italia, y hasta cierto punto en Luxemburgo, las autoridades reguladoras del país anfitrión requieren la notificación previa de anuncios y de materiales de marketing. En España y en Suiza se dan también limitaciones específicas sobre quién puede realizar los anuncios publicitarios.

Los costes reglamentarios para el marketing transfronterizo, tanto el coste inicial como los costes repetitivos, son bastante considerables y se convierten en claros obstáculos para el establecimiento de una verdadera distribución de fondos paneuropeos. Incluyen el coste inicial de inscripción: asistencia legal, traducciones, derechos de registro, etc., que pueden amortizarse durante varios años. A estos hay que añadir los costes anuales, como los de publicaciones, traducción de informes, informes de supervisión, informes tributarios, agente representante local (agente fiscal, pagador).

Considérese un fondo con activos por valor de 50 millones de euros –que no es un fondo importante, a no ser que se trate de un producto especializado, en cuyo caso sí podría considerarse de cierta magnitud. Se ha estimado (4) que para un fondo de este tipo dichos costes oscilan entre 3 y 6 puntos básicos por año y por país de registro, dependiendo del país fijado como objetivo y de la asistencia necesaria. Está claro que estas cifras deberían multiplicarse por el número de países de inscripción considerados.

Debe tenerse en cuenta que estos costes han de añadirse a los costes de la campaña específica de marketing para un país, que muy frecuentemente está a cargo de los OICVM y no del distribuidor o del promotor. Es evidente, por tanto, que el valor fijado como objetivo de los activos que han de reunirse en cada mercado debe ser sustancial –tal vez hasta 25 millones de euros– para no obstaculizar el rendimiento y para acceder a las economías de escala que se precisan.

Puede muy bien ser ésta una de las razones por las que muchos fondos tienden a concentrarse en los mercados que se consideran como los más lucrativos, en lugar de convertirse en verdaderos fondos paneuropeos. En este punto, las cifras hablan por sí solas: Alemania, e incidentalmente Austria, representan los mercados-objetivo para el 35 por 100 de todas las inscripciones transfronterizas. El grupo que les sigue está integrado por Francia, el Reino Unido, Bélgica y Holanda, que representan el 40 por 100, en tanto que los mercados del Mediterráneo sólo atraen a un reducido 15 por 100 de todas las inscripciones transfronterizas (5).

Conviene recordar que el marketing y la publicidad fueron excluidos deliberadamente de la Directiva sobre los OICVM, de suerte que siguen sujetos a las disposiciones nacionales vigentes en cada estado miembro. Como se ha observado, los estados han conseguido ciertamente impedir la formación de un mercado único gracias a sus requisitos —a menudo arbitrarios— referidos al marketing y a la publicidad.

Otro elemento que permanece fuera del ámbito de la Directiva sobre los OICVM tiene que ver con la fiscalidad. Aparte del problema del tratamiento fiscal armonizado de los fondos de inversión en toda Europa, debería señalarse que algunos países anfitriones se han impuesto restricciones reglamentarias a los fondos de inversión transfronterizos por razón de sus específicos requisitos fiscales nacionales. Figura entre ellos el requisito de la designación de un representante fiscal en Alemania y en Italia. Asimismo, en España e Italia existen ciertos requisitos de presentación específica respecto a las inversiones que el fondo extranjero autorizado ha realizado en el país anfitrión. Constituyen otro coste extraordinario los complicados cálculos fiscales que debe realizar el fondo extranjero o su distribuidor en las diversas jurisdicciones. Estas incluyen el *Zwischengewinn* o el *Auschüttungsgleiche Erträge* alemanes.

En resumen, es evidente que queda mucho por hacer para poder crear un mercado único de fondos de inversión. Será éste un mercado en el que no sólo resultará igual de fácil (y barato) para un inversor colocar fondos en un gestor alemán, francés o español, sino que también será igual de fácil y barato para una empresa paneuropea de administración de inversiones gestionar fondos en cada una de esas localizaciones.

El proceso de búsqueda para la creación de un mercado único sigue adelante. La Comisión emitió recientemente dos propuestas relacionadas con la re-

gulación de los sistemas de inversión colectiva. En virtud de la primera propuesta, se modificaría la Directiva vigente sobre los OICVM, la Directiva 85/611/CEE del Consejo. Se daría a los OICVM mayor flexibilidad para invertir en instrumentos del mercado monetario, depósitos bancarios y derivados. Permitiría también a los países autorizar que un OICVM realizara inversiones de más del 10 por 100 de sus activos en otro fondo de inversión colectiva bajo ciertas condiciones ("fondo de fondos"). No permitiría los fondos *master/feeder funds*.

Mediante la segunda propuesta, se establecería un nuevo marco reglamentario que permitiría que una empresa de gestión, siempre que satisficiera las normas mínimas establecidas en la directiva y fuera autorizada en su país de origen, pudiera prestar servicios de administración de inversiones en otros países miembros, incluso a través de sucursales. Para realizar negocios fuera de su país de origen, la compañía gestora presentaría documentos de notificación al regulador del país de origen, quien, a su vez, informaría a los reguladores del país anfitrión. Si bien este nuevo sistema prevé una cooperación más estrecha entre los reguladores de los países de origen y anfitrión, asignaría por lo general al regulador del país de origen la responsabilidad de la regulación de las compañías de administración de inversiones. Con ello se permitiría, por primera vez, que las empresas de administración de inversiones contaran con un "pasaporte" similar al que actualmente existe para los bancos y para las sociedades de valores. Hasta ahora, el entorno de los OICVM ha otorgado el pasaporte al fondo, pero no al administrador de inversiones.

La evolución de las propuestas de la Comisión sufrió un retraso, al no llegar a completarse la nueva directiva antes de las elecciones europeas, lo que supuso que el proceso tuviera que ser reanudado una vez constituido el nuevo Parlamento Europeo. El Parlamento saliente había propuesto también que se permitiera la inclusión de derivados OTC. Al someter de nuevo sus propuestas, la Comisión aumentó el monto del capital exigido a las sociedades de administración de fondos (basándose en el hecho de que si hubieran de administrar derivados tendrían que contar con los recursos suficientes para ello). La propuesta sigue abriéndose camino entre la burocracia de la Unión Europea.

En vista del fracaso de la directiva original sobre los OICVM en la creación de un mercado único paneuropeo para los productos de inversión conjunta, es difícil pensar que la llegada del euro pueda causar un impacto importante en lo referente al marketing del

negocio. Puede dar lugar, sin embargo, a una cierta consolidación en toda Europa a medida que el clima competitivo se vaya endureciendo. No obstante, no cabe duda de que el marco macroeconómico general ha contribuido a un importante desplazamiento hacia los fondos mobiliarios en toda Europa, a costa del mercado monetario y de los fondos de bonos (gráfico 3).

Un último punto a comentar en el presente contexto es la comparación con el sector de los fondos de inversión en EE.UU. Un factor de particular interés que ha contribuido al fuerte crecimiento del sector en Estados Unidos ha sido el papel que han desempeñado los fondos de inversión mobiliaria en el campo de las pensiones. Dicho papel se ha visto impulsado por dos tendencias: en primer lugar, por el cambio registrado en EE.UU. desde el plan de "beneficio definido" hasta el plan de "contribución definida". En segundo lugar, porque el crecimiento de ese último sector ha ido acompañado de convenios en virtud de los cuales los patronos pueden hacer que los fondos de empleados se inviertan en términos competitivos en fondos de inversión mobiliaria conjunta. El vehículo más conocido para este propósito es la llamada Cuenta Individual de Retiro (IRA, por sus siglas inglesas) y los fondos 401(k), denominados estos últimos de acuerdo con la disposición pertinente en el código fiscal, si bien la Sección 403(b) y los fondos 457 tienen características similares. El gráfico 4 expone la forma en la que estas tendencias han contribuido a la inversión en fondos de inversión. Por comparación, un bajo porcentaje de planes de beneficios definidos se invierten de esta manera –los gestores especializados suelen invertir directamente estos fondos en la Bolsa de valores, en lugar de hacerlo mediante fondos de inversión.

FRANCIA

Como se explicó anteriormente, Francia es en cierto modo el mercado de fondos de inversión mobiliaria más importante de Europa. Sin embargo, no está creciendo a un ritmo particularmente rápido. El gran tamaño del mercado se debe en cierta medida a la importancia que revisten los fondos del mercado monetario. Esa importancia se debe, a su vez, a la prohibición de pagar intereses por depósitos bancarios en cuenta corriente, aunque conviene precisar que la prohibición se levantó a raíz de la llegada del euro, que la hacía inaplicable.

El ahorro de las unidades familiares ha ido cambiando gradualmente su estructura desde 1986. En 1996, los fondos del mercado monetario recuperaron su nivel de 1986 (25 por 100 de los fondos en circulación), al verse afectados por medidas fiscales menos

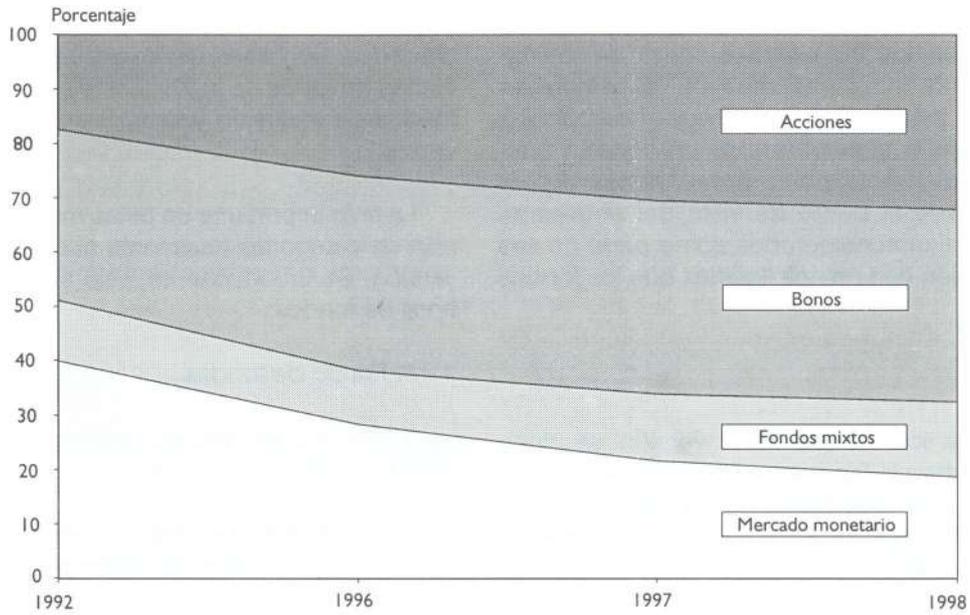
favorables y por el regreso a una curva de rendimientos positivos. Las inversiones en bonos de las unidades familiares se han mantenido estables desde 1987, no obstante la fuerte suscripción de bonos del Tesoro de 1993, y representan cerca del 5 por 100 del total de las inversiones. La cuota de acciones ha permanecido estable durante los diez últimos años (cerca del 30 por 100 en 1996, con casi una tercera parte de dicho porcentaje en títulos con cotización oficial y el resto en fondos de inversión mobiliaria o en otros productos). Sin embargo, las recientes privatizaciones han contribuido a elevar las tenencias de acciones (en 1997, el 11 por 100 de las unidades familiares poseían acciones, frente al 7,3 por 100 en 1996).

De los 89 fondos mobiliarios lanzados en 1997, 18 estaban vinculados al plan de ahorro en acciones con eficiencia tributaria, el Plan d'Epargne en Actions (PEA, por sus siglas en francés), que fue lanzado en septiembre de 1992. Los inversores pueden colocar hasta 600.000 francos franceses en un PEA, pudiendo ascender tal cifra hasta 1,2 millones de francos en el caso de matrimonios. En abril de 1996, el número de titulares de cuentas de PEA había llegado a los 2,4 millones.

Los principales productos de ahorro que compiten con los fondos de inversión en Francia son las cuentas de ahorro gestionadas por el Estado, los planes de ahorro para la vivienda y los seguros de vida. Las primeras incluyen el *Livret A*, el *Codevi* y el *Livret Bleu*. El rendimiento de estos productos había descendido en enero de 1996 desde un 4,5 por 100 (nivel que se había mantenido fijo durante los diez años anteriores) hasta un 3,5 por 100. Este descenso obedecía en parte a la necesidad de estimular los gastos de consumo y en parte al interés en apaciguar a los bancos comerciales que habían presentado quejas sobre el monopolio de las cajas de ahorros del Servicio de Correos y de las ganancias estatales en la distribución de las cuentas de ahorro exentas de impuestos.

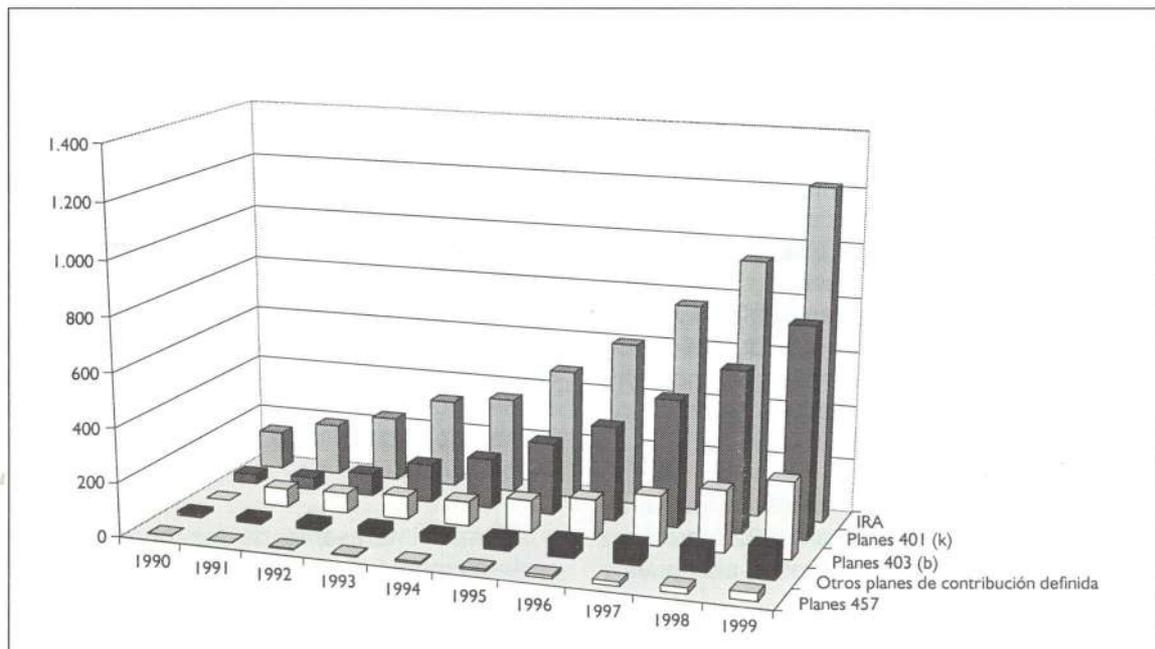
Además, los planes de ahorro patrocinados por las empresas (fondos de inversión de colocación por empresas – FCPE, por sus siglas en francés) han adquirido importancia en Francia desde su introducción al amparo de reglamentaciones emitidas en 1967, en virtud de las cuales se requiere que las empresas con más de 100 empleados compartan una parte de sus beneficios con su fuerza laboral. La legislación requiere que la participación que corresponda a los empleados se congele durante un período de cinco años. Durante este período, pueden mantenerse los recursos en cuentas bancarias o en fondos FCPE. Por

GRÁFICO 3
DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS NETOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
EN LA UNIÓN EUROPEA (POR TIPO DE FONDO)



Fuente: FEFSI.

GRÁFICO 4
ACTIVOS EN PODER DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS 1990-1999
(Miles de millones de dólares)



otra parte, las empresas pueden crear fondos especiales para recaudar la participación que corresponde a los empleados e invertirlos en planes de ahorro de empresa (PEE, por sus siglas en francés). La administración de la casi totalidad de los FCPE (incluyendo los relacionados con los PEE) está a cargo de instituciones financieras independientes de las empresas patrocinadoras, principalmente bancos y compañías de seguros, bajo la supervisión de un consejo integrado mayoritariamente por representantes de los empleados. Desde el punto de vista del empleado, estos fondos serían considerados como parte de sus inversiones, si bien con menos liquidez que los fondos tradicionales.

ALEMANIA

En Alemania los fondos de inversión se rigen según la ley relativa a las compañías de inversión de capitales (KAGG, por sus siglas en alemán) de enero de 1970, con diversas modificaciones posteriores. El sector está dividido en dos partes: la de los fondos públicos, que venden participaciones al público en general; y la de los fondos especiales (*Spezialfonds*), que emiten exclusivamente sus participaciones para un grupo limitado de inversores, tales como compañías de seguros, fondos de pensiones y otras sociedades. Desde marzo de 1990 pueden lanzarse fondos especiales para hasta 10 inversores, a condición de que no sean "personas naturales". Como demuestra el gráfico 5, los *Spezialfonds* han aumentado rápidamente durante estos últimos años en comparación con los fondos públicos.

Los *Spezialfonds* cuentan con algunas ventajas fiscales y contables para el inversor institucional, lo que puede hacerlos más atractivos que los de inversión directa. Así, por ejemplo, las ganancias de capital sólo están sujetas a impuestos al distribuirse sus beneficios o al devolverse los certificados de fondos para su amortización. Además, la Kapitalanlagegesellschaft (KAG) recibe directamente la desgravación fiscal de los pagos de dividendos, en lugar de transferirla a las autoridades fiscales hasta que los beneficios del fondo hayan sido distribuidos. Puede invertirse el dinero durante el período intermedio, con lo que se crea una ganancia adicional para el inversor.

Como muestra el gráfico 6, el intento de introducir las retenciones fiscales en origen en 1992 ejerció un notable efecto en la elección entre fondos alemanes y luxemburgueses.

A partir de ese año, el mercado alemán se ha desarrollado considerablemente, habiéndose aprobado

diversas medidas de reforma, la más reciente de las cuales es la Tercera Ley sobre Promoción de Mercados Financieros, aprobada por el Bundesrat en febrero de 1998. Esta ley se propuso, entre otras cosas, fortalecer la competitividad internacional de las sociedades alemanas de inversión, complementar los planes privados de jubilación mediante inversiones en fondos de inversión y promover la protección del inversor.

La más importante de estas medidas es la introducción de categorías totalmente nuevas de fondos de inversión. Se introducen en este ámbito cuatro nuevos tipos de fondos:

1. Fondo de fondos.
2. Fondos de valores "mixtos" y fondos de inversión en bienes inmuebles.
3. Sociedades de inversión mobiliaria de capital limitado en forma de sociedades por acciones.
4. Fondos de inversión de "provisión para la vejez".

La introducción del fondo de fondos representa el regreso a tiempos anteriores a la década de 1960 y al escándalo del fondo de fondos Bernie Cornfeld 105. Al autorizar los fondos de valores mixtos y de inversión en bienes inmuebles se permite que un fondo pueda combinar la administración de una cartera de propiedades con la de una cartera de valores. De este modo, por ejemplo, las tenencias directas de propiedad pueden combinarse con tenencias en fondos de inversión en bienes inmuebles dentro del mismo fondo.

La introducción de sociedades de inversión mobiliaria de capital limitado en Alemania no parece haber obedecido al impulso de la demanda. El principal factor que llevó a su introducción fueron las críticas de Bruselas en relación con la política vigente en Alemania, en virtud de la cual no se permitían las sociedades de inversión de capital limitado, y que restringía la posibilidad de que las sociedades extranjeras de inversión de capital limitado pudieran entrar en el mercado alemán.

El más interesante de los nuevos vehículos es probablemente el de los fondos de inversión de "provisión para la vejez" AS (Altersvorsorge Sondervermögen). El objetivo principal en la introducción de esta nueva categoría de fondos fue la promoción del "tercer pilar" del sistema alemán de pensiones, es

GRÁFICO 5
LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL EN ALEMANIA
 (Millones de marcos alemanes)

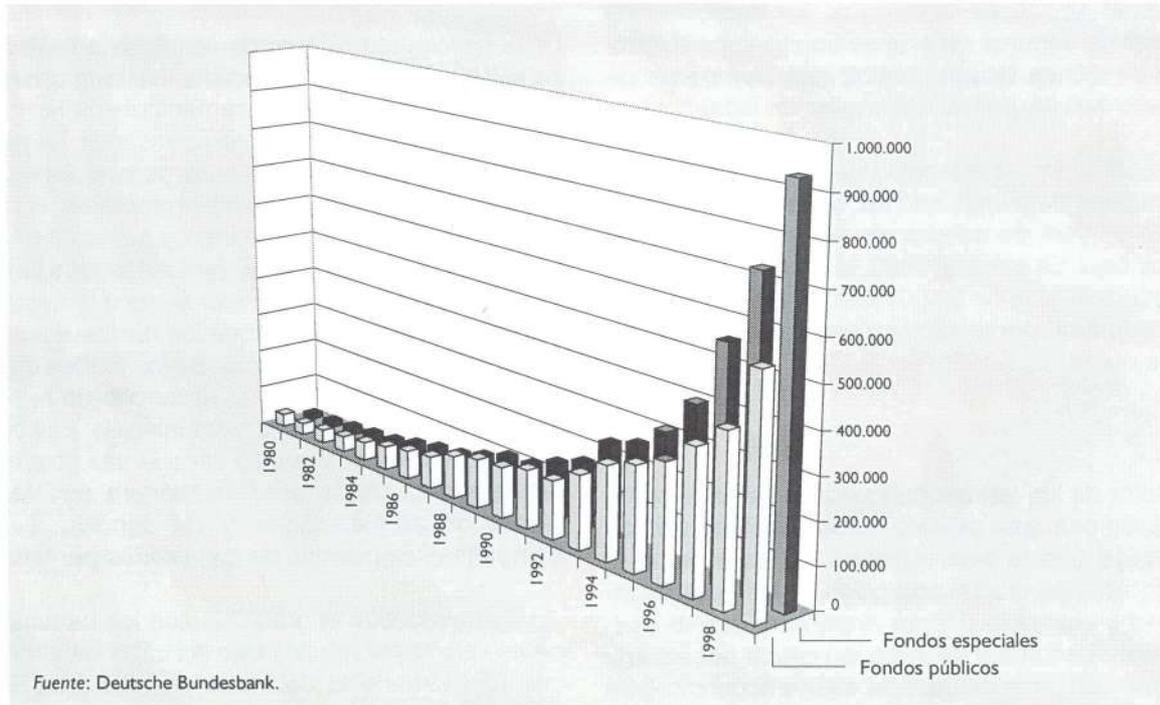
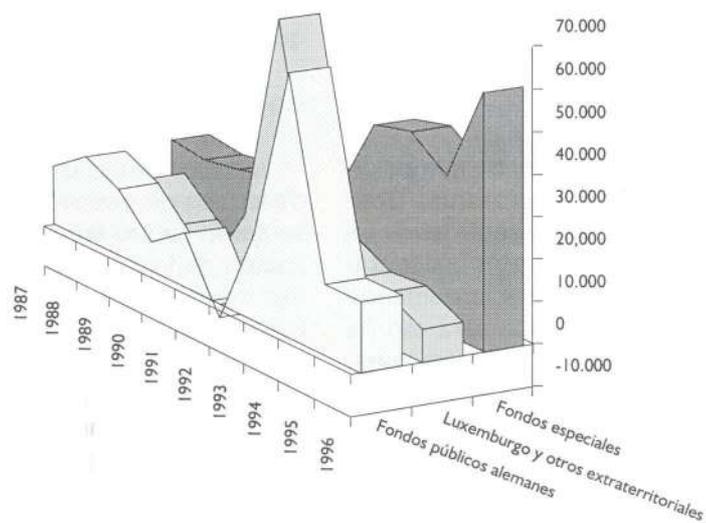


GRÁFICO 6
ALEMANIA: FLUJOS DE INVERSIÓN EN FONDOS PÚBLICOS Y FONDOS ESPECIALES
 (Millones de marcos alemanes)



decir, de los planes de pensiones privados (en adición a los planes de prestaciones para los empleados y al sistema de seguridad social). La introducción de estos fondos fue con mucho el tema más publicitado y debatido en el ámbito de la reforma. En particular, las compañías de seguros de vida se opusieron a la introducción de dichos fondos, puesto que competían directamente con las pólizas de seguro de vida.

En tal situación, la ausencia de beneficios fiscales explícitos para los planes AS implicó que en un primer momento el nivel de aceptación de estos productos fuera muy bajo. En junio de 2000, el volumen de fondos AS en circulación fue de 2.400 millones de euros sobre un total estimado por el sector alemán de 432.600 millones de euros.

ITALIA

El sector de los fondos de inversión italianos se ha desarrollado con gran rapidez durante los tres últimos años, desde que la convergencia de Italia hacia el euro trajo consigo una brusca caída de los tipos de interés. Se ha estimado (Lipper Analytical) que el mercado italiano de fondos de inversión creció por encima del 100 por 100 entre octubre de 1997 y septiembre de 1998.

Las estimaciones referidas a la distribución de las tenencias en fondos italianos de inversión a fines de 1998 son las siguientes:

Fondos en bonos	54,9 por 100
Fondos mixtos	7,9 por 100
Fondos mobiliarios	18,8 por 100
Fondos de mercado monetario	18,4 por 100

Fuente: Assogestioni.

ESPAÑA

A partir de 1991, el mercado español de fondos de inversión ha mostrado un rápido crecimiento. Gran parte del crecimiento experimentado durante estos últimos años puede atribuirse al esfuerzo concertado abordado por el gobierno para estimular la demanda en esta área. El principal medio utilizado para ello ha sido la introducción de dos leyes, la ley presupuestaria y la ley sobre pensiones personales, que establecieron un régimen fiscal más favorable y coherente para aproximar la práctica fiscal española a la de otros países europeos.

Otro estímulo para el crecimiento de este mercado ha sido el fomento, por parte del gobierno y de los

fondos más importantes, de los fondosos. Se trata de fondos que invierten en diversas formas de deuda pública y que combinan un bajo riesgo con rendimientos relativamente altos (6).

El porcentaje de fondos vendidos a través de sucursales bancarias en España es sumamente alto. España es un país que está particularmente bien dotado de redes de sucursales bancarias: la densidad de agencias por habitante es la segunda más alta de Europa. A los bancos, como promotores, les corresponde más del 80 por 100 de los activos de fondos a través de sus compañías de propiedad total para la administración de fondos, e incluso una mayor proporción de sus ventas. Dado que los gastos de puesta en marcha y manejo en el sector de los fondos españoles son apenas significativos, el desarrollo de redes independientes de venta se ha visto inhibido. Los bancos y las cajas de ahorros suelen ser a la vez promotores y distribuidores de fondos, de manera que las comisiones de administración y de depósito tienden a compensar la ausencia de comisiones por venta.

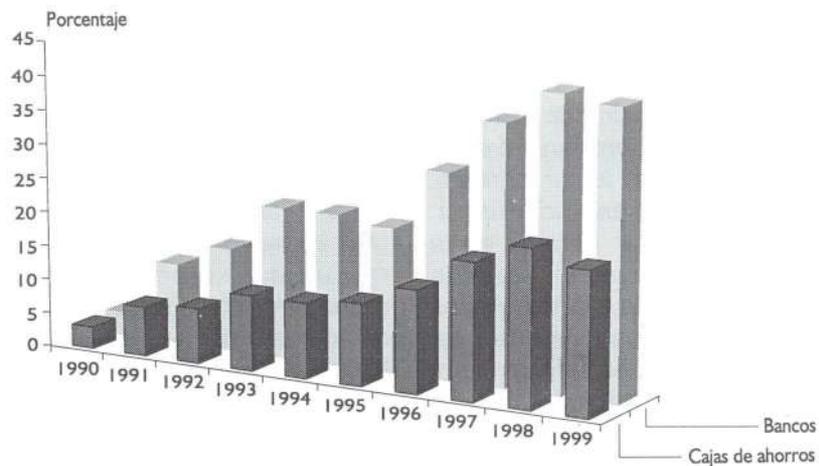
Como muestra el gráfico 7, son los bancos comerciales –en mayor medida que las cajas de ahorros– los que han tomado la delantera en esta área. El crecimiento del negocio ha sido lo suficientemente rápido como para que los activos administrados por los bancos comerciales se hayan acercado en importancia al volumen de su base de depósitos.

Una característica destacable del mercado español es que la inmensa mayoría de los flujos institucionales se realizan a través de inversiones directas en fondos de inversión; el volumen de los activos de pensiones es reducido (a pesar de que crecen más rápidamente, a partir de una base mucho más pequeña), tal como se muestra en el gráfico 8.

LUXEMBURGO

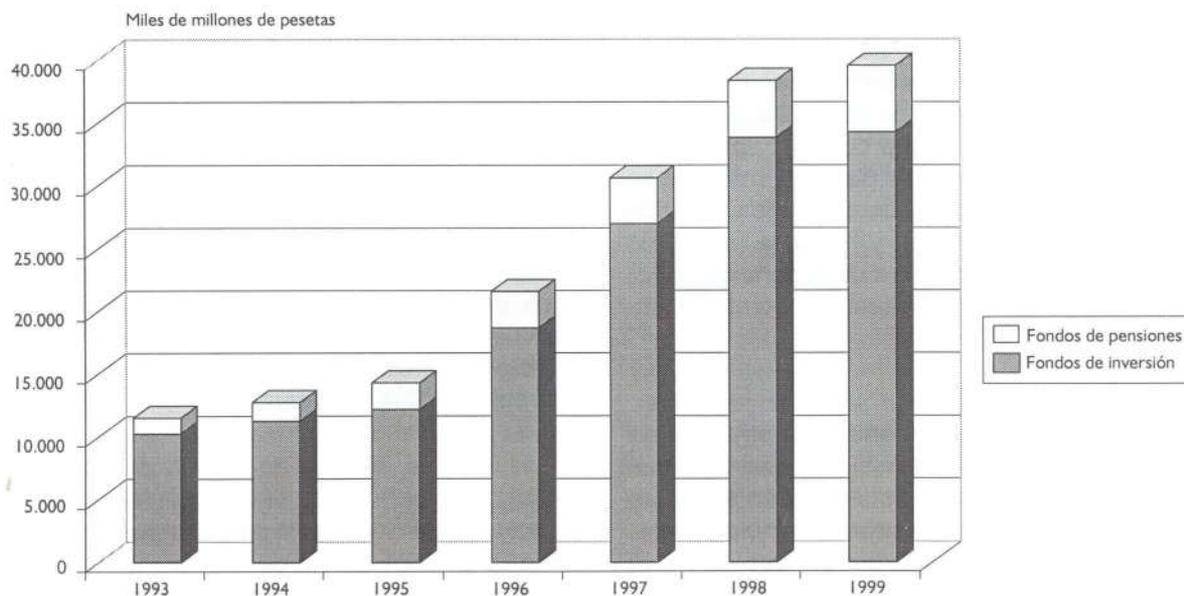
Como muestra el gráfico 2, que recoge los activos de fondos de inversión por países, Luxemburgo es el segundo centro europeo más importante en administración de fondos. Una de las razones principales de ello, como se comentó anteriormente, es el papel de Luxemburgo en la atracción de fondos desde Alemania, debido a la existencia de un impuesto alemán de retención en origen. Los bancos alemanes realizan importantes operaciones en Luxemburgo. En algunos casos, sin embargo, su perfil podrá ser algo más bajo en el futuro a resultas de la tendencia a posiciones más activas por parte de las autoridades fiscales alemanas. Con todo, Luxemburgo ha sabido edificar un sólido soporte sobre la base de este crecimiento,

GRÁFICO 7
ESPAÑA: RELACIÓN ENTRE ACTIVOS DE FONDOS DE INVERSIÓN (1)
Y DEPÓSITOS EN BANCOS Y CAJAS DE AHORROS (2)



(1) Administrados por compañías propiedad de bancos y de cajas de ahorros, respectivamente.
 (2) Porcentaje de activos de fondos de inversión respecto a depósitos + activos de fondos de inversión.
 Fuente: Informe anual 1997 de la CNMV, pág. 82, y 1998, pág. 93.

GRÁFICO 8
INVERSIÓN INSTITUCIONAL EN ESPAÑA



Fuente: Bolsa de Madrid, Anuario 1999, pág. 101, y 2000, pág. 102.

hasta convertirse en un importante centro de marketing transfronterizo de fondos de inversión (juntamente con Dublín, que ha desempeñado un papel similar al de Luxemburgo, si bien siempre más orientado hacia el mercado mayorista).

PERSPECTIVA GENERAL

El desarrollo del sector de los fondos de inversión en el área del euro es, como podrá apreciarse a partir del análisis de otras alternativas, el factor principal para crear una cultura de inversión en acciones, en contraste con el enfoque tradicional basado en la renta fija y en los depósitos bancarios. Es probable que el desarrollo, sumamente rápido, de los grupos de gestión de fondos en toda Europa siga adelante, especialmente si se considera que es también probable que las grandes empresas estadounidenses procuren seguir implantándose en este mercado tan atractivo. No cabe duda de que éste será el sector clave para la administración institucional de fondos durante la próxima década.

Fondos de pensiones

El segundo mayor canal, en potencia, para el ahorro europeo lo constituyen las pensiones. Suele decirse que Holanda cuenta con el único sector desarrollado de fondos de pensiones en el área del euro, si bien esta afirmación tiende a una excesiva simplificación, ya que se centra solamente en una parte del cuadro general de las pensiones.

Es habitual hablar de los tres "pilares" del sector de las pensiones. El primero de ellos es la pensión estatal; el segundo es la pensión ocupacional (empresas), y el tercero la pensión personal privada. Todos los países de la Unión Europea cuentan con planes estatales, que desempeñan un papel dominante en Austria, Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo y España. En Finlandia, Alemania, Irlanda y Holanda (así como en Suecia y el Reino Unido, fuera de la zona del euro) los planes de pensión ocupacional son también importantes.

Existe una notable confusión sobre la manera en que operan los sistemas de pensiones privados en Europa debido a su notable diversidad, que tiene sus raíces en el contexto histórico específico en el que se desarrollaron, pero también a que la terminología referida a este contexto contribuye a crear confusión. El término "pensiones privadas" puede hacer referencia a todos aquellos sistemas que no están directamente manejados por el Estado, o bien a los planes ocupacionales en el sector privado, o también al mucho más

limitado "tercer pilar" de los planes de pensiones tomados individualmente.

Además, el carácter de "privado" se confunde muchas veces con el de "financiado". El término privado se refiere a quién está gestionando el plan. Pero el término financiado se refiere a la manera en que se acumula el capital. De ordinario, los planes privados son financiados, mientras que los planes públicos operan sobre la base del pago a medida que se percibe la renta. Sin embargo, el Seguro Federal de Vejez y Viudedad y el Seguro de Incapacidad (OASDI, por sus siglas en inglés) en EE.UU. es un programa de pago a medida que se percibe la renta que ha acumulado grandes reservas (en torno a los 500.000 millones de dólares en 1995). Estas reservas pertenecen al gobierno y no a los beneficiarios. Por otra parte, el sistema alemán de pensiones permite a las empresas realizar provisiones contables (y no necesariamente efectivas), sin que los activos se vean afectados. Cerca del 75 por 100 de los planes alemanes de pensiones ocupacionales no están financiados. Así pues, el sistema privado alemán es mucho menos "financiado" que el sistema público de Estados Unidos.

Es evidente que si bien la privatización de la inversión de activos para pensiones puede generar mayores rendimientos para algunos individuos que si confiaran en la seguridad social, no pueden resolverse de este modo los problemas de financiación ya existentes. A medida que la *ratio* de apoyo desciende, el cumplimiento de los compromisos contraídos con los trabajadores de hoy requerirá impuestos más elevados de los trabajadores del mañana. La única alternativa que resta es renunciar al cumplimiento de aquellos compromisos, alargando la edad de jubilación o recortando las prestaciones. Si se desvían activos desde los pagos de la seguridad social a cuentas privadas, no se lograría sino empeorar las condiciones de financiación del sistema público. Los impuestos desviados a cuentas privadas no pueden utilizarse para el cumplimiento de las obligaciones del gobierno. Lejos de ser una alternativa a los aumentos de impuestos o a los recortes de prestaciones, el cambio a un sistema parcialmente prefinanciado supondría considerables costes transitorios.

Un reciente informe de Laurence Kotlikoff y Willi Liebfriz (7) sugiere que los futuros estadounidenses tendrán que soportar una carga impositiva un 50 por 100 más pesada que la de los nacidos hoy. Los alemanes del futuro podrían tener que pagar un 90 por 100 más de impuestos netos durante su vida que los alemanes nacidos hoy, en tanto que los japoneses del mañana tendrán que pagar impuestos más de dos

veces y media superiores a los de los japoneses actuales. Si bien las cifras exactas son altamente sensibles ante las predicciones demográficas y ante algunas otras suposiciones, no dejan de señalar que los gobiernos de diversos países desarrollados se enfrentan a tremendos problemas futuros de financiación, gracias a sus sistemas de pensiones. Este problema de la financiación sólo podrá resolverse mediante subidas de impuestos o mediante la reducción de los beneficios. La privatización no puede ser solución para el problema básico.

Dicho esto, el desarrollo del "segundo pilar" de planes privados de pensiones revestirá gran importancia para seguir adelante. Los gobiernos confiarán en que sus poblaciones no se den cuenta del dilema que acabamos de esbozar. Procurarán que la generación actual pague por la de sus padres y por sus propias pensiones, haciendo, al parecer, que este proceso sea menos penoso estimulando los planes privados de pensiones. Como muestra el gráfico 9, el nivel de provisión para pensiones varía considerablemente entre los principales países de la Unión Monetaria Europea.

La medida en que se provisionan los planes de pensiones depende en buena medida de las pautas tributarias. El cuadro núm. 2 esquematiza la situación en los países de la Unión Europea.

Otro factor es, por supuesto, el papel regulador del gobierno, que ha variado ampliamente. El resultado es una pauta muy heterogénea de disposiciones para pensiones en toda Europa (cuadro núm. 3).

Uno de los retos clave a los que se enfrentan los países europeos es la tendencia demográfica que prevé una reducción del número de trabajadores en relación con el número de pensionistas (la llamada "ratio de mantenimiento". Como señalan los gráficos 10, 11 y 12, Alemania y Francia deberán hacer frente a disminuciones sostenidas de sus ratios de mantenimiento, si bien el declive de Italia es el más agudo.

Pasaremos ahora a analizar algunas de las influencias clave en los programas nacionales. Se demostrará con ello el hecho de que no puede haber una solución única a la llamada bomba de tiempo demográfica que afectará a los sistemas de pensiones en la zona euro.

FRANCIA

Vale la pena observar que la oposición histórica en Francia a los planes de pensiones financiados es, en

gran medida, el resultado del fracaso durante la década de 1930 y en los primeros años de la década de 1940 de algunos planes de pensiones financiados para proporcionar una renta adecuada a sus miembros. Ello se debió en gran medida a la depreciación de la deuda pública y al impacto de la guerra en los valores.

Como resultado, en Francia se ha producido una tendencia a considerar el sistema de pago con cargo a los ingresos corrientes como mucho más seguro que el plan financiado, puesto que este último no puede garantizar el valor de las sumas invertidas de la manera en la que lo hace el Estado. Frente a este argumento, sin embargo, debería señalarse que en el ambiente post-Maastricht, la garantía del Estado tiene menos valor, puesto que ya no puede emitir dinero automáticamente para cumplir sus obligaciones respecto a las pensiones.

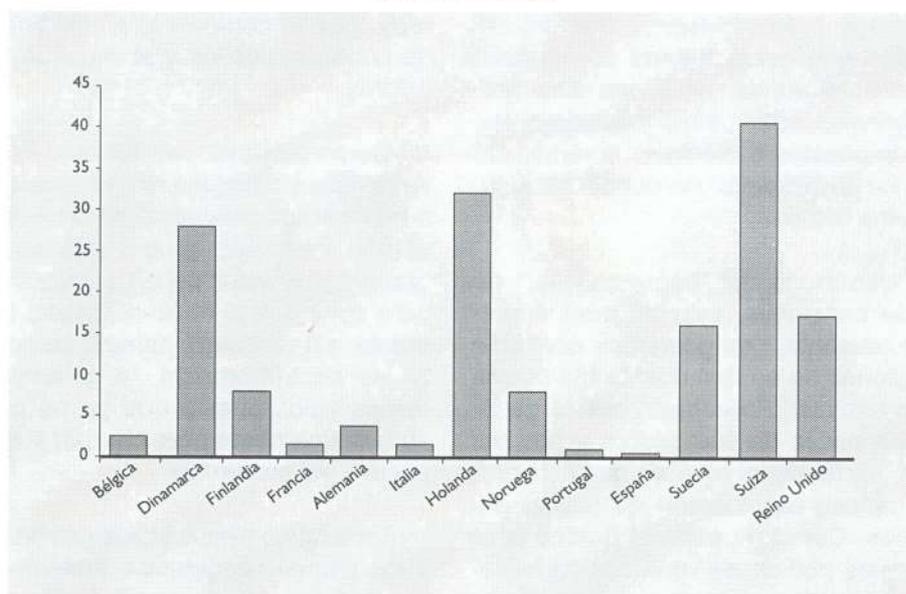
Un sistema básico obligatorio (el "régimen de base") y los planes obligatorios suplementarios dan cobertura a los empleados del sector privado. El sistema básico obligatorio para los empleados que trabajan en la industria y el comercio opera bajo la cobertura del fondo nacional de pensiones de vejez para empleados (CNAVTS, por sus siglas en inglés). Este sistema sólo procura contribuciones, y por tanto beneficios respecto a las ganancias, por debajo del límite superior que establece la seguridad social.

Sólo existe un programa complementario para ejecutivos. Funciona mediante 57 fondos organizados sobre una base interprofesional, nacional, regional, o incluso a escala empresarial. Estos fondos cuentan con los auspicios de la asociación general de instituciones para la jubilación de ejecutivos (AGIRC). Los ejecutivos pagan contribuciones sobre la porción de sus ganancias que se sitúa entre el límite superior de la seguridad social y el equivalente a ocho veces esta cifra. Otros 46 planes complementarios independientes que operan en el seno de la asociación para planes complementarios de pensiones (ARRCO) están administrados por un conjunto de 111 fondos.

Además de estos dos niveles obligatorios, el personal empleado en la industria privada cuenta con otro nivel optativo que toma la forma de planes adicionales de grupo, conocidos como planes *top-up* (que pueden elevarse o mantenerse al nivel deseado). Estos planes pueden ser operados por la propia compañía, por una empresa de seguros o por una mutualidad.

El sistema francés de pensiones ha estado sujeto durante los últimos años a una creciente presión de-

GRÁFICO 9
FONDOS DE PENSIONES POR HABITANTE
(Miles de dólares)



Fuente: William M. Mercer.

mográfica, en virtud de la cual la proporción entre trabajadores y pensionistas ha descendido desde 4,4 a 1 a comienzos de la década de 1960 hasta 1,6 a 1 mediada la década de 1990. Las proyecciones señalan que esta proporción descenderá hasta 1,2 a 1 hacia el año 2025. Se han dado algunos pasos para empezar a abordar los problemas que se plantean para el largo plazo. La ley del 22 de julio de 1993 cambió las condiciones en las que los empleados adquieren el derecho a los beneficios de jubilación. Estas condiciones entraron en vigor el 1 de enero de 1994.

Las nuevas medidas no afectaron a la edad de jubilación, que siguió fijada en 60 años, pero ampliaron desde 150 a 160 trimestres el período de aportación necesario para obtener la jubilación básica completa. Además:

- introdujeron un nuevo método de cálculo de las pensiones (salario medio anual de los 25 en lugar de los 10 años mejor remunerados);
- vincularan las pensiones a los precios, y no a los salarios;
- y crearon un Fondo de Solidaridad para la Vejez por el que el Estado cubre los gastos pagados anteriormente por los planes de la seguridad social.

La reforma se está poniendo en práctica gradualmente, escalonándola hasta el 1 de enero de 2003.

Bajo el programa ARRCO de 1993, el tipo de contribuciones contractuales obligatorias pagadas a los planes ARRCO debería aumentar gradualmente de 1996 a 1999, a fin de equilibrar las cuentas de ARRCO. En 1999, el tipo mínimo fue del 6 por 100, desde el 4 por 100 vigente hasta 1995. Bajo el programa AGIRC, concertado en 1994, el tipo de aportación a AGIRC se elevó gradualmente desde el 10 por 100 en 1994 hasta el 14 por 100 en 1997. En el año 2003, el tipo de aportación se habrá elevado hasta el 16 por 100. Los convenios AGIRC/ARRCO del 25 de abril de 1996 dispusieron una revaluación anual vinculada a los precios hasta el año 2000, de las pensiones complementarias que están un punto por debajo del salario medio, un punto de pensión más alto, coste de rescate o en cesión y costes más bajos de administración para ARRCO y AGIRC. Elevaron también el tipo obligatorio de contribución a la AGIRC hasta el 15 por 100 en 1998 y al 16 por 100 a partir del 1 de enero de 1999.

Para aligerar la carga de la financiación de los planes obligatorios que recaerá sobre las generaciones futuras, se han puesto en marcha dos tipos de planes de jubilación financiados: las leyes Madelin y Thomas. La primera, aprobada el 11 de febrero de

CUADRO NÚM. 2
TRIBUTACIÓN DE PENSIONES EN EUROPA

	<i>CONTRIBUCIONES PRIVADAS A UN PLAN DE PENSIONES</i>	<i>CONTRIBUCIONES PATRONALES A UN PLAN DE PENSIONES</i>	<i>FISCALIDAD DE LA RENTA DEVENGADA DE FONDOS DE PENSIONES</i>	<i>FISCALIDAD DE PENSIONES / RENDA ANUAL</i>	<i>ABANDONO ANTICIPADO DE UN PLAN PRIVADO DE PENSIONES</i>
Austria	Las contribuciones privadas a un plan de pensiones tienen deducción fiscal del 50 por 100 hasta un techo de 40.000 chelines austriacos.	Las contribuciones patronales a un plan aprobado no son imponibles. Hay un límite de 4.000 chelines para otras contribuciones, por encima del cual se tratan como renta imponible, aunque con una deducción del 50 por 100.	Los fondos de pensiones aprobados están exentos de impuestos. Los intereses de planes privados se acumulan y forman parte de la pensión o anualidad y se gravan en consecuencia. La acumulación global de anualidades se grava al 50 por 100 del tipo normal aplicable.	Las anualidades de fondos de pensiones aprobados son imponibles a tasas marginales ordinarias. Las anualidades correspondientes a contribuciones de los contribuyentes tributan a una tasa del 25 por 100.	Si las contribuciones han sido deducibles de impuestos en el pasado, un retiro antes del período de cualificación de 20 años, puede dar lugar a un impuesto del 30 por 100 sobre las contribuciones previamente deducibles.
Bélgica	Las contribuciones son elegibles para deducción fiscal del 30-40 por 100 en contribuciones hasta 22.000 francos belgas.	Las contribuciones no se consideran como renta patronal imponible, siendo deducibles para el empleador.	Los fondos con activos netos por encima de 1.000.000 de francos belgas están sujetos a un impuesto anual del 0,17 por 100 de los activos netos.	Las pensiones privadas al recibo se gravan al recibo a la misma base que las pensiones estatales. Las sumas globales pagaderas a la jubilación tributan al 16,5 por 100 en caso de un contrato de grupo o al 10 por 100 en caso de contrato individual.	
Dinamarca	Contribuciones plenamente deducibles, si los pagos toman la forma de anualidades durante al menos diez años. Si la cantidad se toma como suma global, entonces sólo 30.900 coronas danesas son deducibles de impuestos.	Las contribuciones patronales para planes privados de pensiones son plenamente deducibles bajo rentas patronales y no se incluyen en las del empleado.	El interés acumulado en fondos de pensiones está sujeto a un impuesto especial sobre interés efectivo, destinado a mantener la tasa efectiva de interés al 3,5 por 100. Los dividendos y algunos otros tipos de rentas no están sujetos a este impuesto.	Los pagos de pensiones y anualidades se tratan como renta imponible. Los pagos de sumas globales de planes privados de pensión tributan al 40 por 100. Las anualidades tributan a la tasa normal.	Si un plan de pensiones se liquida antes de su vencimiento, sus resultados tributan como renta personal en el año de su vencimiento.
Finlandia	Contribuciones del empleado totalmente deducibles hasta 500.000 marcos finlandeses, el plan no excede de la pensión estatal básica y la edad de jubilación es de 58 años o más. Esta parte de la pensión por encima del nivel básico es deducible en un 60 por 100 hasta 30.000 marcos finlandeses.	Las contribuciones patronales se consideran como renta imponible de los empleados y tributan como contribuciones de éstos.	La renta de pensiones tributa como otras rentas.	La renta de pensiones tributa como renta devengada. Las sumas globales están sujetas a impuestos entre el 10 y el 60 por 100, dependiendo de la edad y del año.	Ningún impuesto adicional.
Francia		Contribuciones deducibles hasta un cierto límite por empleado.	Los fondos privados de pensiones equivalentes a los de otros países no existen en Francia.	Las pensiones en pago son elegibles para deducción del 30 por 100 en los primeros 30.200 francos franceses y del 20 por 100 en los siguientes 98.600 francos franceses.	Por regla general no es posible la retirada anticipada.

CUADRO NÚM. 2 (continuación)
TRIBUTACIÓN DE PENSIONES EN EUROPA

	<i>CONTRIBUCIONES PRIVADAS A UN PLAN DE PENSIONES</i>	<i>CONTRIBUCIONES PATRONALES A UN PLAN DE PENSIONES</i>	<i>FISCALIDAD DE LA RENTA DEVENGADA DE FONDOS DE PENSIONES</i>	<i>FISCALIDAD DE PENSIONES / RENDA ANUAL</i>	<i>ABANDONO ANTICIPADO DE UN PLAN PRIVADO DE PENSIONES</i>
Alemania	Las contribuciones de los empleados a un plan privado de pensiones son deducibles hasta un techo de 2.160 marcos alemanes. Sin embargo, este techo se aplica a la suma de salud, desempleo y pensión. Hay un descuento añadido para el auto-empleado de 6.000 marcos alemanes.	Las contribuciones de empleados están libres de impuestos si siguen un plan estatutario. Las contribuciones a un plan privado sólo están exentas si el empleado está exento del plan estatutario hasta el momento de este plan. Las contribuciones impositivas tributan un tipo único de 15 por 100.	La renta de planes de reserva contable forma parte de la empresa. Los fondos de ayuda están exentos de impuestos sobre su renta. En caso de fondos de seguros o de pensión, la obligación tributaria puede derivarse de la renta de intereses de los fondos de inversión.	Las pensiones de compañías se consideran renta imponible con bonificación libre de impuesto del 40 por 100 hasta un máximo de 6.000 marcos alemanes por año. Las anualidades de pensiones tributan sobre los intereses del pago (a los 65 años de edad, el 27 por 100 de la pensión es interés).	Tratándose de pólizas de pensiones individual, las contribuciones están exentas de impuestos siempre que se hayan mantenido las pólizas durante 12 o más años.
Italia	La fiscalidad de pensiones en Italia está siendo revisada.				
Holanda	Las contribuciones para planes de pensiones aprobados hasta ciertos límites son deducibles de impuestos (5.496 florines para persona soltera).	Lo mismo para patronos. La contribución patronal a un plan de pensiones no es renta devengada.	Los fondos de pensión están exentos de impuestos. No se gravan los intereses devengados.	Las pensiones tributan como renta devengada. Pero por encima de los 65 años no se contribuye a la seguridad social, por lo que el tipo impositivo se reduce en los primeros 45.000 florines.	Es casi imposible retirarse de un plan de pensiones.
Noruega	Las contribuciones a un plan son deducibles de impuestos con un límite de 30.000 coronas noruegas. La deducción total no debe exceder del 10 por 100 del salario anual de los empleados.			Las pensiones tributan como renta devengada excepto que están exentas en las primeras 17.000 coronas. Si las contribuciones no son deducibles, los resultados tributan al 28 por 100.	
España	Los empleados pueden contribuir hasta 750.000 pesetas o el 15 por 100 de su renta, lo que sea más bajo.	Las contribuciones patronales se consideran como renta del empleado, y son deducibles para el patrono sólo si el fondo de pensiones es externo.	La renta de fondos de pensión está exenta de impuestos.	Las pensiones tributan como renta devengada. Las sumas globales tributan a los tipos medios.	No está permitido abandonar un fondo de pensiones.
Suecia	Primas totalmente deducibles hasta un límite establecido en función de la inflación (35.200 coronas suecas en 1994).	Las contribuciones patronales, cuando se produzcan, se añaden a la renta imponible del empleado.	Los fondos de pensión tributan de este modo: el impuesto que se aplica es del 15 por 100 de la tasa de inversión prevista (definida por el gobierno), sobre el promedio de las reservas durante el período.	Si las primas son deducibles de la renta devengada de las pensiones son impositivas como renta de trabajo. Si las primas no son deducibles, las pensiones no se gravan.	No existen disposiciones para abandonos anticipados.

**CUADRO NÚM. 2 (conclusión)
TRIBUTACIÓN DE PENSIONES EN EUROPA**

	<i>CONTRIBUCIONES PRIVADAS A UN PLAN DE PENSIONES</i>	<i>CONTRIBUCIONES PATRONALES A UN PLAN DE PENSIONES</i>	<i>FISCALIDAD DE LA RENTA DEVENGADA DE FONDOS DE PENSIONES</i>	<i>FISCALIDAD DE PENSIONES / RENDA ANUAL</i>	<i>ABANDONO ANTICIPADO DE UN PLAN PRIVADO DE PENSIONES</i>
Reino Unido	En planes de compañía aprobados, hasta el 15 por 100 del salario, dentro de un límite salarial de 78.000 libras, es elegible para reducción impositiva. Las contribuciones personales a pensiones se relacionan con la edad. El límite se sitúa en el 17,5 por 100 de las contribuciones salariales y aumenta con la edad.	Las contribuciones patronales son deducibles de los beneficios.	Todas las rentas en un plan aprobado están exentas de impuestos, excepto por el hecho de que los dividendos tributan al 20 por 100.	Las pensiones tributan a la tasa marginal del impuesto sobre la renta. Dentro de ciertos límites, las sumas globales están exentas de impuestos.	No se permiten los abandonos anticipados de un plan privado de pensiones –ha de utilizarse el dinero para asegurar los beneficios de pensiones.

Fuente: R. MITRA y cols., "European Insurance: All Coming Together", Merrill Lynch, enero de 1998, págs. 261-262 actualizado.

**CUADRO NÚM. 3
PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN TRABAJADORA
CUBIERTA POR EL "SEGUNDO PILAR"
DE LOS PLANES PRIVADOS**

Bélgica	31
Canadá	41
Dinamarca	80
Francia	100 (planes estatales complementarios obligatorios)
Alemania	42 (Alemania Occidental, 92)
Grecia	5
Irlanda	40
Italia	5 (principalmente para ejecutivos)
Luxemburgo	30
Holanda	90
Portugal	15
España	15
Reino Unido	50
Estados Unidos	46

Fuente: OCDE, *Tendencias del Mercado Financiero*, junio de 1998.

1994, estipuló un incentivo para comerciantes, profesionales autoempleados y artesanos destinado a preparar un plan de jubilación que les permita deducir de los impuestos no sólo las contribuciones a planes obligatorios de jubilación, sino también las cuotas optativas.

La segunda ley fue aprobada el 25 de marzo de 1997, aunque, debido al cambio de gobierno, no llegó a ponerse en práctica. Tal como fue redactada, extendía los derechos de la ley Madelin a 14,5 millones de empleados del sector privado. Apuntaba a que las empresas organizaran planes de ahorro para la jubilación, permitiendo a los empleados inscribirse en ellos. Dentro de ciertos límites, las cuotas empresariales habían de estar exentas de cargas de la seguridad so-

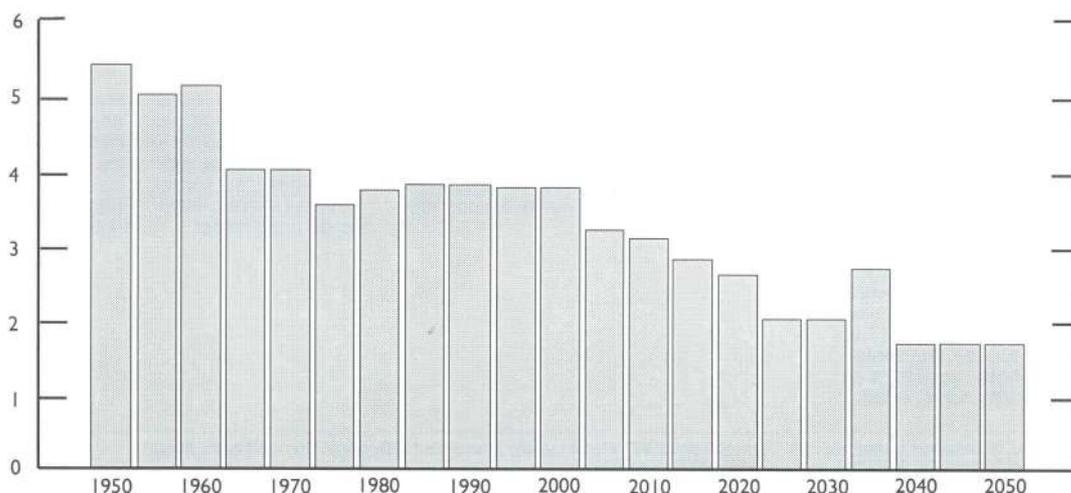
cial. Los fondos de estos planes debían ser administrados por entidades gestoras independientes, se requería la autorización oficial, y el control, de los planes debía estar a cargo de un comité de supervisión integrado por miembros del fondo, de los que la mitad por lo menos habían de ser elegidos por los empleados. La empresa podía organizar los fondos de ahorro para la jubilación por medio de una compañía de seguros, una mutua de seguros o una sociedad de bienestar social.

Sometido a presiones del movimiento sindical, el gobierno entrante de Jospin no llevó adelante esta propuesta. Se ha sugerido que una de las razones que explican la vehemente oposición sindical a esos programas de pensiones es la pérdida de influencia (y de ingresos) que experimentarían respecto a la situación vigente, en la que los programas de pensiones se manejan mediante convenios colectivos nacionales. Con todo, como se apuntó anteriormente, la experiencia histórica ha hecho que Francia se muestre cauta por lo general en todo lo concerniente a programas financiados.

Se ha creado un fondo de reserva de pensiones para complementar los recursos del sistema cuando sus necesidades de financiación aumenten a partir de 2005. Al principio, este fondo se nutrirá de los excedentes del sistema de seguridad social, de los resultados de las ventas de valores en cajas de ahorros y de otros recursos.

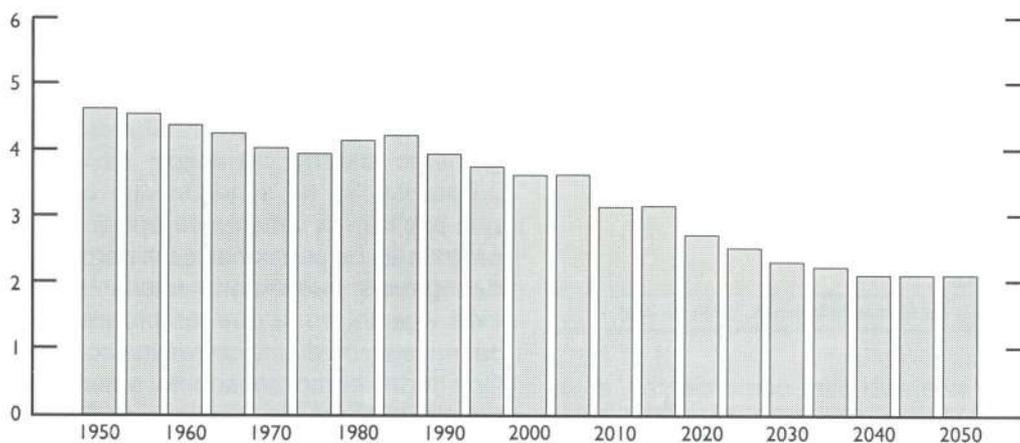
A partir de estas medidas, el gobierno se ha mostrado bastante tímido, debido en gran medida al intento del anterior gobierno conservador de Juppé de

GRÁFICO 10
RATIOS DE MANTENIMIENTO EN ALEMANIA (*)



(*) La ratio de mantenimiento es el número de personas en edad de trabajar respecto al número en edad de recibir pensiones.
Fuente: Naciones Unidas, reproducido en R. Mitra y otros, *European Insurance. All Coming Together*, Merrill Lynch, julio de 1998, pág. 244.

GRÁFICO 11
RATIOS DE MANTENIMIENTO EN FRANCIA (*)



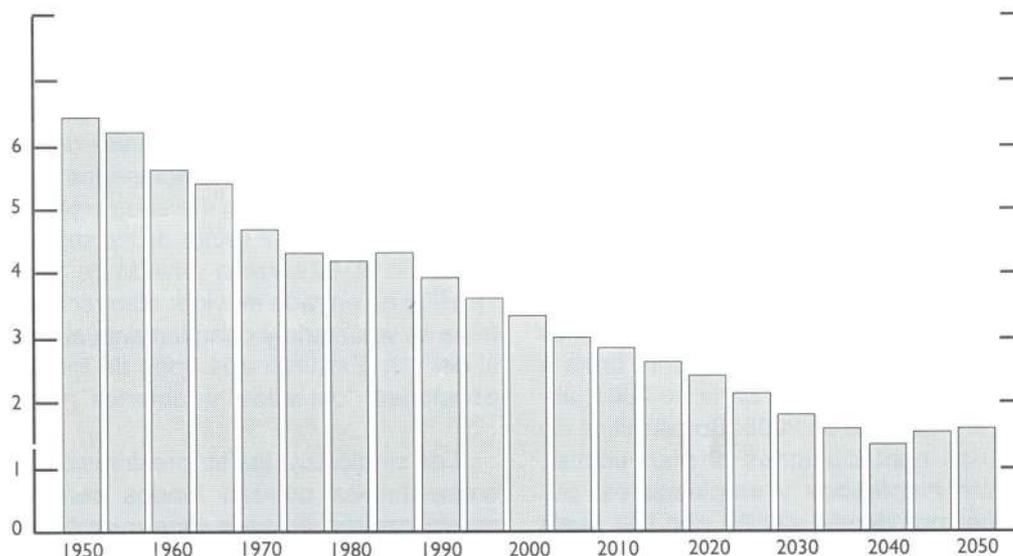
(*) La ratio de mantenimiento es el número de personas en edad de trabajar respecto al número en edad de recibir pensiones.
Fuente: Naciones Unidas, reproducido en R. Mitra y otros, *European Insurance. All Coming Together*, Merrill Lynch, julio de 1998, pág. 245.

suprimir, en 1995, los privilegios del sistema de pensiones de los ferrocarriles del Estado, que provocó importantes turbulencias sindicales y fue una de las principales causas de su derrota electoral en 1997.

Todo lo que se ha hecho hasta ahora es crear un consejo asesor de pensiones para colaborar en la delicada tarea de conseguir el consenso en torno a la reforma.

Parece probable que el gobierno trate de equiparar las pensiones del sector público con las del sector privado. En la actualidad, las pensiones del sector público requieren aportaciones durante 37,5 años, mientras que las del sector privado, en virtud de una reforma anterior, se están elevando hasta 40 años en 2003. Sin la reforma, se estima que para el año 2020 habrá un déficit de financiación de 23.000 millones de euros.

GRÁFICO 12
RATIOS DE MANTENIMIENTO EN ITALIA (*)



(*) La ratio de mantenimiento es el número de personas en edad de trabajar respecto al número en edad de recibir pensiones.
Fuente: Naciones Unidas, reproducido en R. Mitra y otros, *European Insurance. All Coming Together*, Merrill Lynch, julio de 1998, pág. 245.

ALEMANIA

Alemania tiene un sistema para la provisión de jubilación sostenido sobre tres pilares: el plan estatal básico, planes ocupacionales complementarios y planes personales de ahorro, con frecuencia mediante pólizas de seguros. El plan básico no está financiado.

Los planes empresariales se financian a través de cuatro vías: reservas contables (balance general de la empresa) –cerca del 50 por 100 del total–; fondos de pensiones (*pensionskassen*) –31 por 100–; fondos de mantenimiento (*Unterstützungskassen*) –8 por 100–, y pólizas de seguros (*Direktversicherung*) –11 por 100.

A fines de 1996, los activos totales relacionados con las pensiones se estimaron en 586.000 millones de marcos. De esta suma, 291.000 millones de marcos figuraban en los balances generales de las empresas como reservas contables. Estas reservas, por regla general, no se invierten en valores de cartera. Esta cantidad se invierte generalmente en la empresa y raras veces se invierten específicamente en activos externos. Otros 185.000 millones de marcos (116.000 millones de dólares) se mantienen en fondos de pensiones (*pensionskassen*), con aproximadamente un 3 por 100 de 6.000 millones de marcos (4.000 millones de dólares) invertidos internacionalmente. Hay también otros 63.000 millones de marcos (39.000 mi-

llones de dólares) en *Direktversicherung*, y 47.000 millones de marcos (29.000 millones de dólares) en *Unterstützungskassen*, que se invierten por lo general en productos de compañías de seguros.

El tema de la provisión de pensiones es objeto de grandes debates en Alemania. Si bien, tal como está actualmente constituido, el sistema alemán no prevé fondos corporativos de pensiones, en el transcurso del debate sobre la Tercera Ley para la Promoción de los Mercados Financieros, la Asociación Alemana de Banca propuso el concepto de fondo corporativo de pensiones. Al introducirse esta propuesta en el debate demasiado tarde, no fue incluida en la ley, pero parece probable que sea adoptada en un futuro no muy lejano.

Una circular especial de la Asociación Alemana de Banca a sus bancos miembros, de fecha 1 de diciembre de 1997, sugería que, en virtud de la ley de inversiones, los fondos corporativos de pensiones se introducirían como fondos de inversión con las directrices de inversión más amplias que fuera posible. Se iniciaría este cambio mediante un acuerdo empresarial entre el empresario y los representantes de los empleados y permitiría aplicar modelos tanto de contribución definida como de beneficio definido. Lo que se propone, en líneas generales, es un enfoque “anglosajón” de las pensiones. La propuesta fue objeto

de fuertes críticas por parte del sector de los seguros, que cree que los vehículos ya existentes, como *Pensionskassen* (compañías de seguros de dedicación especial) y *Unterstützungskassen* (fondos de mantenimiento), después de que hayan sido objeto de una mayor desregulación, estarían mejor equipados para los planes empresariales de pensiones que los fondos de inversión mobiliaria en virtud de la ley sobre fondos de inversión.

El gobierno ha estado trabajando durante 18 meses en propuestas para la reforma de las pensiones, pero ha logrado muy pocos progresos concretos. Las propuestas del gobierno para la reforma del sistema de pensiones prevén que los jóvenes aporten un 0,5 por 100 adicional de su renta bruta a planes privados u ocupacionales a partir de 2001, aumentando hasta el 4 por 100 en 2008. Se permitiría de este modo que las contribuciones al plan estatal, compartidas entre empleados y empleadores, pudieran permanecer por debajo del 20 por 100 hasta 2020 y en torno al 22 por 100 hasta 2030. Sin embargo, a la vista del reciente éxito del Sr. Schröder logrando la aprobación de las reformas fiscales, sería posible conseguir avances en el campo de las pensiones.

ITALIA

Los cambios más notables en esta área son los que se han realizado en Italia, gracias a un tardío reconocimiento de la magnitud del problema. Hasta ahora, la provisión italiana para la jubilación se había basado en una combinación entre Estado del bienestar y una forma limitada de garantía ocupacional de jubilación. El sistema público de pensiones se ha sometido recientemente a una reforma, al mismo tiempo que se está introduciendo un tercer esquema enteramente nuevo de pensiones.

Para los empleados más jóvenes (con menos de 19 años de aportaciones) el sistema estatal se transformó en 1997 en un plan de contribución definida. Para este grupo, el nivel de beneficios dependerá de las contribuciones individuales pagadas. Este nuevo sistema ofrece derechos menos generosos de prestaciones sociales, y deberían crear demanda de pensiones administradas privadamente. El sistema ocupacional, o "Trattamento Fine Rapporto" (TFR, o indemnización por terminación), obliga a sus empleadores a realizar pagos de sumas globales a los empleados cuando se jubilan. Se trata de una obligación dotada con fondos del sector privado, financiada mediante aportaciones del empleado del 7,5 por 100 del sueldo anual, que los empresarios retienen en la

fuerza. Las obligaciones del TFR son pasivos del balance general de cada patrono. Estos, en términos generales, no se ven afectados por las recientes reformas en las pensiones, excepto en la medida en que las aportaciones para el TFR puedan ser traspasadas a planes privados de pensiones.

Hasta la reforma de la ley de pensiones de 1993, no existían productos individuales de ahorro con descuentos de impuestos relacionados con la jubilación. No existía, por tanto, un mercado privado de pensiones como tal para que el sector de los seguros pudiera participar en él. El sistema privado de pensiones creado en 1993 ha entrado en vigor sólo recientemente. El sistema es voluntario y complementa al sistema público y al del TFR. Existirán dos tipos de fondos privados de pensiones: "cerrados" y "abiertos".

Los sindicatos, los empresarios o las asociaciones empresariales crearán fondos cerrados, que solamente estarán abiertos para miembros del grupo de interés pertinente. Se exigirá a los empresarios que se adhieran al fondo de su sector, y las normas del sistema de pensiones de cada industria se irán incorporando gradualmente a los respectivos contratos colectivos de empleo (negociados a escala nacional con los sindicatos). Los fondos cerrados se requerirán por ley para comprar a los bancos, a los SIM (*brokers*) o a las compañías de seguros los servicios de administración de inversiones.

Bancos, compañías de seguros y grupos de gestión de fondos establecerán fondos abiertos, a los que tendrán acceso los individuos y empresarios que no sean miembros de un fondo cerrado. Los fondos, tanto abiertos como cerrados, operarán como planes de contribución definida. En casi todos los casos, los beneficios consistirán en el pago de una suma global de hasta el 50 por 100 del valor del fondo al llegar a la jubilación, además de una anualidad. Las contribuciones, tanto de los empleados como de los empleadores, son deducibles de impuestos para ambos tipos de fondos hasta el 2 por 100 del salario anual.

El nuevo mercado privado de pensiones ofrece una clara oportunidad para que las compañías de seguros presten servicios de gestión de activos, de administración, de pensiones y de servicios de protección. Las aseguradoras competirán con los bancos por algunos de los servicios, en especial en lo que se refiere a la gestión de activos. Hasta ahora, 77 fondos abiertos están esperando su autorización, las compañías de seguros de vida están estableciendo 49 y los bancos y gestores de fondos otros 25 (datos

de julio de 1998). Por otra parte, el nivel de deducción de impuestos no provoca gran entusiasmo. Por ello, lo más probable es que el ritmo de crecimiento sea lento.

Dada la situación financiera general de Italia, que sufrirá crecientes presiones en los próximos años para satisfacer los criterios de Maastricht sobre el déficit público, se han presentado propuestas para ulteriores reformas del sistema de pensiones. Se ha puesto de manifiesto, sin embargo, una vehemente oposición de los sindicatos, y cunde la incertidumbre acerca del progreso que pueda realizarse en esta área. El informe más reciente de la OCDE sobre la economía italiana expresó su parecer de que las reformas llevadas a cabo hasta el momento serían insuficientes para impedir mayores problemas en los años venideros, y de que queda todavía mucho por hacer para estimular las contribuciones a las pensiones privadas.

ESPAÑA

El sistema público de pensiones en España ha sido reformado cinco veces en los últimos 30 años. La primera reforma fue la efectuada en 1967, y en ella toda la estructura se convirtió en un sistema de pago con cargo a los ingresos corrientes, a medida que se percibe la renta. La segunda reforma, en 1972, hizo que las aportaciones fueran proporcionales a los salarios. Una tercera reforma, desarrollada a partir de 1977, trató de armonizar los numerosos regímenes y de proporcionarles una administración integrada. Se asignó la administración del sistema de pensiones al Instituto Nacional de Seguridad Social (INSS), de reciente creación. La expansión subsiguiente, tanto en cobertura como en aumentos del valor efectivo de las pensiones, acrecentó las necesidades financieras del sistema de forma tan acentuada que se hizo necesaria una cuarta reforma. En 1984-1985 se produjo un endurecimiento de los criterios de selección para las pensiones de invalidez y un alargamiento de los períodos de contribución para conseguir las pensiones, juntamente con un aumento del número de años de salario tomados en cuenta para el cálculo de éstas. En la actualidad, el sistema comprende seis regímenes básicos además del de seguro de accidentes de trabajo (los regímenes básicos son el régimen general, y los regímenes para agricultores, mineros, marinos, empleadas del hogar y autoempleados). Las pensiones públicas para personas empleadas se proveen bajo tres programas: Régimen General de la Seguridad Social (RGSS), regímenes especiales de la Seguridad Social, RESS, y Régimen de Clases Pasivas (RCP).

El número de pensionistas en todos estos regímenes ha aumentado de 3,8 millones en 1977 a 6,8 millones en 1994. Este hecho es un reflejo tanto del envejecimiento de la población como de la mayor amplitud en los criterios de elegibilidad.

La reforma más reciente fue la de la Ley de 1997 sobre Reforma de las Pensiones, inspirada en parte en el llamado Pacto de Toledo, que, después de una serie de reuniones de partidos políticos, estamentos sociales y expertos en economía, fue aprobada por las Cortes en abril de 1995.

La reforma reducirá la pensión media de los jubilados, a medida que reduce la tasa mínima de reposición prometida por el sistema de seguridad social para trabajadores con un corto historial de ganancias. Antes de la reforma, 15 años de aportaciones daban derecho a un 60 por 100 de la pensión completa, y por cada año adicional de aportaciones hasta un máximo de 35 se añadían dos puntos porcentuales. Bajo el nuevo régimen, 15 años de aportaciones se traducen solamente en un 50 por 100 de la pensión completa, en tanto que cada año de aportaciones entre el 16º y el 25º añade tres, y cada año entre el 26º y el 35º dos puntos porcentuales de la pensión completa. En segundo lugar, la Ley de 1997 sobre Reforma de las Pensiones cambia la fórmula de éstas, prolongando gradualmente el historial de ganancias que entra en el cálculo del monto principal del seguro de 8 a 15 años entre 1997 y 2002. Desde 1997 en adelante se añade un año de aportaciones hasta 2002, a partir del cual se tomarán en cuenta dos años adicionales.

La demografía española muestra proyecciones desfavorables para los próximos años, aunque el auge de la natalidad (*baby boom*) se produjo en España entre 10 y 15 años más tarde que en el resto de Europa, prolongándose hasta los primeros años de la década de 1970. Por esta razón, un reciente estudio sostiene que:

“Utilizando un marco contable generacional, encontramos que el mantenimiento del nuevo marco legal podría legar a las generaciones futuras una carga de obligaciones de hasta el 176 por 100 del PIB del año base... la Ley de 1997 sobre Reforma de las Pensiones no ha logrado mucho en la salvaguarda de la seguridad social ante los desafíos demográficos que se avecinan...el mantenimiento del estado actual del seguro español de pensiones acumulará una inmensa deuda para financiar todas las demandas actuales de pensiones en una sociedad que va envejeciendo progresivamente...” (8).

En la actualidad, la situación a escala nacional puede resumirse en el hecho de que varios países son ciertamente conscientes de que se les avecinan graves problemas; sin embargo, las restricciones de orden político (Francia, Italia y, hasta cierto punto, Alemania) han frenado toda acción positiva. Se espera que la Comisión Europea proponga un nuevo intento de armonización de la reglamentación de las pensiones del "segundo pilar". En los intentos anteriores, en 1992 y en 1994, no se logró alcanzar un acuerdo. La nueva propuesta, que debía haberse presentado en 1999, evitará cualquier intento de cambiar la política fiscal. Se centrará más bien en las restricciones para la inversión y en la necesidad de proporcionar un campo de juego nivelado entre los diferentes tipos de proveedores de pensiones.

Con respecto al primer punto, es probable que el clima general en lo que se refiere a las restricciones para la inversión sea ahora razonablemente favorable. Parece existir un amplio consenso en admitir que las restricciones impuestas en ciertas legislaciones nacionales han reducido el rendimiento, sin que hayan contribuido necesariamente a una mayor seguridad. Sin embargo, el segundo punto, el intento de lograr un marco equilibrado, parece más propicio a generar problemas. Es probable que los fondos de pensiones se opongan a estar sujetos a los mismos requisitos de solvencia que, por ejemplo, las compañías aseguradoras.

Es evidente, sin embargo, que, hasta que se encare el problema de la fiscalidad, el crecimiento de las pensiones del segundo pilar en Francia y en Alemania será probablemente muy lento. Ello no equivale, claro está, a afirmar que la crisis de las pensiones en esos países es inevitable, puesto que existen actualmente otras alternativas (p. ej., el sistema de reservas contables en Alemania). Más aún, hay buenas razones que apoyan la renuencia francesa a seguir el modelo anglosajón de pensiones en lugar del pago con cargo a ingresos corrientes, a medida que se percibe la renta. Ambos modelos tienen sus riesgos: el primero depende de la suposición de que las inversiones del fondo de pensiones no se han de ver devastadas por guerras o por catástrofes económicas, mientras que el segundo depende de la voluntad de la generación futura de llevar sobre sus hombros las cargas de la generación actual. En un plazo más largo, sin embargo, parece probable que la evolución hacia un sistema al estilo anglosajón de fondos corporativos de pensiones sea inevitable, aunque su impacto no se dejará sentir durante una década o más.

Seguros de vida

El tercer canal institucional para el ahorro que nos resta por examinar es el sector del seguro. Históricamente, este negocio ha estado muy restringido en muchos países europeos, en los que sus productos de ahorro han tenido que competir con los depósitos bancarios o con los bonos del Estado. En la actualidad, sin embargo, el sector europeo de los seguros de vida se está consolidando y está creciendo rápidamente. Ello se debe en parte al impacto de la UME, si bien han contribuido también a esta nueva situación la demografía y el cambio estructural que ha tenido lugar dentro del sector. En realidad, es probable que el impacto de la UME en el sector sea limitado, puesto que el negocio del seguro de vida nunca fue un negocio paneuropeo (sobre todo si se compara con la banca). Tan sólo cuando exista un cierto grado de armonización fiscal y de la seguridad social, juntamente con canales comunes de distribución, existirá la probabilidad de que las compañías de seguros logren ahorros importantes operando a lo largo y a lo ancho de una Europa sin fronteras.

Las compañías de seguros de vida están bien posicionadas para sacar provecho del crecimiento del ahorro en Europa. Cuentan con redes de distribución amplias y bien establecidas. Pero, hasta el presente, su gama de productos ha sido limitada. Tradicionalmente, las compañías de seguros de la Europa continental han competido entre sí mediante su capacidad para proporcionar rendimientos más altos dentro de un determinado mercado. La mayoría de sus contratos de seguros de vida tienen un cierto parecido con las cuentas de depósito bancario a largo plazo. La compañía de seguros de vida, que es la que asume la mayor parte del riesgo, invierte las primas, y acredita al asegurado intereses sobre las primas acumuladas. El diferencial entre el interés y la suma acreditada a los asegurados es el beneficio que realiza la compañía de seguros de vida una vez deducidos los gastos. Este beneficio se comparte después con los asegurados y los accionistas. Esta clase de contratos es el tipo de producto más común en Europa. La necesidad de garantizar altos rendimientos, unida a las restricciones gubernamentales en lo que respecta al nivel de inversión en acciones, ha dado impulso a las inversiones en bonos.

Este tipo de negocio es intensivo en capital, en comparación con el de los seguros de vida *unit-linked* (seguros de fondos cuyos tomadores pueden diseñar la composición de su cartera en función del riesgo que quieran asumir). En efecto, la aseguradora garantiza al inversor un nivel de rendimiento, mientras que

con el seguro *unit-linked* es el cliente el que asume el riesgo de la inversión. El bajo nivel de riesgo de este último tipo de negocio para la compañía de seguros de vida se ve reflejado en el requisito de las reservas de solvencia en la UE: se requiere el 4 por 100 de reservas técnicas para los contratos tradicionales (diferencial), pero tan sólo un 1 por 100 para los fondos *unit-linked*. Con este requisito de capital más reducido, el negocio *unit-linked* representa una opción atractiva para los que entran por vez primera en este sector.

Dada la creciente difusión de la cultura sobre las acciones, que es de esperar que se produzca en Europa, así como los requisitos de capital del negocio tradicional, es probable que el seguro de vida *unit-linked* se desarrolle con gran rapidez. Esto es lo que ha sucedido ya, en gran medida, en el Reino Unido. Este tipo de producto se está vendiendo cada vez más en Holanda y en Suecia, y las compañías están empezando a suscribir este negocio en Alemania y en Bélgica.

Es evidente que un factor clave en el desarrollo relativo del mercado de seguros de vida radica en el tratamiento fiscal que reciben. El panorama es, en este aspecto, sumamente variado, como sugieren los datos del cuadro núm. 4.

El impacto de éstas y de otras características culturales puede apreciarse en el tamaño relativo de los mercados, como se muestra en el gráfico 13.

Como podrá observarse (las cifras correspondientes al Reino Unido se ofrecen por comparación) el mercado francés está a la cabeza del mercado de seguros de vida en el área del euro. Finalmente, puede ser útil desglosar la estructura del mercado por categorías, como se muestra en el gráfico 14, que ejemplifica la importancia relativa de las políticas adoptadas por individuos, por compañías en nombre de individuos, y otras políticas. (La categoría titulada "otros" consta principalmente de bonos de inversión de prima única emitidos por compañías de seguros).

FRANCIA

El crecimiento de las primas francesas de seguros de vida se ha mantenido constante a lo largo de los años desde la liberalización, en 1985, que permitió a los bancos y a otras instituciones financieras vender pólizas de seguros a través de sus filiales de aseguradoras; en 1995, esas filiales habían llegado a representar la mitad del mercado. El segundo factor de apoyo del crecimiento del mercado fue la deducción

de impuestos sobre la renta proporcional al monto invertido y la exención del impuesto sobre la renta de las plusvalías de capital en los ahorros tenidos durante un mínimo de ocho años.

Como consecuencia, el seguro de vida ha crecido con notable fortaleza desde un ingreso total por primas de 313.300 millones de francos en 1992 a 534.900 millones de francos en 1996 (las últimas cifras disponibles), y el seguro de vida constituye una parte muy importante del ahorro familiar francés. Su participación creció desde el 5 por 100 de los activos financieros en circulación en 1986 a más del 18 por 100 en 1996.

Sin embargo, las ventajas fiscales de los contratos de vida han estado sujetas a amenazas durante algún tiempo. Recientemente, se suprimió la exención impositiva de los ingresos por contratos de seguros de vida obtenidos durante más de ocho años, si exceden de un techo de 30.000 francos para individuos o de 16.000 francos para matrimonios. El presupuesto de 1998, a manera de incentivo para pasar de inversiones en bonos a inversiones en títulos de capital, modificó las desgravaciones fiscales disponibles a través de los seguros de vida al suprimir las exenciones de la renta de obligaciones. Parece probable que la "edad de oro" de las compañías de seguros de vida vaya llegando a su fin a medida que el gobierno vaya suprimiendo las desgravaciones fiscales.

Aprovechándose de los factores arriba mencionados, a lo largo de los últimos 20 años, las inversiones totales de las compañías de seguros en Francia han crecido a un promedio del 17 por 100 anual, hasta un total de 3.089.000 millones de francos a finales de 1996 (9). La estructura de las inversiones ha cambiado notablemente durante los diez últimos años. Las inversiones en propiedades han declinado notablemente. En 1975 el valor de las inversiones en propiedades, como porcentaje de todas las tenencias, fue del 17 por 100, y subió hasta el 20,7 por 100 en 1981. En 1996, este porcentaje había descendido hasta un 7 por 100. Ello se debió, en parte, al colapso del mercado francés de la propiedad, y en parte a una decisión, relacionada con éste, de abandonar esos activos. Las inversiones totales en títulos de capital ascendieron a 16.700 millones de francos en 1984, aumentando hasta 459.000 millones de francos en 1996. La participación porcentual, sin embargo, ha permanecido relativamente estable en torno al 17 por 100 durante los últimos 15 años.

El mercado francés se está viendo afectado por las privatizaciones en el sector de los seguros: AXA ha ab-

CUADRO NÚM. 4
FISCALIDAD DEL SEGURO DE VIDA EUROPEO

	<i>FISCALIDAD DE LAS PRIMAS DE SEGUROS DE VIDA</i>	<i>FISCALIDAD DE LA RENTA POR INTERESES</i>	<i>FISCALIDAD DEL INGRESO POR VENCIMIENTO</i>
Austria	Es deducible hasta el 50 por 100 de las primas de seguros, a condición de que se mantenga la póliza durante 20 años. (Hasta 40.000 chelines austriacos por persona).	No es imponible la fiscalidad de la renta por intereses de una póliza de seguro de vida.	
Bélgica	Es deducible la aportación a una pensión o anualidad durante diez o más años. Las reducciones fiscales son del 15 por 100 sobre una renta de 55.000 francos belgas y del 6 por 100 sobre los siguientes 66.000 francos belgas.	La renta por intereses no es imponible.	Impuesto del 10 por 100 sobre muerte, vencimiento o cese dentro de cinco años del término del contrato. De otro modo, el ingreso tributa al 33 por 100.
Dinamarca	Es deducible de impuestos la aportación a una pensión o anualidad durante diez años.	La renta por intereses está sujeta a impuesto al tipo de interés real.	El ingreso por vencimiento de una póliza de seguro de vida se grava al 25 por 100.
Finlandia	No pueden deducirse de la renta imponible las pólizas de ahorro de vida.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos.	No hay impuestos sobre muerte. Las ganancias sobre la póliza tributan al 25 por 100.
Francia	El elemento de ahorro de una póliza atrae una deducción del 25 por 100 de las primas hasta un límite de primas de 4.000 francos por familia y 1.000 francos por hijo.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos.	El ingreso por vencimiento se grava al 35 por 100 de las ganancias por contratos de menos de cuatro años de duración. Del 15 por 100 para duraciones entre cuatro y cinco años. No se cargan impuestos sobre franceses residentes y sí un 50 por 100 para los demás.
Alemania	Sólo son deducibles de impuestos las primas de seguros si la póliza vence a la muerte, o tratándose de una anualidad sin opción a rescatar parte del capital inicial si esto puede efectuarse doce años después del establecimiento de la póliza. Finalmente la prima regular se dota con un plazo de doce años.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos si el rescate o vencimiento ocurre doce años después de suscribir la póliza, de lo contrario se trata como renta de activos de capital y tributa como tal.	
Italia	Para contratos de seguro de vida de más de cinco años de duración, las aportaciones totales hasta 2.500.000 liras son deducibles. Pero las primas se graban con un impuesto del 2,5 por 100.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos.	Para dotaciones, la diferencia entre la suma global y el total de primas pagadas tributa al 12 por 100. Para anualidades, 60 por 100 del importe anual se grava como renta ordinaria.
Luxemburgo	Las cuotas de póliza de vida de duración de diez años como mínimo son deducibles hasta un límite de 27.000 francos luxemburgueses.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos.	Los ingresos por vencimiento no tributan. Impuesto pagadero en contratos cuyo valor neto exceda de 200.000 francos luxemburgueses.
Holanda	Primas de vida deducibles hasta un límite de 5.400 florines, que puede aumentarse hasta 75.000 florines si la provisión para la vejez es insuficiente en relación con la renta corriente.	El interés acumulado en el plazo de una póliza de vida no es imponible.	Los ingresos por vencimiento no tributan si la muerte ocurre antes de la edad de 72 años. Después de ella, los ingresos tributan si exceden de 10.000 florines.

CUADRO NÚM. 4 (continuación)
FISCALIDAD DEL SEGURO DE VIDA EUROPEO

	<i>FISCALIDAD DE LAS PRIMAS DE SEGUROS DE VIDA</i>	<i>FISCALIDAD DE LA RENTA POR INTERESES</i>	<i>FISCALIDAD DEL INGRESO POR VENCIMIENTO</i>
Noruega	Las aportaciones a seguros de vida no son deducibles.	La renta por intereses se grava al 28 por 100 como toda renta ordinaria.	
España	Primas de vida deducibles hasta la reforma de la fiscalidad personal de 1999.		Las anualidades de vida se tratan como renta imponible aunque reducida por una cuota de acuerdo a la edad. Sumas globales (menos primas pagadas) imponibles como renta.
Reino Unido	Las pólizas de ahorro de vida no son deducibles de la renta imponible.	La renta y las ganancias de capital realizadas tributan dentro del fondo de vida.	Sin impuestos sobre pólizas en período de carencia (de ordinario, pólizas de prima regular diez años como mínimo).

sorbido a la UAP privatizada, y Allianz ha tomado el control de la recientemente privatizada AGF. Las compañías de propiedad estatal, que tendían en cierta medida a canalizar sus inversiones en activos públicos, estarán cada vez más orientadas a buscar mayores beneficios. Las dos únicas aseguradoras importantes de propiedad estatal que quedan son GAN y CNP. Después de tropezar con problemas en la venta de la filial bancaria CIC de GAN, el gobierno despidió a su presidente y se encuentra actualmente en proceso de fusión con Groupama; así pues, la medida en que pueda tener lugar una ulterior privatización seguirá siendo incierta. Sin embargo, es probable que el impulso hacia una mayor eficiencia seguirá adelante, lo que implicará, a su vez, una filosofía de la inversión orientada a obtener rendimientos efectivos.

ALEMANIA

Como indica el gráfico 13, el mercado alemán de seguros de vida se ha mostrado menos dinámico que el francés. Sólo fue desregulado a raíz de la recepción de la Tercera Directiva de la UE en 1994, que fue, por supuesto, acompañada por los cambios generalizados que se registraron en Alemania con motivo de la integración con Alemania Oriental. El crecimiento de las primas de seguros de vida a partir de 1990 se explica en parte por los esfuerzos realizados por las compañías de seguros para incorporarse al nuevo mercado en la región oriental.

Mediada la década de 1990, los márgenes brutos y los beneficios fueron cayendo constantemente. La decisión que el gobierno adoptó, en 1993, de aumentar el porcentaje libre de impuestos de los ingresos financieros devengados por las cuentas de ahorro ha socavado la ventaja fiscal de que gozaban las pólizas de se-

guros corrientes de vida. Este tipo de pólizas, por las que el consumidor paga primas regulares que la compañía de seguros invierte y las devuelve a la muerte o a la jubilación, es el negocio básico del sector. Y ha sido duramente afectado por las presiones competitivas, con lo que el número total de pólizas en vigencia ha descendido. En realidad, los pagos de beneficios de las pólizas a su vencimiento ya no pueden cubrirse mediante los ingresos por primas en esta línea. Estos acontecimientos están comenzando a dañar la rentabilidad de los recursos propios en todo el sector, que para el conjunto de las aseguradoras alemanas de vida ha descendido desde el 27,2 por 100 en 1986 al 21,7 por 100 en 1997. Las tasas actuales de crecimiento son bastante bajas: en 1996, el seguro de vida logró un crecimiento de su facturación de sólo un 4 por 100 anual. Para hacer una comparación a más largo plazo, las primas de seguro de vida crecieron en un 10,5 por 100 anual durante el período 1990-95, y en un 5,12 por 100 anual en 1995-1998.

A pesar de todo, el sector mantiene ciertas ventajas estratégicas. Las encuestas del Allensbach Institute, una de las principales empresas alemanas de investigación de mercados, muestran que el pueblo alemán todavía ve el seguro de vida como la manera más segura de ahorrar para la jubilación, y mucho más segura que los planes de pensión estatales o empresariales. En tests sobre preferencias del consumidor, solamente los bienes inmuebles se muestran sistemáticamente por delante (y sólo ligeramente) del seguro como piedra angular de los planes de ahorro a largo plazo para la jubilación.

ITALIA

El mercado italiano de seguros de vida es aún más

GRÁFICO 13
TAMAÑO DEL MERCADO DE SEGUROS DE VIDA
 (Millones de euros)

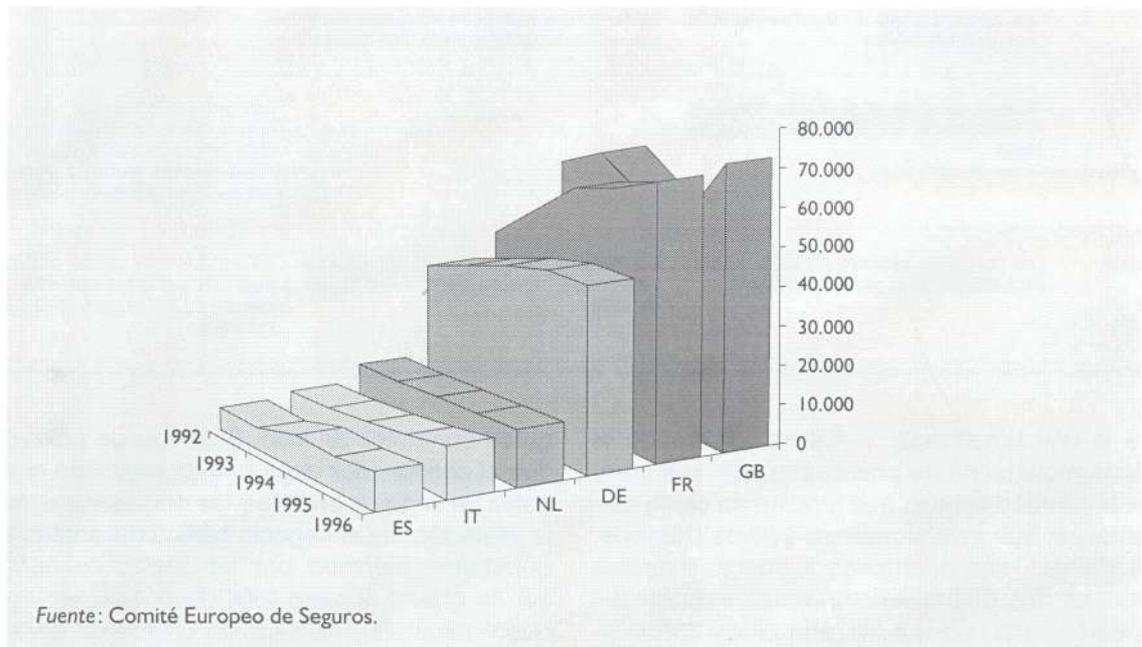
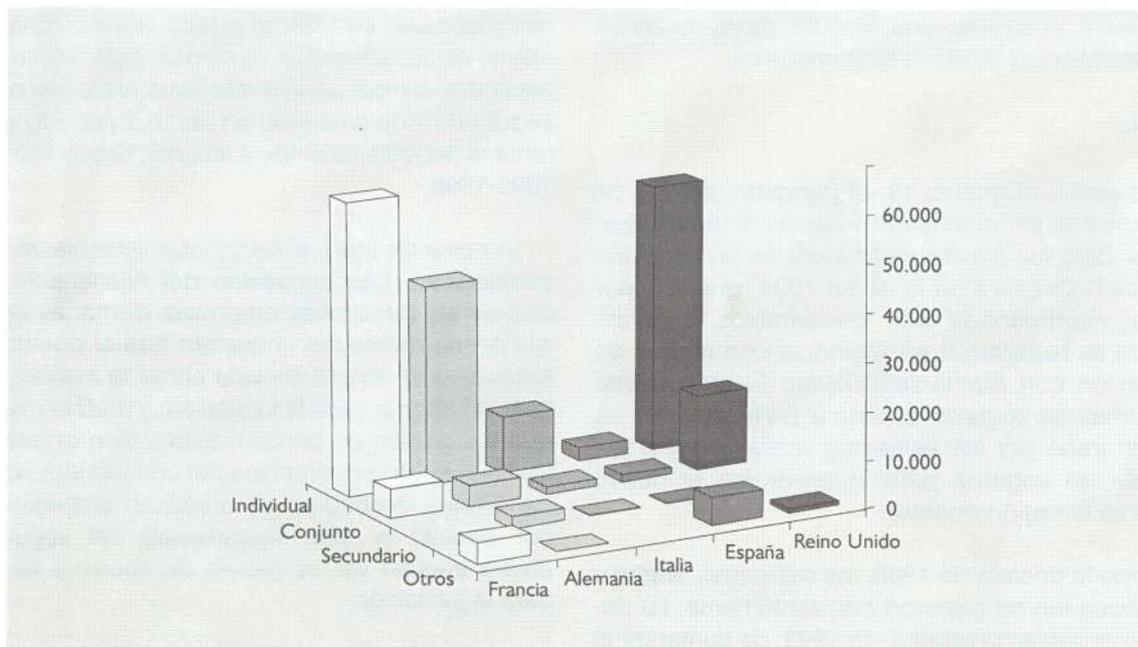


GRÁFICO 14
PRIMAS DE SEGUROS DE VIDA: MILES DE EUROS POR ACTIVO



CUADRO NÚM. 5
ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ITALIANAS
(Miles de millones de liras)

	1992	1996	TACC * (porcentaje)
Depósitos bancarios	687.400	764.286	3
Bonos del Estado	697.072	746.144	2
Acciones	487.148	611.128	6
Fondos de inversión	60.663	194.292	34
Seguros	88.755	166.410	17
Otros	474.021	769.906	13
Total	2.495.059	3.252.166	7

(*) Tasa de crecimiento anual

Fuente: "The Italian Insurers", Fox-Pitt Kelton, julio 1998.

reducido que el de Holanda o el de Suiza. Ello se debe principalmente al papel anterior de los beneficiarios de las pensiones del Estado, que históricamente han sido muy generosos en Italia (hasta el 80 por 100 del salario final), y han obrado como desincentivo para el ahorro a largo plazo. Además, los déficit presupuestarios persistentemente elevados (que en parte tienen su origen en el propio Estado del bienestar) han dado lugar a tipos de interés elevados, aumentando de este modo el atractivo de los instrumentos de renta fija. Los ahorradores italianos, por tanto, han invertido preferentemente en bonos y en productos de depósito ofrecidos por los bancos, en lugar de en otros productos de ahorro como los seguros.

La tasa italiana de ahorro ha sido relativamente alta, pero, debido a los factores antes mencionados, se ha canalizado tradicionalmente hacia el sector del ahorro a corto plazo. Los datos que aparecen en el cuadro núm. 5 señalan la pauta marcada durante estos últimos años; si bien los seguros han crecido a una tasa interanual compuesta del 17 por 100, el crecimiento de los fondos de inversión ha sido todavía mayor, llegando al 34 por 100 anual.

El marco legal del seguro de vida italiano ha cambiado considerablemente cuando se han incorporado a la legislación italiana las directivas de la UE. Ha mejorado la divulgación y se han fortalecido los requisitos de solvencia, habiéndose desregulado radicalmente otros importantes aspectos del mercado, en particular el diseño de precios y de producto, que estuvieron sujetos anteriormente a una estrecha supervisión. Por ejemplo, las compañías de vida sólo han podido establecer niveles de primas y de márgenes con independencia a partir de mayo de 1995.

La atracción histórica relativa de los bonos y de los productos de capital en Italia tiene su reflejo en una

ponderación del 70 por 100 de los bonos en las carteras de inversión del sector (datos de 1996). No deja de sorprender que el sector no de vida tenga actualmente una exposición más alta (23 por 100) a los títulos de capital que el sector de vida (11 por 100). La cartera de inversiones del sector de vida, en su conjunto, es sumamente conservadora, dado su perfil de obligaciones a largo plazo. Dado el descenso de los rendimientos de los bonos del Estado, parece probable que las carteras tengan que ser reorientadas hacia los títulos de capital si el sector de los seguros de vida ha de competir con éxito con otros productos de ahorro, como, por ejemplo, los fondos de inversión.

Los productos del seguro de vida italiano han sido históricamente más o menos los mismos debido a la responsabilidad que el regulador ha asumido en su diseño. Hay, sobre todo, pólizas de prima regular con dotación de beneficios, anualidades aplazadas con beneficio o seguros de vida temporales. Hasta ahora, los productos *unit linked* no han causado un impacto significativo.

ESPAÑA

Como muestra el gráfico 13, las dimensiones del sector español de seguros de vida son muy reducidas: la gran cantidad de "otras" pólizas se debe a la preponderancia de las pólizas de prima única. La distribución del seguro de vida en España ha estado dominada tradicionalmente por agentes regulados. Sin embargo, el negocio de los seguros bancarios ha realizado progresos considerables. Una encuesta realizada en 1993 por la organización española de investigación ICEA halló que los grupos económicos C2DE mostraban preferencia por el contacto directo con sus aseguradoras, mientras que los miembros de los grupos socioeconómicos medios preferían a los bancos, y que los grupos más altos se inclinaban por los servicios de agentes especializados. El sector ha

comenzado a crecer con rapidez durante los últimos años: el total de primas de seguros de vida, de 2.797.000 millones de pts. en 1999, representó un crecimiento del 37 por 100 respecto al año anterior.

PANORAMA GENERAL

Si bien el sector del seguro de vida está bien posicionado en la medida en que ha establecido canales de distribución al consumidor, sus mayores problemas estriban en el tipo de producto que ha de ofrecer. Históricamente, los tipos de producto ofrecidos fueron más apropiados para el inversor en renta fija, y muchas compañías de seguros han de hacer frente al difícil reto de reorientarse hacia productos de renta variable. La necesidad de construir un adecuado registro de gestión de inversiones en esta área representará un notable desafío para muchas empresas. Con el sector de los fondos de inversión creciendo ya con gran rapidez y con notable éxito en la mayoría de los países europeos, las perspectivas de que el mercado de seguros de vida se convierta en un canal principal para el ahorro del consumidor parecen relativamente limitadas, ante la situación actual de ausencia de nuevas concesiones tributarias.

EVOLUCIÓN PROBABLE EN LA FINANCIACIÓN DE EMPRESAS EN EUROPA

Un tema de la mayor importancia a largo plazo para el desarrollo de los mercados europeos de capitales es el de la probable relación entre el sistema bancario y los mercados de capitales como fuentes de suministro de financiación a largo plazo. Como es sabido, la situación actual es tal que en muchos países miembros de la UME el sistema bancario es, con mucho, el proveedor dominante de fondos. El gráfico 15 muestra, en términos de porcentaje del PIB, la importancia relativa de los sectores bancario, de fondos de inversión y de compañías de seguros/fondos de pensiones en los países miembros de la UME a fines de 1997. Exceptuando a Holanda, el dominio abrumador del sistema bancario se manifiesta con claridad meridiana.

Puede apreciarse también que, históricamente, en muchos de los países de la Unión Monetaria Europea el mercado de bonos se ha ido quedando bastante subdesarrollado, excepción hecha del mercado de bonos públicos (gráfico 16).

Esta situación se ha producido por dos razones: en primer lugar, hay que destacar la carencia compa-

rativa de un mercado de renta fija grande y flexible capaz de financiar no sólo a las empresas líderes, sino también a las empresas del segundo nivel. Es evidente que con la llegada del euro esta situación ha cambiado. Con todo, la segunda razón para el dominio manifiesto de la financiación bancaria se centra en el hecho de que muchos bancos han estado determinando un precio demasiado bajo para sus préstamos. Al considerar este punto, puede ser de utilidad hacer referencia al ejemplo de Estados Unidos.

Se ha sostenido repetidamente que una consecuencia de la UME será el cambio de orientación hacia el "modelo americano": un rápido crecimiento en los mercados de valores en euros y el consiguiente declive en el papel del sistema bancario. Es sin duda cierto que los mercados de valores de EE.UU. han desempeñado un papel de creciente importancia en la financiación de las compañías estadounidenses, como muestra el gráfico 17.

Un factor de importancia esencial en el establecimiento de esta tendencia ha sido la aplicación del coeficiente de recursos propios de Basilea, que requiere que los bancos mantengan un 8 por 100 de su capital frente a activos ponderados según su riesgo. Puede apreciarse en el diagrama que el aumento sostenido del papel de los mercados de valores empezó poco después de imponerse este requisito de capital (10). Consideremos un banco estadounidense que se sienta obligado a ganar un 15 por 100 sobre su capital para poder asegurarse de que sus accionistas se sienten satisfechos con su rendimiento. Si no logra hacerlo, podría convertirse en objetivo para una fusión o absorción. Considérese un préstamo de 10 millones de dólares, para el que ha de retenerse un capital de 800.000 dólares. Un rendimiento anual del 15 por 100 sobre este monto de capital es igual a 120.000 dólares, que equivale a su vez a un rendimiento del 1,2 por 100 sobre los 10 millones de dólares. Las condiciones en los mercados financieros estadounidenses son tales que los créditos de primera clase no están dispuestos a pagar diferenciales de 120 puntos básicos sobre el LIBOR.

Podemos apreciar las consecuencias de un desplazamiento a largo plazo de los activos bancarios de Estados Unidos hacia préstamos de rendimiento más alto (y riesgo más alto). En particular, como se muestra en el gráfico 18, se ha producido un desplazamiento hacia la concesión de préstamos para bienes inmuebles y, dentro de la categoría de préstamos comerciales e industriales, de préstamos de más baja calidad.

El primer tema que debe considerarse es si el área

GRÁFICO 15
**ACTIVOS COMO PORCENTAJE DEL PIB DEL SISTEMA BANCARIO, COMPAÑÍAS
 DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES E INSTITUCIONES
 DE INVERSIÓN COLECTIVA (OICVM) A FINES DE 1997**

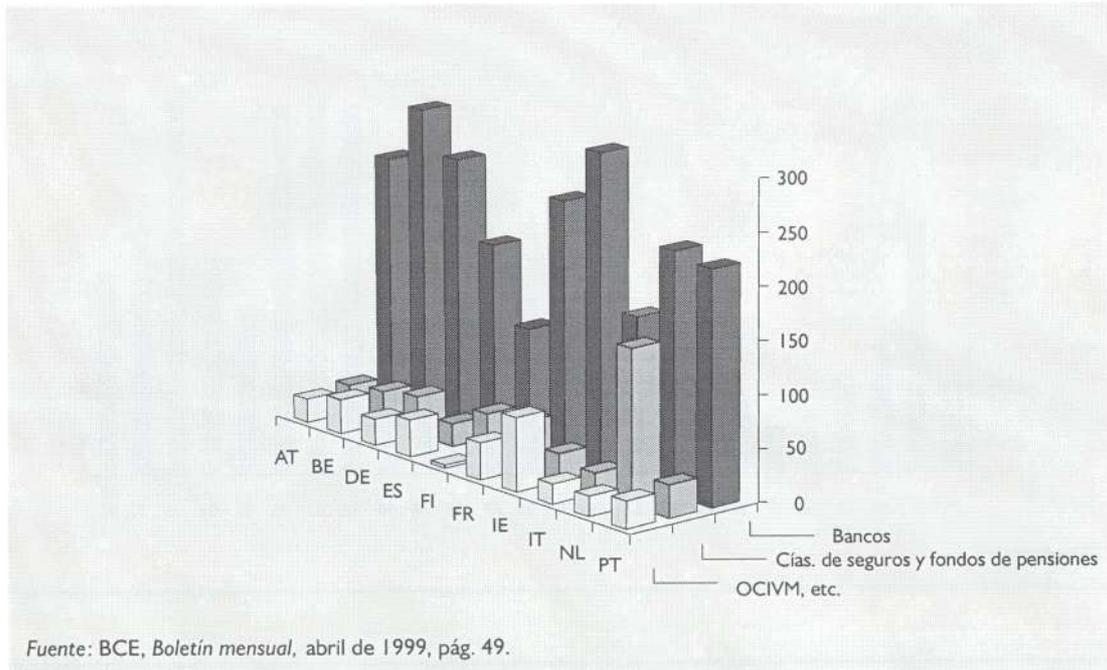


GRÁFICO 16
BONOS EN CIRCULACIÓN COMO PORCENTAJE DEL PIB A FINES DE 1997

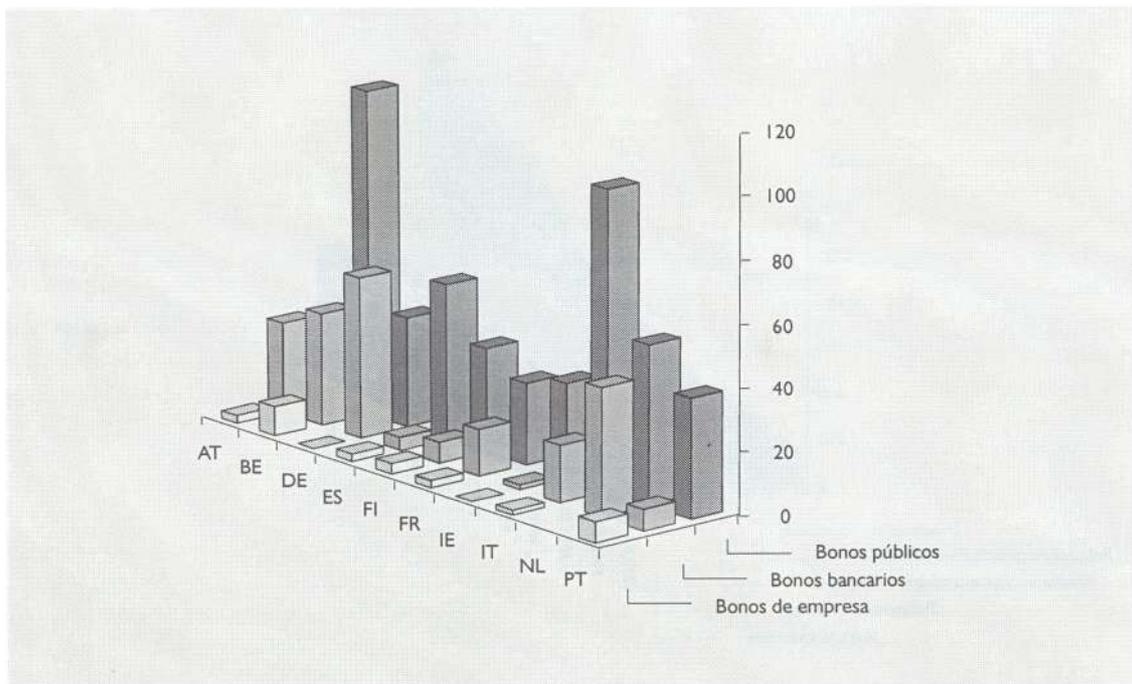
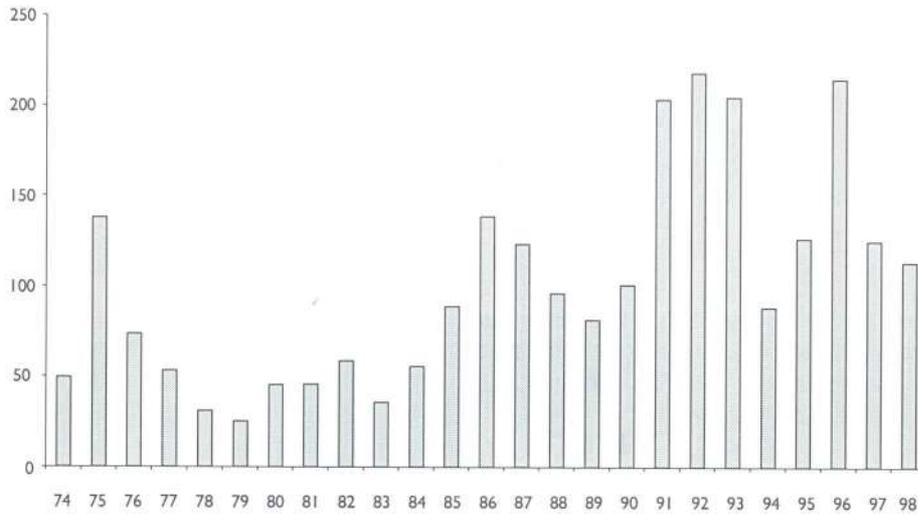
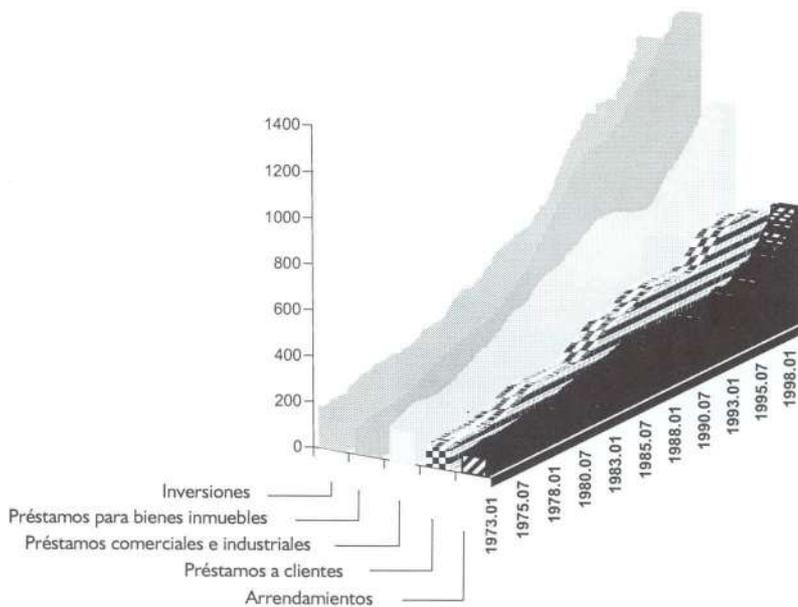


GRÁFICO 17
**ESTADOS UNIDOS: EMISIONES DE VALORES COMO PORCENTAJE
 DE NUEVOS CRÉDITOS BANCARIOS**



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 18
**DISTRIBUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS DE ESTADOS UNIDOS A LO LARGO DEL TIEMPO
 (Miles de millones de dólares)**



del euro seguirá el modelo de EE.UU. Los autores de este informe opinan que la respuesta a esta cuestión es "sí, pero muy lentamente, debido a la existencia en el área del euro de importantes segmentos del sistema bancario que no están sujetos a presiones de los accionistas".

Es muy poco probable que el modelo estadounidense pueda aplicarse plenamente en un plazo inferior a una década, dada la existencia de sectores importantes del sistema bancario para los que no es necesario obtener rendimientos competitivos sobre su capital. Hay, por ejemplo, un importante sistema bancario del sector público en Alemania, ejemplificado en instituciones como el Westdeutsche Landesbank, que realiza actividades de banca comercial y de inversión, al mismo tiempo que se beneficia de las garantías estatales. Están efectivamente libres del requisito de obtener niveles de rendimiento de su capital que satisfagan al mercado de valores.

En un horizonte de 10-20 años, podría esperarse que la estructura del sistema bancario evolucione más hacia el modelo estadounidense. Es muy probable que tanto los bancos de propiedad pública como las instituciones mutualistas tengan que hacer frente a difíciles retos.

En lo que respecta a los bancos de propiedad pública, hay por lo menos tres factores que es probable que obliguen a estas instituciones a evolucionar para convertirse en entidades de propiedad accionarial.

En primer lugar, en un proceso que está ya en curso, la Comisión Europea seguirá poniendo obstáculos a los subsidios a los bancos de propiedad pública que compiten con los de propiedad accionarial. Está claro que, si se eliminan los subsidios, esos bancos tendrán dos alternativas: o seguir obteniendo beneficios del submercado y confiar en la aquiescencia del organismo público del que son propiedad, o procurar obtener beneficios equiparables a los de sus iguales en el ámbito comercial.

En el primer caso, la consecuencia en el largo plazo será su debilidad financiera, a no ser que sus propietarios públicos estén dispuestos a seguir inyectando nuevo capital en condiciones favorables, lo que es de suponer que encontraría la oposición de la Comisión. La implicación de todo ello será su incapacidad para seguir invirtiendo en el negocio, y en particular en nueva tecnología de alto coste. Ello, a su vez, conduciría con el tiempo a la incapacidad para competir en igualdad de condiciones. En el segundo caso, se verán obligados a aceptar la disci-

plina del mercado en la determinación del precio del crédito.

Es probable, sin embargo, que durante los próximos años muchos bancos del sector público opten por la primera alternativa. Lo más previsible es, por tanto, que sigan fijando precios demasiado bajos para el crédito —en particular, para grandes empresas industriales en su área geográfica, así como para ayuntamientos u otros prestatarios del sector público a los que se quiera favorecer políticamente.

Un segundo factor que puede limitar la función de los bancos del sector público sería como consecuencia de los criterios de Maastricht respecto a la deuda pública. Las entidades del sector público se verán sometidas a una creciente presión financiera en algunos países y estarán menos dispuestas a subsidiar o a aceptar rendimientos inferiores a los del mercado de los bancos de su propiedad. De igual modo, la privatización de estos bancos podría convertirse en una manera atractiva de atenuar esa presión financiera.

Un tercer factor, que tal vez sea el menos evidente, es consecuencia intrínseca de la llegada del euro. Éste está creando un área financiera única, en el seno de la cual las instituciones de propiedad pública serán intrínsecamente menos capaces de competir en toda el área.

Ello se debe a que el único grupo que parece no haber captado las consecuencias del euro es el de los gobiernos nacionales involucrados. Dos egregios ejemplos de ello son la decisión del gobierno portugués de vetar la adquisición de un banco portugués por parte del Banco Santander Central Hispano, y las objeciones del gobierno francés (11) a cualquier participación extranjera en ofertas públicas de adquisición de Paribas/Société Générale/Banque Nationale de París. Mientras algunos gobiernos miembros de la UE sigan adoptando enfoques nacionalistas de este tipo, es casi inconcebible que un banco de propiedad pública pueda ser capaz de realizar una adquisición de importancia o de construir una gran red en otro estado miembro de la UE. El resultado de estas políticas nacionalistas será la creación de gigantescos "campeones nacionales". Sin embargo, es inevitable que en el largo plazo estos campeones procuren también fusiones transfronterizas; y si las logran, los bancos del sector público que se limiten a sus propios países serán de tamaño relativamente pequeño.

Si pasamos a considerar ahora el sector de las mutualidades, es evidente que tanto la creciente presencia de la tecnología en los servicios financieros

como los costes de las inversiones asociadas a ella ejercerán presión sobre las instituciones mutualistas. Es probable que crean necesario convertirse en entidades de propiedad privada para poder acceder al capital que les permita seguir siendo competitivas. Un ejemplo de este proceso lo hallamos ya actualmente en ciertas entidades del Reino Unido. Las *building societies* más importantes –instituciones financieras tradicionales de propiedad mutua para la construcción de viviendas– se han convertido casi todas en bancos de propiedad privada. Un proceso paralelo se ha iniciado en el sector de los seguros de vida; el anuncio de la compra de Scottish Widows por parte del Lloyds Bank es probable que ponga en marcha la desmutualización del sector de los seguros de vida.

Si se aceptan los argumentos arriba señalados, se puede proponer el punto de vista de que el sistema bancario en el área del euro se irá comportando de manera muy parecida al sistema estadounidense, si bien, debido a los factores a los que hemos hecho mención, es poco probable que ello se produzca en toda su extensión hasta tal vez dentro de diez años. La segunda cuestión que surge espontáneamente es cuáles son las implicaciones de todo esto para las pautas financieras en el área del euro, tanto para las grandes compañías como para la financiación de las empresas de pequeño y mediano tamaño.

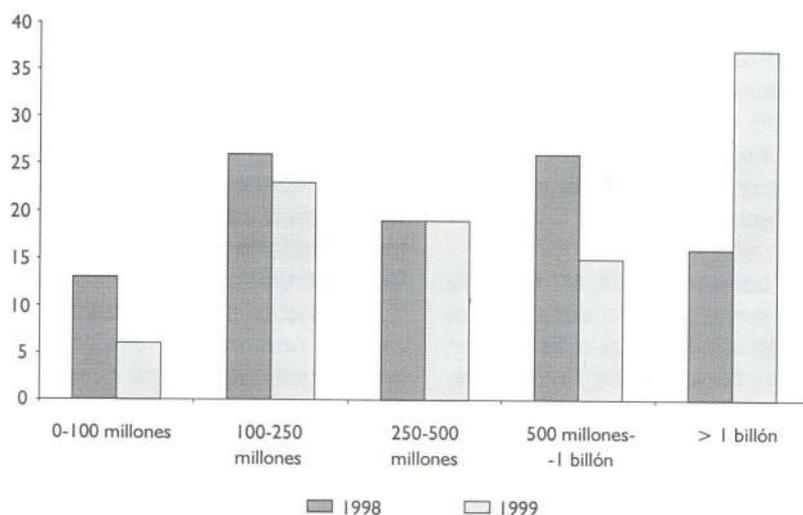
Empecemos dirigiendo la atención hacia el mer-

cado de bonos. Se tropieza con notables dificultades para obtener datos razonables, debido a que la llegada de una unidad monetaria con múltiples mercados nacionales ha suscitado problemas de definición estadística (12). Si se utilizan los datos del BIS, puede verse que la llegada del euro en el primer trimestre de 1999 ayudó a impulsar la cuota de las monedas del área del euro en el mercado internacional de bonos hasta el nivel del 36 por 100 del total, en comparación con el 48 por 100 del dólar de EE.UU. Debe señalarse, no obstante, que, tomando como base el BIS, ello no representó un nuevo récord: en el primer semestre de 1992 la cifra comparativa fue del 40 por 100.

Un apoyo importante para el papel del euro en los mercados internacionales ha sido la transformación de los mercados nacionales para el euro. La llegada de una gran concentración nacional de fondos invertibles ha abierto la posibilidad de emisiones que hubieran sido inimaginables anteriormente. Un ejemplo de ello lo constituyen los 9.000 millones de euros de efectos de tipo flotante emitidos por Tecnost International, la unidad de Olivetti que sirvió de vehículo para la adquisición de Telecom Italia, tras recibir un crédito sindicado de 22.500 millones de euros que la emisión de bonos ayudó a amortizar.

El gráfico 19 muestra el efecto de la llegada del euro en el cambio del volumen medio de las emisiones durante el primer trimestre de 1999.

GRÁFICO 19
EMISIÓN DE BONOS DENOMINADOS EN EUROS
POR TAMAÑO EN LA EUROZONA
(Porcentaje del total)



Fuente: Banco de Inglaterra, *Practical Issues Arising from the Euro*, junio de 1999, pág. 31.

No cabe la menor duda de que el mercado de bonos en euros se ha transformado desde sus inicios, cuando no constaba más que de una serie de pequeños mercados nacionales de bonos en las monedas de los países miembros de la UME. El bono Olivetti/Tecnost no es sino un ejemplo de la rápida escalada que se ha producido en el tamaño de las emisiones de bonos que ahora son posibles. Un segundo aspecto de la transformación ha sido la importancia creciente de los bonos con garantía hipotecaria, y en especial del "jumbo" Pfandbriefe. Otra característica destacada ha sido la ola de nuevas emisiones de ayuntamientos interesadas en ampliar sus fuentes de financiación.

Todos estos segmentos del mercado –bonos corporativos, con garantía hipotecaria y bonos municipales– son sin duda muy importantes en EE.UU., y está claro que el mercado de bonos en euros seguirá probablemente una senda similar de desarrollo. Sin embargo, un problema que inhibirá probablemente el crecimiento de los fondos con garantía de activos en general, incluyendo los emitidos con garantía hipotecaria, es que los marcos legales nacionales subyacentes siguen siendo diferentes. Por ejemplo, el Pfandbriefe es una creación de la legislación alemana; se han hecho intentos de imitarlo, en Francia por ejemplo, pero no existe un marco legal común para este tipo de bonos en el ámbito de la UE. Así pues, es poco probable que este segmento del mercado se desarrolle con rapidez a la misma escala que su contraparte estadounidense.

Lo que está sucediendo claramente es que el mercado de bonos en euros se está desarrollando rápidamente como fuente viable para grandes emisiones de compañías como la Olivetti/Tecnost, que reúnen las condiciones para el acceso a ese mercado. De igual manera, sin embargo, conforme el mercado de bonos en euros vaya creciendo y conforme aumente el tamaño mínimo aceptado para una emisión líquida –1.000 millones de euros es probablemente el mínimo en estos momentos–, el acceso se hará todavía más difícil para las pequeñas empresas.

Por otra parte, un notable factor de compensación consistirá en que los bancos comerciales irán encontrando cada vez menos atractivo el crédito a las grandes empresas, por las razones esbozadas arriba. Así pues, para los bancos comerciales, el próximo paso será probablemente sustituir el préstamo poco económico a una gran compañía por créditos rentables a pequeñas empresas.

El préstamo a la pequeña empresa es un tipo de

negocio cuya operación es intrínsecamente más costosa (los costes fijos de administración del préstamo se distribuyen entre montos más pequeños; se dispone de menos información sobre la empresa, por lo que se requiere más trabajo en la evaluación del crédito, etc.). La experiencia de EE.UU. y del Reino Unido sugiere que la clave para el éxito en este mercado radica en un proceso altamente automatizado para la evaluación del crédito. Se han desarrollado técnicas tales como la puntuación del crédito para préstamos a individuos privados; casi todos los bancos comerciales más importantes de EE.UU. y del Reino Unido están trabajando en elaborar sistemas para automatizar la evaluación de los créditos a las empresas más pequeñas. Ello supone, por ejemplo, la capacidad de analizar pautas de movimientos de cuentas bancarias y de poder alimentar así el sistema de evaluación de créditos.

A manera de ejemplo, el Banco Wells Fargo, de Estados Unidos, confió tradicionalmente en sus sucursales para el negocio de préstamos. Sin embargo, el proceso de aprobación resultaba lento y de abundante papeleo, y los precios de los préstamos variaban mucho. El banco decidió introducir técnicas que implicaban un análisis más centralizado de bases de datos, de puntuación de créditos y de fijación de objetivos de mercado. Utilizó el correo directo para ofrecer préstamos a posibles clientes en todo el país.

De acuerdo con el Instituto de Administración Bancaria (13), se diseñó de nuevo el proceso de aprobación, de manera que no requiriera más que media página de información, y los tiempos de aprobación disminuyeron hasta unos 15 minutos, desde las más de 24 horas que requerían anteriormente. Wells comenzó a utilizar también la determinación de precios basados en el riesgo, y aumentó las líneas de crédito a fin de anticipar las necesidades del cliente. El coste de la concesión de créditos disminuyó en un 90 por 100 y la cuota de Wells en préstamos bancarios inferiores a un millón de dólares en EE.UU. aumentó desde el 1,4 por 100 al 4,3 por 100 entre 1993 y 1996. Otros bancos han adoptado programas similares. Los modelos estadísticos les han llevado a la conclusión de que menos de 20 unidades de datos (en lugar de las 400 que los bancos suelen recopilar para puntuación de créditos) reflejaban con exactitud los riesgos crediticios de los préstamos a pequeñas empresas. Al centrarse en estas técnicas, redujeron notablemente el coste de concesión de nuevos créditos.

La capacidad de utilizar estos procedimientos de puntuación de créditos para préstamos a pequeñas empresas depende, en gran medida, de la disponibi-

lidad de datos. Es imposible aplicar un modelo de puntuación de créditos si no se cuenta con una base sustancial de datos que permita construir un modelo capaz de predecir adecuadamente cuáles son las compañías que tienen mayor probabilidad de fracasar. Es evidente que el traspaso de un modelo de Estados Unidos al mercado español, por ejemplo, equivaldría a dar una receta para el desastre. La estructura legal, el marco del mercado y la historia económica son, por supuesto, muy diferentes. Sin embargo, en España, como en otros países, se están realizando grandes esfuerzos en la elaboración de modelos para el análisis automatizado de las decisiones de concesión de préstamos a empresas. Parece muy probable que en toda el área de la UME, durante más o menos los próximos cinco años, veamos que los bancos se muestran activos en la preparación de modelos de puntuación de crédito a la construcción de pequeñas empresas o que utilizan otros procesos automatizados para préstamos a pequeños negocios.

Perspectivas para un mercado europeo para pequeñas y medianas empresas; análisis de EASDAQ y del Euro-NM

La mera disponibilidad de financiación bancaria no siempre es suficiente, claro está, para dar soporte al crecimiento de una empresa pequeña, y en especial de aquellas que esperan crecer rápidamente o que operan en un área de alta tecnología en la que el banco comercial ordinario no está adecuadamente cualificado para evaluar el riesgo. Para esta clase de empresas, dos tipos de financiación se consideran esenciales: el capital riesgo y –por lo menos en parte para ofrecer una salida al capital riesgo– el capital del mercado de valores.

Los orígenes del sector europeo de capital riesgo se remontan a unos 50 años atrás, aunque su crecimiento comenzó a tomar impulso durante la década de 1980. Según la Asociación Europea de Capital Riesgo, se logró un volumen total acumulativo de capital para inversiones de 82.000 millones de euros en 1985-1997; en 1997 se desembolsaron 9.700 millones de euros para más de 6.000 inversiones. Sin embargo, si bien no cabe duda de que las actividades con capital riesgo han aumentado rápidamente durante estos últimos años, su monto es todavía muy pequeño en relación con el de EE.UU. Más aún, dentro de Europa, el Reino Unido es con mucho el mercado dominante, por lo menos en lo que respecta a datos históricos (gráfico 20).

Una razón principal para ello es la falta de vías de

salida de capital riesgo. Las ventas comerciales, claro está, ofrecen una oportunidad, pero la experiencia de Estados Unidos es que la alternativa de introducción de la compañía en el NASDAQ es un incentivo importante.

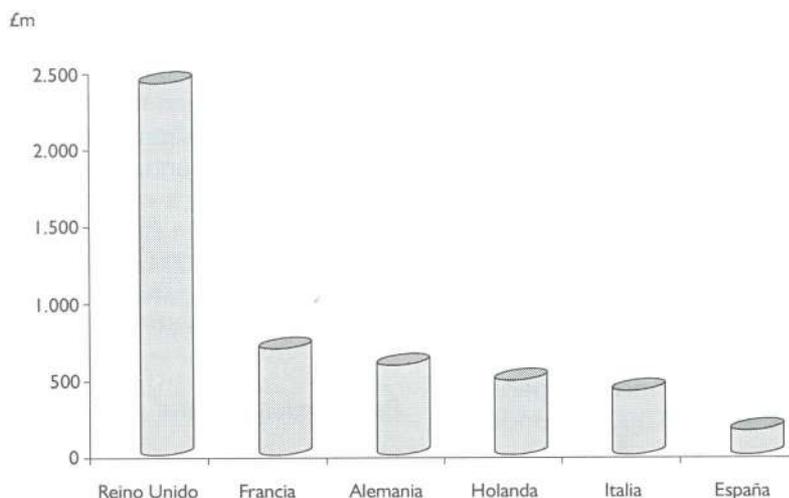
En este contexto, están disponibles varias alternativas europeas: la AIM en Londres para capital riesgo del Reino Unido, EASDAQ en Bruselas y el Euro.NM, que agrupa a varios mercados nacionales para empresas de rápido crecimiento y de alta tecnología. Las dos últimas alternativas son especialmente pertinentes para empresas del área del euro, de manera que nos centraremos en ellas. El primer paso en la creación del Euro.NM fue, de hecho, el Nouveau Marché de París, que se lanzó en febrero de 1996. El Euro.NM se estableció en principio en marzo de 1996, pero siguió siendo una "red" nacional con tan sólo un miembro, el Nouveau Marché, hasta febrero del año siguiente, cuando el NMAX de Amsterdam se incorporó al negocio. El Neuer Markt y el Euro.NM Bélgica siguieron rápidamente su camino en marzo y abril de 1997.

Dentro del Euro.NM, cuya capitalización de mercado se amplió considerablemente durante 1998 como reflejo del volumen de nuevas cotizaciones, el Neuer Markt representa el 81 por 100 del valor del mercado total. Deja pequeño al Nouveau Marché, que es el segundo contribuyente en orden de importancia, con un 13 por 100 del valor total, y al NMAX y al Euro.NM Bélgica, que registran un valor, respectivamente, del 5 por 100 y del 1 por 100.

Parte de los problemas del Euro.NM Bélgica es que compite frontalmente en su propio país con EASDAQ; la actividad de los bancos y de los agentes belgas de Bolsa está inevitablemente repartida entre los dos mercados, de manera que las empresas belgas que planean emisiones encuentran una alternativa en su propio país que les proporciona una exposición directa en toda Europa. En cuanto a NMAX, parece haberse frenado después de un inicio prometedor. El volumen de valores de NMAX durante los primeros cinco meses de 1999 fue de 402 millones de euros, en comparación con una cifra dos veces mayor durante el mismo período de 1998.

En el marco del éxito del Neuer Markt, debería observarse también que la Deutsche Börse ha puesto en marcha recientemente un nuevo segmento del mercado, SMAX, orientado a pequeñas compañías de capitalización. Su objetivo principal es aumentar la liquidez y la transparencia de pequeños valores en la Bolsa principal. La negociación de valores en esta Bolsa está fuertemente concentrada en las 30

GRÁFICO 20
CANTIDAD DE CAPITAL RIESGO INVERTIDA, POR PAÍSES, 1996



Fuente: Asociación Europea de Capital Riesgo.

compañías de acciones de primera clase (*blue chips*) incluidas en el índice DAX, que representan más del 80 por 100 de la negociación total, en tanto que las 350 pequeñas compañías alemanas de capitalización no llegan al 10 por 100 de la negociación total. SMAX proporcionará a estas compañías una plataforma especial, utilizando el sistema Xetra. SMAX está dirigido a compañías que ya cotizan en Bolsa, así como a nuevos candidatos a la cotización. Para poder introducirse, las compañías han de tener un mínimo del 20 por 100 de flotación libre, es decir, de valores que cotizan libremente en el mercado, además de cumplir otras normas de información. El lanzamiento de este segmento parece haber tenido éxito, con más de 100 empresas entrando a cotización a las pocas semanas de su lanzamiento. No está claro todavía hasta qué punto SMAX podrá demostrar ser un competidor para las cotizaciones en el Neuer Markt, pero lo que sí parece probable es que pueda animar a algunas empresas que cotizan en el Neuer Markt a transferirse al mercado principal, y no tanto que pueda suceder lo contrario.

La estructura legal de EURO.NM es que se creó como un Grupo Europeo de Interés Económico, al amparo de las leyes de la UE. Si bien la armonización de las reglamentaciones nacionales ha progresado de manera significativa con la Directiva sobre Servicios de Inversión y otras iniciativas de la UE, no existen todavía normativas y reglamentaciones comunes para los mercados secundarios, ni una ley común europea

en lo tocante a las empresas, ni una autoridad supervisora central, ni un código de conducta común para todos los participantes. De aquí que se haya tenido que diseñar el Euro.NM para construir un mercado europeo de valores descentralizado, basado en una red de mercados nacionales subyacentes. Los enlaces directos entre los componentes del Euro.NM de París y Bruselas entraron en vigor al finalizar el año 1998, en tanto que los enlaces entre Amsterdam y Bruselas, y entre Amsterdam y París, se establecieron en enero y en abril de 1999, respectivamente.

Recientemente, se ha anunciado que, para dar cabida a la Bolsa suiza, deberá modificarse el marco legal del Euro.NM. Como Suiza no forma parte del Área Económica Europea, no se le aplican las leyes europeas por las que se rigen los grupos de interés económico. Se establecerá ahora como una alianza al amparo de la legislación belga. Otro paso dado es la celebración de una asamblea general cada seis meses para convertir al Euro.NM en un todo más coherente, y la creación de un comité de administración que se reunirá mensualmente.

Los acontecimientos acaecidos recientemente en lo que respecta a las alianzas de bolsas de valores (que se comentarán con mayor detalle más adelante) han suscitado un problema estratégico para el Euro.NM: los mercados matrices francés, belga y holandés se han unido en el EuroNext, en tanto que la Bolsa de Francfort está negociando una fusión con la Bolsa de Lon-

dres. Así pues, el futuro de la alianza de esas bolsas más pequeñas en estos momentos ha de ponerse ahora un poco en duda.

Cerca de 250 compañías cotizan en el Euro.NM, con una capitalización combinada de mercado de 60.000 millones de euros. Esto se compara con las 44 compañías negociadas en el EASDAQ, el principal competidor del Euro.NM. El EASDAQ argüiría que opera a un nivel diferente: sus compañías son mayores y son, por lo general, de tecnología más alta. (Sin embargo, con el rápido desarrollo del Neuer Markt, estas alegaciones son difíciles de sostener. A mediados de diciembre de 1998, la capitalización media de mercado de las compañías que cotizaban en EASDAQ se fijó en 327.000 millones de euros en comparación con la capitalización media de mercado por compañía en el Neuer Markt de más de 350.000 millones de euros).

EASDAQ es un mercado basado en pantallas que utiliza un sistema múltiple de creación de mercado, similar al que utiliza el NASDAQ en EE.UU. Las cotizaciones se gestionan en pantalla, se cotejan las transacciones y se confirman a través de la red ISMA TRAX. El EASDAQ cuenta con la autorización de la Comisión Belga de Banca y Finanzas. Por tanto, en virtud de la Directiva sobre Servicios de Inversión, la autorización de Bélgica permite al EASDAQ operar su sistema de negociación en todos los demás estados miembros. Su libro de normas ha seguido de cerca el modelo normativo del NASDAQ, permitiendo a las compañías cumplir con los requisitos de información de la Comisión de Valores y Cambios (SEC) en Estados Unidos.

Las compañías que cotizan en NASDAQ tienen a su disposición un servicio de negociación dual. Ello implica que las acciones de las compañías pueden negociarse en toda Europa y en EE.UU. La negociación dual ofrece dos ventajas principales: se ampliará el horario de negociación de acciones de una compañía de cotización dual y la compañía tendrá acceso a un ámbito más amplio de inversores y un perfil de éste.

EASDAQ anunció hace poco que ofrecerá facilidades de negociación dual para compañías similares que cotizan en otras bolsas (es decir, en el Euro.NM). Esta iniciativa, que entró en vigor desde el primer trimestre de 2000, parece responder a la necesidad de conseguir un mayor volumen de negociación. Es de importancia vital para EASDAQ crear mayores volúmenes de negociación, a medida que los márgenes entre precios de oferta y de compra se van haciendo

mayores que en otros mercados, lo que hace que EASDAQ resulte más caro.

A fines de julio de 1999, EASDAQ anunció nuevas medidas para reforzar su posición, al conseguir 22.500 millones de euros mediante la colocación de un paquete privado de títulos con el fin de incluir nuevos accionistas tales como Knight/Trimark, el mayor creador de mercado en NASDAQ, Tradepoint, Morgan Stanley y Goldman Sachs entre otros. El papel de Knight/Trimark se considera crucial, puesto que tomará una fuerte participación (19 por 100), y porque representa casi un 25 por 100 del volumen de negociación del NASDAQ, especializándose en ejecutar pedidos de corredores por internet.

Panorámica general

La comparación entre EASDAQ y Euro-NM es instructiva. El primero ofrece una plataforma integrada para la negociación paneuropea de un conjunto relativamente homogéneo de títulos. El segundo es una amplia agrupación de mercados nacionales que operan bajo reglas armonizadas. La fortaleza de esta última en comparación con EASDAQ parece radicar principalmente en sus conexiones con el mercado local, y en particular con corredores de Bolsa e inversores locales en acciones emitidas en un país. Consigue de este modo un fondo básico de liquidez y de actividad que, a su vez, da apoyo al interés y a la actividad desde otros países. Dado que se trata de compañías más pequeñas, no es sorprendente que las raíces locales revistan tanta importancia. Este punto se ejemplifica por la relativa debilidad del Euro.NM en Bélgica, en la que EASDAQ compite directamente "sobre el terreno".

Con una perspectiva a largo plazo, podría parecer que el Euro.NM, impulsado por el ingreso de nuevas bolsas, se convertirá en el principal mercado paneuropeo para las compañías más pequeñas. Sin embargo, todo dependerá del resultado de diversas fusiones entre las bolsas matrices y de si estas fusiones ejercen o no una influencia negativa en las relaciones de trabajo entre los miembros del Euro.NM. EASDAQ deberá hacer frente al reto estratégico de procurar luchar directamente con esas bolsas en su propio terreno, o de posicionarse de nuevo. Una posibilidad factible e interesante sería que EASDAQ se vinculara de algún modo con Tradepoint a fin de crear algo equivalente al NASDAQ para el mercado europeo, desafiando abiertamente a las alianzas de bolsas de valores. Con todo, esta posibilidad pudo verse reducida tras el anuncio efectuado por las bolsas de Londres y Franc-

fort en el sentido de que habían invitado al NASDAQ a unirse a su fusión.

COOPERACIÓN Y CONCENTRACIÓN EN LOS MERCADOS EUROPEOS DE CAPITALES

Implicaciones de la fusión propuesta entre Londres y Francfort, y su impacto en otras bolsas de valores

Como es sabido, durante el verano de 1998 las bolsas de valores de Francfort y Londres anunciaron planes para una alianza siguiendo –y hasta tal vez socavando– una alianza anterior entre Francfort y París. El plan Londres/Francfort se convirtió posteriormente, después de entablar conversaciones con otras bolsas de valores europeas, en una propuesta para una alianza paneuropea de bolsas de valores. Sin embargo, la consecución de algún avance concreto en estas propuestas demostró ser sumamente difícil.

Al hacerse gradualmente patente que la alianza propuesta entre ocho bolsas de valores europeas no avanzaba satisfactoriamente, emergieron dos agrupaciones por separado. Las bolsas de valores británica y alemana anunciaron la constitución propuesta de iX. Se trata de la fusión de las dos bolsas en virtud de la cual el mercado de *blue chips* negociaría en Londres de acuerdo con las normas reglamentarias de Londres, mientras que el mercado de alta tecnología, con la fusión del AIM de Londres y el Neuer Market alemán, negociaría en Francfort bajo normas reglamentarias alemanas. Las bolsas francesa, belga y holandesa han acordado fusionarse para constituir EuroNext.

Han sido necesarios dos años para estos modestos pasos adelante. Parece probable que ello obedezca a dos causas: en primer lugar, y en algunos casos, a la complejidad intrínseca de los problemas a resolver y, en segundo lugar, a la larga historia de dificultades en la cooperación entre las bolsas europeas.

Como ejemplo de las complicaciones a superar, puede ser instructivo considerar un campo en el que se han realizado mayores avances que en la alianza Londres/Francfort. Al inicio de 1998, las bolsas de valores de Copenhague y Estocolmo firmaron un convenio de cooperación con la finalidad de crear un mercado común nórdico de valores bajo el nombre de NOREX, Bolsas de Valores Nórdicas. En NOREX, los títulos daneses y suecos se negocian mediante un sistema conjunto.

No obstante la armonización, se mantendrán ciertas diferencias surgidas de la diversidad en las leyes nacionales y en las prácticas de mercado. Por ejemplo, una decisión de suspender la negociación de un valor específico en la Bolsa de Valores de Estocolmo impide a los miembros de esa Bolsa negociar este valor en o fuera de la Bolsa. A los miembros de la Bolsa de Valores de Copenhague, por otra parte, solamente se les impide negociarlo en la Bolsa.

Otro ejemplo es que las leyes suecas no tardarán en permitir que una Bolsa de valores admita miembros de negociación directa. Se trata de entidades (que no sean bancos o sociedades de valores) que negocian por cuenta propia, entre las que podrían incluirse compañías industriales o inversores institucionales. En la actualidad no parece ser ésta una opción para la Bolsa de Valores de Copenhague, de acuerdo con las leyes danesas. En realidad, dicha opción podría suscitar preguntas interesantes para otras bolsas europeas si la Bolsa sueca hubiera de involucrarse en una Bolsa paneuropea. Muchos podrían mostrarse reacios a ofrecer derechos de asociación cruzada a estos negociadores directos, puesto que los principales inversores institucionales podrían caer en la tentación de desintermediar a bancos y a sociedades de valores (14).

Los sucesos que se produjeron en el entorno de BTL, una compañía sueca que cotiza tanto en la Bolsa de Valores de Estocolmo como en la de Copenhague, pusieron de manifiesto otra diferencia entre los dos mercados. La ley danesa establece la norma de oferta obligatoria para sus compañías que cotizan en Bolsa al obtener la mayoría de derechos de voto. La ley sueca no lo estipula. La compañía alemana Stinnes AG anunció en noviembre de 1997 que había adquirido el 51 por 100 de las acciones con derecho a voto. Esta transacción no dio lugar a ninguna acción reglamentaria en términos de requisitos para la oferta en Suecia, donde BTL cotiza principalmente. Sin embargo, la Bolsa de Valores de Copenhague determinó que Stinnes AG tenía la obligación de realizar una oferta obligatoria, y pidió a Stinnes que en un plazo de dos días anunciara las condiciones para una oferta de todas sus acciones. Stinnes describió más tarde la transacción como implicando a sólo un 49,9 por 100 de los derechos de voto, y evitó de este modo los requisitos legales daneses.

Como se verá, el camino para reunir a dos bolsas de valores está plagado de complicaciones; es, pues, lógico que los problemas se multipliquen al considerar una base paneuropea. Al mismo tiempo, sin embargo, las dificultades son superables siempre que

exista la determinación de superarlas. Puede ponerse en duda la profundidad de la determinación que sirvió de base para la fusión Londres/Francfort, y puede preguntarse si existe en realidad determinación suficiente entre los otros miembros potenciales de una alianza paneuropea, por la historia de tiempos pasados, en los que los intereses adquiridos nacionales han impedido realizar avances.

Puede ser útil detenerse brevemente en estos antecedentes. Podría argumentarse que, de alguna manera, a lo largo de la última década, Europa ha tenido de hecho un sistema paneuropeo a través del SEAQ-1 de Londres. Desde su *Big Bang* de 1986, SEAQ-1 ha funcionado como un mercado central de títulos europeos, mientras que las bolsas de valores continentales estaban inmersas en la lucha por modernizarse. La tendencia se revirtió a partir de 1991, después de que las bolsas continentales de valores comenzaran a poner en marcha modernos sistemas de negociación, con los que ésta se hizo más eficiente en Europa.

Se han realizado diversos intentos de crear un competidor paneuropeo del SEAQ-1. En enero de 1990 se elaboró un estudio de viabilidad basado en una propuesta para constituir lo que se llamó una "super liga" de cotizaciones. Por aquel tiempo, la Federación Europea de Bolsas de Valores (FESE, por sus siglas en inglés) ya tenía en estudio otro proyecto llamado Proyecto de Información de Precios para Europa (PIPE). Este proyecto habría de servir de sistema informativo paneuropeo. Mediada la década de 1990, el FESE decidió llevar adelante el PIPE, que se conoció más tarde como Euroquote. Resultó relativamente fácil llegar a un acuerdo preliminar sobre PIPE, pero el proyecto de "super liga" de cotizaciones —denominado entonces Eurolist— se convirtió en una fuente de problemas.

Al principio, la Bolsa de valores de Francia creyó que el concepto de cotización única europea incluía al propio sistema de mercado de valores, en tanto que para los británicos no pasaba de ser un listado de títulos. Los británicos creyeron que el sistema SEAQ-1 de la Bolsa de Valores de Londres debía constituir la base para un sistema europeo de bolsas de valores. El sistema SEAQ de Londres era particularmente adecuado en aquellos momentos para satisfacer las necesidades de los inversores institucionales. Con la adhesión de la Bolsa de Valores de Madrid, se constituyó en soporte de un mercado paneuropeo al por mayor. Franceses y alemanes, por otra parte, pusieron énfasis en la necesidad de un mercado al por menor. Su intención era estimular a los inversores al por menor a invertir en títulos extranjeros a través de los corredores locales.

En noviembre de 1990, las doce bolsas de valores de la FESE reevaluaron sus planes de integración. Tras algún debate, definieron dos planes independientes:

- Eurolist: un programa para hallar maneras de reducir la diversidad de las normas contables y de cotización que hacían muy costosa la entrada de valores en las cotizaciones oficiales de las bolsas de valores extranjeras.
- Euroquote: un sistema para difundir los precios e información de compañías sobre sociedades cotizadas en la Eurolist.

Formalmente, Euroquote se puso en marcha en forma de convenio de empresa en participación (*joint venture*) con la creación de Euroquote S.A., una sociedad por acciones con sede en Bruselas, destinada a facilitar la negociación de valores dentro del área de la CE. Las bolsas de valores de Londres, París, Francfort y Madrid eran los principales accionistas, con tenencias de cerca del 15 por 100 cada una.

Durante la primavera de 1991, los alemanes manifestaron que no había necesidad de mantener a Euroquote como sistema para proporcionar solamente información. Algunos vendedores privados estaban ya prestando este servicio. Lo que en realidad querían los alemanes era que Euroquote se convirtiera en un sistema efectivo de negociación europea. Los británicos, que no estaban dispuestos a financiar un competidor directo de SEAQ, se opusieron con vehemencia a esta idea.

El primer paso para el abandono de Euroquote se produjo en mayo de 1991 en una reunión de la FESE. Las bolsas de valores británica, irlandesa y alemana se opusieron a un aumento del capital de Euroquote (hasta la considerable cifra de 18 millones de dólares). Enfrentados por rivalidades y desconfianzas mutuas, los miembros de la FESE, como accionistas de Euroquote, decidieron por unanimidad la disolución de la compañía en julio de 1991.

Se aprobó, por el contrario, la relativamente inocua Eurolist, que fue puesta en vigor en las reuniones de la FESE de mayo y julio de 1991, cuando ya se había tomado la decisión de eliminar a Euroquote. Tal como quedó definido el proyecto de Eurolist, su objetivo principal era el de lograr la armonización de las regulaciones.

Los miembros de la FESE abordaron a los reguladores de cada país y a la Comisión Europea buscando su ayuda para la armonización. En mayo de

1994, se aprobó una enmienda de la Directiva sobre Detalles para la Cotización Oficial en Bolsa, que permitía a los estados miembros no exigir a los emisores la presentación de pormenores para la cotización oficial en Bolsa si sus valores se negociaban en otro estado miembro durante determinados plazos de tiempo y se habían presentado ya los pormenores a este último Estado. Al aprobar la enmienda, la Comisión apuntó explícitamente a impulsar el proyecto de Eurolist.

Eurolist comenzó a operar en octubre de 1995, con 59 compañías registradas de nueve países. Permite a las compañías obtener cotización en países europeos fuera de su propia Bolsa de valores utilizando un único juego de documentos. Una vez conseguida su cotización oficial en el sistema, las compañías pueden registrar sus informes periódicos en su país de origen, que los transmitirá después a los demás mercados.

Eurolist ha tenido un éxito relativamente modesto, al simplificar la carga que recaía sobre las compañías usuarias, pero no puede decirse que haya transformado a Europa en un sistema único de cotización oficial. Por otra parte, el fracaso de Euroquote y de otros intentos semejantes de cooperación entre bolsas de derivados (MATIF y DTB, por ejemplo) sugieren que tan pronto como la cooperación intenta avanzar más allá de simplificaciones administrativas de tono menor, como Eurolist, los intereses nacionales adquiridos se convierten en formidables obstáculos para el cambio. Por todo ello, existen buenas razones para proceder con cautela en temas como el de si puede lograrse que funcione alguna estructura paneuropea. Volveremos a tocar este tema al comentar sobre estructuras de bolsas y también en nuestras conclusiones.

El impacto de la tecnología

Un factor que sirve de contrapeso es que, si no puede lograrse poner en marcha una Bolsa paneuropea, el rápido avance de la tecnología, y en especial el de internet, puede hacer que el proyecto entero resulte intrascendente al hacer que las bolsas existentes sean irrelevantes.

Se han producido rápidos desarrollos en la negociación de valores en EE.UU. basados en la introducción de redes de comunicación electrónica (ECN, por sus siglas en inglés), que suelen basarse en internet, y de sistemas alternativos de negociación (ATS, por sus siglas en inglés) estrechamente relacionados con dichas redes. Según la Comisión de Valores y Cambios (SEC), el volumen de estos sistemas alternativos de negociación representa actualmente cerca del 20

por 100 de las operaciones de valores de NASDAQ y del 4 por 100 de las transacciones de valores cotizados en Bolsa.

Los ATS proporcionan a los creadores de mercado (corredores y sociedades de contrapartida) y a las instituciones un medio anónimo para cursar pedidos de un valor en el mercado. Cuando un creador de mercado utiliza un ATS para manejar una orden de compra o de venta, ésta se hace pasar primero por el ATS para comprobar los emparejamientos, y si no se encuentra ninguno, se anota electrónicamente en NASDAQ como una cotización de ATS. La orden enviada puede ejecutarse entonces en NASDAQ o emparejarse con una nueva orden a través del ATS.

Entre los ATS más importantes se incluyen Instinet, Island, Terranova Trading's Archipelago y un ATS operado por el conocido especialista de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) Spear, Leads & Kellogg. Como indica este último nombre, las empresas establecidas en la NYSE están sumamente interesadas en los ATS. Su rápido crecimiento y sus bajos costes de operación los convierten en alternativas competitivas respecto al modelo tradicional de mercado. Más recientemente, en enero de 1999, Goldman Sachs convino en adquirir un 25 por 100 de Archipelago, y en junio de 1999 JP Morgan compró otro 25 por 100, uniéndose a Goldman y E*Trade como principales accionistas. Siguió el anuncio en julio de que Instinet había adquirido una participación del 16 por 100. Archipelago ofrece a sus clientes la capacidad de anotar directamente órdenes de compra o venta a precio limitado (*limit orders*) (15) en el sistema NASDAQ, o de forma anónima en el que se dice ser el primer libro nacional de pedidos de NASDAQ basado en un "algoritmo de preferencia", conocido como el Libro Inteligente (*Smart Book*). Cabe señalar, a manera de curiosidad, que al mismo tiempo que se anunciaba la compra de una participación por parte de Instinet, Archipelago anunciaba que estaba solicitando a la SEC convertirse en Bolsa por derecho propio. Esta medida ha dado lugar, a su vez, a respuestas de la Bolsa de Valores de Nueva York y del NASDAQ, que se comentarán más adelante.

Dos factores principales han propiciado el crecimiento de los ATS. En primer lugar, en 1997 los ATS se incorporaron a la estructura de mercado del NASDAQ, al implementar éste la Normativa de la SEC para Manejo de Órdenes. Mediante esta normativa, se cambiaron las reglas para el manejo de las *limit orders* del NASDAQ para limitar los márgenes. De esta manera los inversores individuales quedaron en igualdad de condiciones con las grandes instituciones. En segundo

lugar, fueron cada vez más los inversores individuales que empezaron a negociar a través de los agentes de Bolsa *online* –que utilizan los ATS– tanto para ahorrar dinero como para hacerse con el control del proceso de inversión.

En los mercados de títulos del Reino Unido, otro ATS importante es el sistema Tradepoint, que se ofrece como competidor del sistema de negociación de la Bolsa de Valores de Londres, y en particular ofrece un convenio de compensación de contraparte a través de la Cámara de Compensación de Londres. Este sistema maneja tan sólo un 1 por 100 del volumen de negociación de títulos de Londres, y ha estado perdiendo dinero desde su fundación en 1995. En 1999 se llevó a cabo su reestructuración, por la que un poderoso consorcio de instituciones (16) ha adquirido una participación del 55 por 100 en la compañía y se ha comprometido a orientar a través de Tradepoint la parte que sea necesaria de su negocio comercial para asegurar su rentabilidad. Otras seis empresas internacionales de corretaje se unieron al consorcio durante el año, elevando a once el número de empresas que lo integran.

En vigencia desde julio de 2000, Tradepoint logró la puesta en marcha de la primera Bolsa paneuropea de acciones de primera clase (*blue chips*), ofreciendo negociarlas en los componentes de todos los principales índices paneuropeos. Se ofrece de este modo un único reglamento para negociar, compensar y colocar *blue chips* en toda Europa. En julio se dio un espectacular paso con el anuncio de un convenio con la Bolsa de Valores de Suiza para llevar el servicio paneuropeo de títulos a la etapa siguiente, mediante la creación de una nueva entidad que tomaría el nombre de Virt-x. Ésta utilizará la plataforma comercial EBS de SWX y, lo que es más importante, SWX transferirá la negociación en todos los índices de valores del SMI a Virt-x, dotando al nuevo mercado de la masa crítica inmediata en el mercado europeo de las acciones de primera clase. Las acciones suizas y del Reino Unido que no son componentes de los índices europeos de *blue chips* seguirán siendo negociadas en las plataformas actuales de SWX y de Tradepoint.

Las negociaciones se efectuarán en el marco de un único ámbito de reglamentación; Virt-x se convertirá en una Bolsa de Inversiones Reconocida bajo la supervisión de la Financial Services Authority. La Cámara de Compensación de Londres (LCH, por sus siglas en inglés), Euroclear, SEGAINTERSETTLE (SIS) y CREST aportarán una contraparte central y una infraestructura de compensación y liquidación sobre una base integrada. Una vez completados los arreglos ne-

cesarios, se espera que SWX tenga, directa o indirectamente, un 38 por 100 de Virt-x y que el Consorcio posea igual porcentaje. Virt-x establecerá su sede en Londres y contará con un Consejo de Administración integrado por representantes de SWX, del Consorcio y de la dirección ejecutiva, juntamente con un cierto número de consejeros independientes.

Todo ello servirá de apoyo a la negociación de todos los componentes de los principales índices europeos al finalizar el primer trimestre de 2001. Tradepoint ha elaborado un programa para incentivar a los que suministran liquidez a sus mercados. En virtud de este plan, todos aquellos miembros que aporten determinados niveles de liquidez (en valores del Reino Unido y paneuropeos) serán recompensados con el derecho a participar en el capital propio de la compañía.

Sin embargo, se hizo patente que las razones aducidas para la inversión inicial del Consorcio en Tradepoint no eran de índole primariamente financiera. La intención fue más bien utilizar Tradepoint como una palanca para acelerar el ritmo del cambio en la Bolsa de Valores de Londres y en otras bolsas europeas, así como en EE.UU. (donde Tradepoint se convirtió hace poco en la primera Bolsa europea autorizada por la SEC para iniciar operaciones). Es evidente que, dependiendo del rumbo que tomen los acontecimientos, existe la posibilidad de que Tradepoint, con el respaldo del consorcio, pueda evolucionar hasta convertirse en el embrión de un mercado único paneuropeo con enlaces con EE.UU. Al ofrecer un convenio de compensación central homóloga, Tradepoint podría presentar un modelo atractivo para dicha entidad paneuropea.

Otro aspecto del impacto de la tecnología es el uso creciente de la asociación a distancia de las bolsas, permitida por vez primera en virtud de la Directiva sobre Servicios de Inversión de 1993.

El principal impulsor de la asociación a distancia parece ser la Deutsche Börse, a través de su sistema IBIS. Los participantes de IBIS en Londres están conectados con la Deutsche Börse mediante un punto de acceso en Londres, como lo están los participantes en Zurich, París y Amsterdam a través de los puntos locales de acceso. A partir de 1996, el número de miembros a distancia ha aumentado de 13 a 48, principalmente desde Londres, París y Amsterdam. Otra Bolsa en la que la asociación a distancia ha causado fuerte impacto es la de Estocolmo. Al inicio de 1998, la Bolsa de Valores de Estocolmo contaba con 48 miembros, incluyendo 22 instituciones suecas de valores y 26

instituciones propiedad de extranjeros, de las que 15 eran miembros a distancia negociando con el extranjero, incluyendo a Merrill Lynch y Morgan Stanley, que negocian desde sus oficinas de Londres. La Bolsa de Valores de Estocolmo cuenta ahora con miembros en seis países.

Así pues, una alternativa a la alianza paneuropea podría basarse en el hecho de que aquellas empresas que desearan comerciar internacionalmente se convirtieran en miembros a distancia de las bolsas que les fueren necesarias. Está claro, sin embargo, que ésta sería una solución global mucho menos satisfactoria, puesto que no tendría en cuenta la armonización de las prácticas entre las bolsas. Regresaremos de nuevo a la elección entre estas varias alternativas en nuestros comentarios siguientes.

Estructura de las bolsas

Los rápidos cambios inducidos por la tecnología en EE.UU. han ejercido presión sobre la estructura de las bolsas. En julio de 1999, Archipelago anunció que pretendía convertirse en Bolsa. A este anuncio siguió de inmediato una declaración de que la Bolsa de Valores de Nueva York estaba considerando transformarse ella misma en empresa pública e introducir sus propios valores en la cotización oficial. En respuesta a estos anuncios, el NASDAQ anunció planes de flotación de sus propias acciones, posiblemente en conjunción con colocaciones privadas de emisiones de títulos de empresas que cotizan en el NASDAQ, incluyendo algún tipo de alianza con uno o más ATS. La estructura del mercado de EE.UU. se encuentra, por tanto, en un estado caótico, si bien la rapidez del cambio pudiera muy bien verse frenada por la SEC. Ésta ha indicado que demandaría una revisión de la estructura autorreguladora de las bolsas si éstas se convirtieran en compañías.

Durante aquel mismo mes llegó el anuncio de que también la Bolsa de Valores de Londres estaba planeando desmutualizarse y convertirse en una compañía propiedad de sus accionistas. Este cambio se produjo al inicio del verano de 2000.

El rápido cambio hacia la desmutualización de las bolsas no se ha producido de forma inesperada. Suecia estableció la tendencia original a este respecto, cuando la transformación de la Bolsa de Valores de Estocolmo de institución semipública en sociedad por acciones, en 1993, sirvió de punto de partida a un período de cambios extraordinarios. La Bolsa de Valores fue al mismo tiempo privatizada y sus miembros y emisores se convirtieron en sus pro-

pietarios. Se han producido conversiones similares en otros países nórdicos. En 1996, la Bolsa de Valores de Copenhague dejó de ser una institución semipública para convertirse en sociedad anónima. En Islandia, el parlamento aprobó recientemente una ley sobre bolsas de valores por la que se requerirá que la Bolsa de Valores de Islandia cambie su condición legal y se convierta en sociedad anónima. La Bolsa de Helsinki tiene también una estructura legal privada, mientras que la Bolsa de Valores de Oslo es una institución "autopropietaria".

La conversión de la Bolsa de Valores de Estocolmo en sociedad por acciones tuvo lugar simultáneamente con la pérdida por ésta del monopolio legal que tenía, siendo ambos cambios resultado de la Ley sobre Bolsas de Valores y Operaciones de Compensación (1992:543) (la "Ley de Bolsa"), que entró en vigor en 1993. Asimismo, la Bolsa de Valores de Copenhague perdió su condición de monopolio en 1996.

En otros lugares, la Bolsa de Valores de Australia decidió desmutualizarse en 1996, lo que exigió una nueva legislación. El cambio de su condición legal tuvo lugar el 13 de octubre de 1998, y al día siguiente ASX cotizó en su mercado. Es interesante señalar que en abril de 1999 se propuso una fusión con la Bolsa de Futuros de Sydney (SFE, por sus siglas en inglés), si bien esta última se encuentra actualmente en trámites de fusión con Computershare, una compañía de sistemas que se ha ofrecido a adquirir un 50 por 100 de la SFE.

En febrero de 1997, el Consejo de la Bolsa de Valores de Italia creó una nueva compañía privada, "Borsa Italiana Spa", que ha asumido la responsabilidad por la reglamentación, promoción y gestión de la Bolsa de Valores, el mercado de valores sin cotización oficial y el Mercado Italiano de Derivados (MEID). En septiembre de 1997 se vendieron acciones de la nueva compañía, sobre todo a intermediarios autorizados. Esta nueva compañía comenzó a operar a principios de 1998.

Es evidente que el modelo tradicional de Bolsa, integrada por una organización mutualista limitada controlada por empresas miembros, está sujeto a fuertes presiones por parte de los modelos competitivos: bolsas corporativas y ATS, que son verdaderas bolsas bajo otro nombre. Esta tendencia no se limita a los mercados de valores: los miembros de la CME, en junio de 2000, votaron por un margen del 98,3 por 100 en favor de desmutualizar la Bolsa Mercantil de Chicago (CME, por sus siglas en inglés).

En el marco de referencia europeo, una consecuencia obvia de que las bolsas se conviertan en sociedades anónimas es que la cooperación transfronteriza puede consolidarse mediante tenencias transfronterizas; y lo mismo se aplica en el marco de la compensación y la liquidación, al que nos referimos a continuación.

Problemas de compensación y liquidación

La llegada del euro ha producido efectos sísmicos en el negocio de la negociación y liquidación de valores europeos. Una región con once unidades monetarias distintas y once sistemas nacionales de liquidación diferentes tiene en la actualidad una moneda única con once sistemas de liquidación de valores. Surge espontáneamente la pregunta: ¿Cuál puede ser la mejor manera de integrarlos?; porque, por toda la atención dispensada a los problemas de "puesta en marcha" al hacer que se conecten las bolsas, los costes posteriores de compensación y liquidación constituyen un factor vital en el comercio paneuropeo. Hasta que un inversor español pueda negociar títulos alemanes a casi el mismo coste –y tan simplemente– como en un negocio nacional, es probable que los intercambios paneuropeos se vean frenados.

Este asunto ha sido objeto de activos debates durante años. Durante los primeros años noventa, se consideraron dos enfoques principales. El primero fue el modelo llamado "eje central y radios". Según este enfoque, la idea sería que los depositarios nacionales centrales de valores (DCV) se enlazarían cada uno de ellos con un centro transnacional (Euroclear o Cedel-Bank o ambos a la vez). Las transferencias transfronterizas de títulos entre, por ejemplo, Italia y España, se enviarían vía Monte Titoli → Euroclear o Cedel → SCLV, como se muestra en el esquema 1.

El enfoque alternativo, que por entonces fue conocido en ciertos ambientes como el modelo "spagueti", consistía en que cada CSD formaría un enlace con cada uno de los demás DCV, eliminando la necesidad de utilizar Euroclear o Cedel. Este enfoque implicaría (si se aplicara en el conjunto de la Unión Europea) la necesidad de $15 \times 14 / 2 = 105$ enlaces bilaterales frente a $15 \times 2 = 30$ como máximo para la alternativa de "eje central y radios".

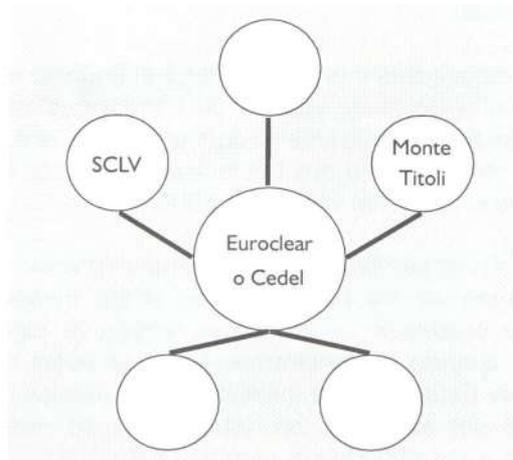
Los avances efectivos en el desarrollo de este asunto fueron escasos hasta que en marzo de 1997 se dio un paso adelante con la formación de la Asociación Central Europea Depositaria de Valores (ASEDV), que, inicialmente, excluyó tanto a Euroclear como a Cedel, si bien Cedel se convirtió más tarde en

asociado, al lograr designarse a sí mismo como depositario central de valores para Luxemburgo.

En todo caso, la ASEDV elaboró entonces un plan en función del cual cada DCV nacional se convertiría en un "portal" de entrada a cada uno de los demás DCV. En términos de sistemas, este enfoque resultaba preferible a la propuesta original del modelo de "spagueti", ya que postulaba una interfaz única para una red. De este modo, cada DCV construiría un enlace con la red. Una vez vinculado a la red, la información fluiría entre el mismo y cada uno de los demás DCV de la red. En términos legales, sin embargo, sería necesario que cada DCV estableciera una relación bilateral contable con cada uno de los demás DCV, de manera que el número de relaciones contables todavía sería de $15 \times 14 / 2 = 105$.

El desarrollo siguiente se produjo cuando, a comienzos de mayo de 1999, Euroclear elaboró una propuesta formal para el mercado urgiendo la aplicación de un enfoque de "eje central y radios". La reacción del mercado, al parecer, llevó a ejercer presión sobre Euroclear para proponer una fusión entre ésta y Cedel con el fin de poder contar con un único eje central. Esta última propuesta fue rechazada por Cedel, que a mediados de mayo de 1999 pasó a anunciar su fusión con la Deutsche Börse Clearing (DBC) para constituir una nueva entidad (New Cedel International) en Luxemburgo. Cedel y DBC tendrían cada una un 50 por 100 de esta nueva entidad. Cedel anunció también que, juntamente con DBC, había suscrito un Memorandum de Entendimiento con SICOVAM, con vistas a

ESQUEMA I
NÚCLEO CENTRAL Y RADIOS



que esta última entrara a formar parte de la nueva entidad. De unirse SICOVAM a la fusión, se ajustaría su accionariado para reflejar el valor de la aportación de aquélla al negocio conjunto. En esta situación, DBC y Cedel no pudieron llegar a un acuerdo con SICOVAM en lo concerniente a su valoración, de suerte que esta última anunció su fusión con Euroclear. La entidad combinada DBC/Cedel adoptó el nuevo nombre de Clearstream, y entró legalmente en vigor a principios de 2000. Además, se ha invitado a otros DCV a considerar la posibilidad de entrar a formar parte de la fusión, a establecer enlaces con ella, o a utilizar la tecnología de la nueva entidad para subcontratar los servicios que sus miembros pudieran requerir.

Cabe reseñar que la fusión de Clearstream está basada en el uso de un sistema único (el *software* Creation de Cedel, implicando el abandono del proyecto TRUST del DBC). Por el contrario, la fusión SICOVAM/Euroclear seguirá utilizando, de momento, sus dos sistemas operativos.

La situación actual es, por tanto, sumamente fluida. El mercado se encuentra ante al menos tres propuestas competitivas, Euroclear/SICOVAM, Clearstream y ECSDA (17). Cada una de ellas tiene sus ventajas y sus desventajas, sus partidarios y sus críticos. Los costes, la viabilidad y las escalas de tiempos son en ambos casos de difícil valoración, y en cada caso dependen en parte de la cooperación entre entidades competidoras. Si bien se han levantado voces que demandan un marco único e integrado de compensación y liquidación en Europa, con el fin de eliminar la duplicación de costes extraordinarios, otras opiniones han señalado que un monopolio sin competencia podría carecer de incentivos para innovar o para mantener bajos sus costes.

Como ya se mencionó más arriba, el desarrollo de los acontecimientos durante los últimos siete u ocho años se ha visto impulsado por un mosaico de intereses adquiridos, y de momento la situación parece reflejar las mismas fuerzas. La única manera de evitar esta situación consistiría en establecer una coalición de usuarios lo suficientemente poderosa y lo suficientemente unida como para imponer a todas las partes involucradas un punto de vista impulsado por el mercado.

Vale la pena señalar que un grupo de 13 importantes empresas, reunidas en respuesta a la propuesta de Cedel a la Cámara Europea de Compensación, planteó una serie de principios por los que creyeron que debería guiarse el mercado (18). Se propugnaba que debería haber:

1. Un único proceso integrado en Europa para operaciones de compensación y de liquidación de títulos de deuda y de capital.

2. El proceso debería atenerse a los siguientes objetivos clave:

- Fiabilidad, integridad y escalabilidad.
- Disminución de riesgos.
- Reducción importante de los costes de inversión y de operación.

3. La solución debería incorporar la tecnología más apropiada, capitalizar en los sistemas vigentes en la medida de lo posible, y ser capaces de procesar un aumento exponencial de volúmenes de operaciones. El sector no está preparado para pagar directa o indirectamente la duplicación de desarrollos.

4. Puesto que la competencia en un proceso único de compensación y de liquidación puede ser limitada, se requerirá un fuerte control compensatorio:

- Ninguna organización individual debería ejercer una influencia indebida.
- La compensación/liquidación debería contar con un proceso de control independiente de la negociación o de los pagos.
- El proceso debería ser en gran medida de propiedad y ser dirigido por usuarios del sector de los valores.

Más recientemente, la Sociedad Internacional de Administradores de Valores ha elaborado una serie de recomendaciones (*ISSA Recommendations 2000*) pidiendo que se pongan en práctica principios similares en la práctica sobre una base global.

En el momento de redactar el presente informe, resulta muy prematuro evaluar el resultado de estos desarrollos, principalmente al carecer de mucha información clave. Las líneas generales de las propuestas están sobre la mesa, pero queda mucho por hacer antes de que algunos de los modelos se sometan a la prueba de la realidad. La propuesta de la Cámara de Compensación Europea es aparentemente atractiva, pero dado que la tecnología que ha de utilizarse es relativamente nueva y poco probada, es prematuro señalar preferencias respecto a la alternativa de Euroclear/SICOVAM. En lo que respecta a la tercera alternativa, Eurolinks de ECSDA, parece ser una solución par-

cial. Si bien podría ofrecer un marco estándar, lo que parece faltarle son las funciones del tipo eje central comentadas anteriormente a raíz de la propuesta del modelo "eje central-radios", que exigiría el uso continuado de Euroclear y CEDEL. Es decir, el enfoque ECSDA ofrece un campo limitado para la racionalización.

Otras posibles alianzas y, en particular, diferentes configuraciones de los mercados de derivados

Parece estar desarrollándose en los mercados de derivados una configuración europea totalmente diferente, que excluye en gran medida a Alemania. En junio de 1998, MEFF Renta Fija y MATIF acordaron juntamente la creación de Euro-GLOBEX. Parece que este hecho se produjo como reacción al fracaso del acercamiento desde Eurex a MATIF, que se produjo al parecer por haber insistido Eurex en que la única tecnología que debía utilizarse era la suya. Más aún, pareció que ni MATIF ni MEFF se habían sentido felices dejando prácticamente a Eurex el control total de todos los negocios combinados. Parece que también los italianos plantearon objeciones similares: en una reunión celebrada en Milán en diciembre de 1998, los representantes de MATIF, MEFF y MIF suscribieron un acuerdo en virtud del cual MIF se unía a Euro-GLOBEX juntamente con MATIF y MEFF Renta Fija.

Los principios básicos de Euro-Globex son:

- Ofrecer acceso de único punto a los sistemas electrónicos de negociación de cada Bolsa participante.
- Abrir nuevos canales de distribución para productos de cada mercado.
- Ampliar la gama de productos accesibles a los miembros de todos los mercados participantes.
- Procurar políticas conjuntas de marketing.

Es interesante señalar que el enlace MEFF/MATIF operará convirtiéndose MEFF (a través de una nueva filial) en miembro de MATIF. El concepto de una Bolsa convirtiéndose en miembro de otra tiene amplia resonancia en el marco del debate en torno a la alianza de la Bolsa de valores paneuropea analizado más arriba. Podría ser un posible método alternativo para lograr dicha alianza.

El paso siguiente, en marzo de 1999, fue una conexión entre MATIF, Simex y la Bolsa Mercantil de

Chicago. La Alianza Globex, nombre que se le ha dado a esa conexión, operará en el Nouveau Système de Cotation (NSC) con la tecnología de negociación desarrollada por París. Dado que incluirá la actual alianza entre MATIF, MEFF y MIF, la Alianza vinculará a unas 2.000 pantallas de negociación en Europa, Estados Unidos y Asia.

La alianza proporcionará a los miembros de cada institución privilegios de negociación entre bolsas con respecto a los demás productos negociados por medios electrónicos, así como oportunidades para conseguir ahorros con la fijación de márgenes cruzados entre los productos negociados en las bolsas.

Como parte de este acuerdo, SIMEX adoptará la plataforma de negociación electrónica NSC desarrollada por la Paris Bourse SBF como nuevo sistema electrónico para sus operaciones, colocando a las tres bolsas en la misma plataforma de negociación.

Las redes de cada una de las bolsas estarán interconectadas mediante una interfaz común conocida como un Eje Central API (Interfaz de Programación de Aplicaciones). La tecnología de selección de rutas y de mensajería proporciona a los miembros de la bolsa acceso directo a toda la gama de futuros y opciones ofrecidas por medios electrónicos en las tres bolsas. Después se remitirán las órdenes al vehículo de negociación apropiado para ser cotejadas y confirmadas a los miembros. Como consecuencia del Eje Central API, los vendedores independientes de *software* podrán conectar sus sistemas frontales a las plataformas independientes de cada una de las bolsas mediante un interfaz único.

La Alianza GLOBEX pretende también establecer la cooperación en la compensación, mediante la cual la cámara de compensación cruzará el margen de tipos de interés y las posiciones de capital con las otras dos cámaras de compensación. La alianza estratégica establecerá asimismo un conjunto de normas y de políticas armonizadas para el comercio electrónico.

El acontecimiento más reciente en este contexto fue un anuncio, en junio de 2000, de fusión entre MEFF y la Alianza GLOBEX mundial. Ésta integra ahora a la Bolsa Mercantil de Chicago (CME), la Paris Bourse^{SBFSA}, la Bolsa de Negociación de Derivados de Singapur (SGX-DT), la Bolsa Brasileña de Mercaderías y Futuros (BM&F) y la Bolsa de Montreal (ME).

Además, en febrero de 2000, la CME y LIFFE anunciaron el acceso interbursátil a productos, que permite a los corredores del CME utilizar las nuevas ter-

minales de trabajo en Chicago para negociar, vía LIFFE CONNECT, productos de futuros en Londres, y a los miembros de LIFFE en Londres hacer lo propio con los productos de la CME negociados electrónicamente a través de la red de LIFFE CONNECT. Además, los miembros de LIFFE y de CME pueden ahora fijar márgenes cruzados a sus posiciones en las dos bolsas, obteniendo las ventajas de ahorro de capital y de costes que proporciona la cancelación de márgenes. Estas cancelaciones ascenderán hasta el 60 por 100 en las posiciones del Eurodólar de la CME, el Eurolíbor de LIFFE y el Euro LIBOR.

Juntamente con las deliberaciones del GLOBEX, se han celebrado esporádicamente conversaciones entre el Chicago Board of Trade (CBOT) y Eurex respecto a la posibilidad de establecer una conexión. La CBOT rechazó las propuestas iniciales de EUREX a principios de 1999, aunque aceptó una versión modificada de las propuestas y, en julio de 2000, la CBOT y Eurex anunciaron finalmente que su compañía conjunta de negociación electrónica pondrá en marcha su nueva plataforma de operaciones en agosto de 2000. Los socios anunciaron también que su *joint venture* recibirá el nombre de: **a/c/e**-alianza/cbot/eurex. **a/c/e** proporciona ahora la plataforma para el comercio electrónico en la CBOT y en Eurex. Una red común será el portal para los productos de CBOT y de Eurex para los usuarios del mercado global.

En resumen, se puede apreciar una pauta muy diferente de alianzas entre los mercados de derivados y aquella que es objeto de debate a escala de bolsas de valores, con una característica especialmente digna de mención como es la inclusión de los mercados de derivados de Singapur y las bolsas de EE.UU. en el marco de su alianza. Parece poco probable, en el corto plazo, que los mercados europeos puedan lograr la total integración de las bolsas de valores y los mercados de derivados dentro de la zona euro. Volveremos a tocar este punto en las conclusiones.

Implicaciones para los mercados de valores españoles

Haremos aquí un breve comentario sobre las implicaciones para el mercado español de valores de lo dicho hasta ahora. Empezamos con unas breves observaciones respecto a algunas tendencias recientes. Como muestra el gráfico 21, a partir de 1996 el volumen de negocio en el mercado español de valores ha crecido muy rápidamente.

Un cierto número de factores ha contribuido a ello. La caída de los tipos nacionales de interés, que hizo

más atractivo el mercado de valores; la subida de los precios aumentó el valor registrado de la negociación y atrajo, por supuesto, a nuevos inversores; y, como factor clave, la proximidad de la entrada en vigor del euro atrajo a un nivel mucho mayor de participación extranjera, como se muestra en el gráfico 22.

Al mismo tiempo, el mercado español de valores ganó en actividad y en liquidez, de manera que pudo atraer negocio del extranjero, especialmente de Nueva York, como demuestra el gráfico 23.

A consecuencia de estas tendencias, la composición de las compras extranjeras de títulos españoles ha experimentado cambios. Como se observa en el gráfico 24, el Reino Unido y los Estados Unidos (a los que corresponde, en conjunto, más del 70 por 100 de las compras extranjeras de títulos españoles en 1996) comenzaron a ser relativamente menos importantes (si bien sus volúmenes crecieron fuertemente en términos absolutos). La merma en la actividad fue suplida por las compras de Francia y del resto de la Unión Europea (los flujos de entrada desde Bélgica/Luxemburgo y del resto del mundo permanecieron relativamente estables).

El acontecimiento más reciente en este ámbito ha sido la introducción por la Bolsa de Madrid del Mercado de Valores Latinoamericano en euros, Latibex, el 1 de diciembre de 1999. Se trata de un mercado auto-regulado, autorizado por el gobierno español con fecha 29 de octubre de 1999, con una plataforma de negociación y liquidación electrónica en euros que permite a los inversores europeos operar con los principales valores latinoamericanos.

Panorama general

Es evidente que en estos últimos años el mercado español de valores ha estado relativamente bien integrado en los flujos internacionales de inversión, dada la muy importante participación extranjera en el mercado y el volumen de los flujos de entrada desde el exterior. La manera exacta en que se realizará la futura integración dependerá en gran parte de que la alianza paneuropea consiga el éxito o se vea superada por tecnologías alternativas, como se comentó anteriormente. Las fuerzas económicas generales de la inversión institucional sugieren que el volumen de los flujos orientados hacia los títulos de renta variable seguirán aumentando respecto a los títulos de renta fija, proporcionando un sólido soporte a largo plazo.

Si bien durante los primeros años noventa, se creó un "segundo mercado" para las empresas más pe-

GRÁFICO 21
BOLSA DE MADRID, NEGOCIACIÓN DE ACCIONES
(CRITERIO DEL VOLUMEN DE NEGOCIO)
 (Millones de pesetas)

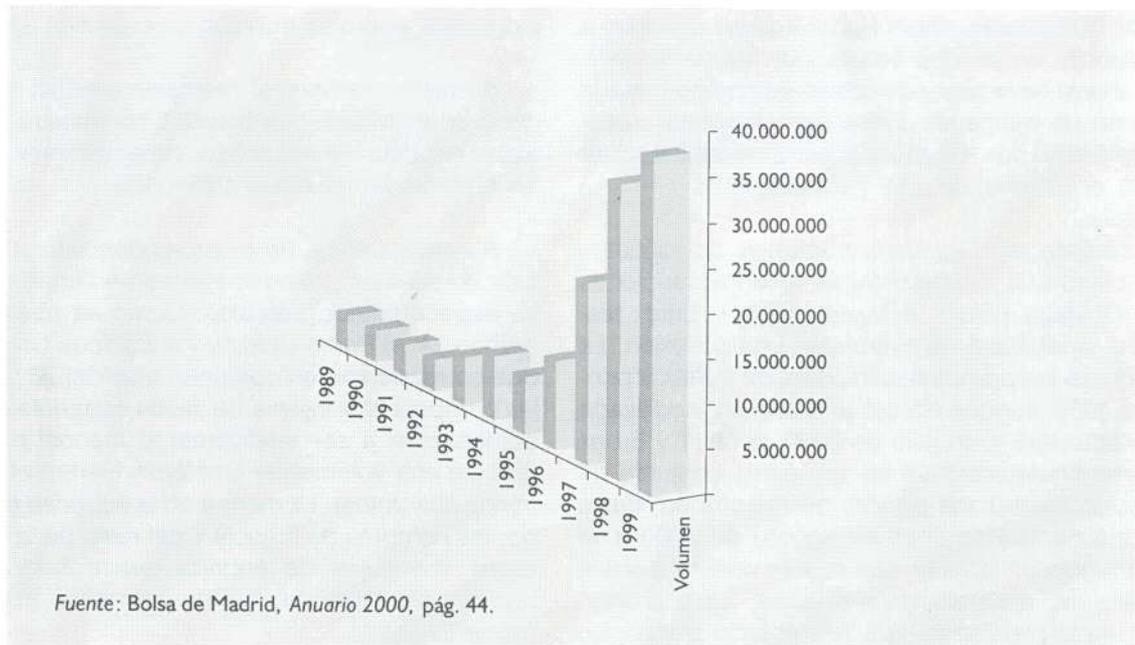


GRÁFICO 22
COMPRAS Y VENTAS EXTRANJERAS DE TÍTULOS ESPAÑOLES
 (Millones de euros)

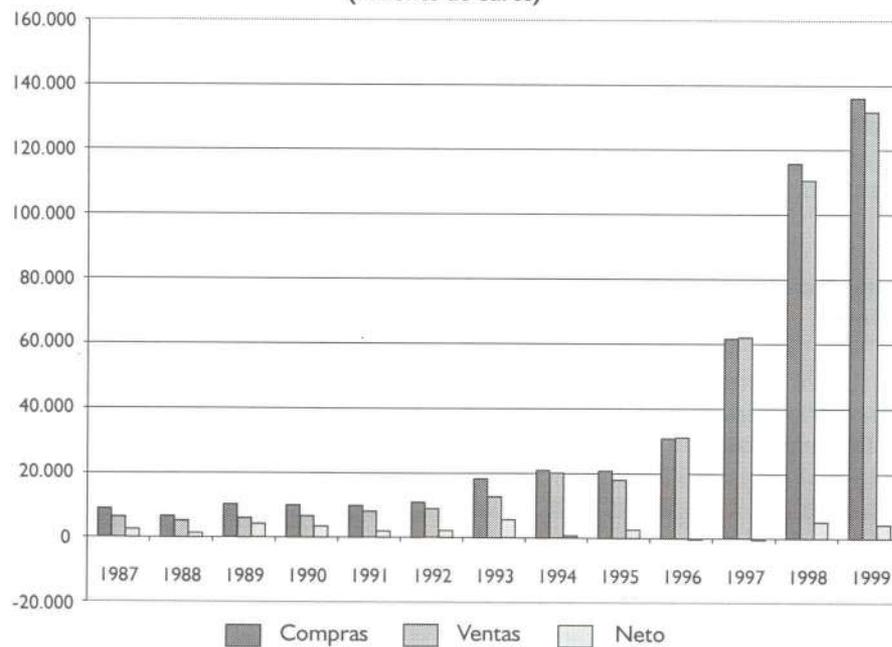
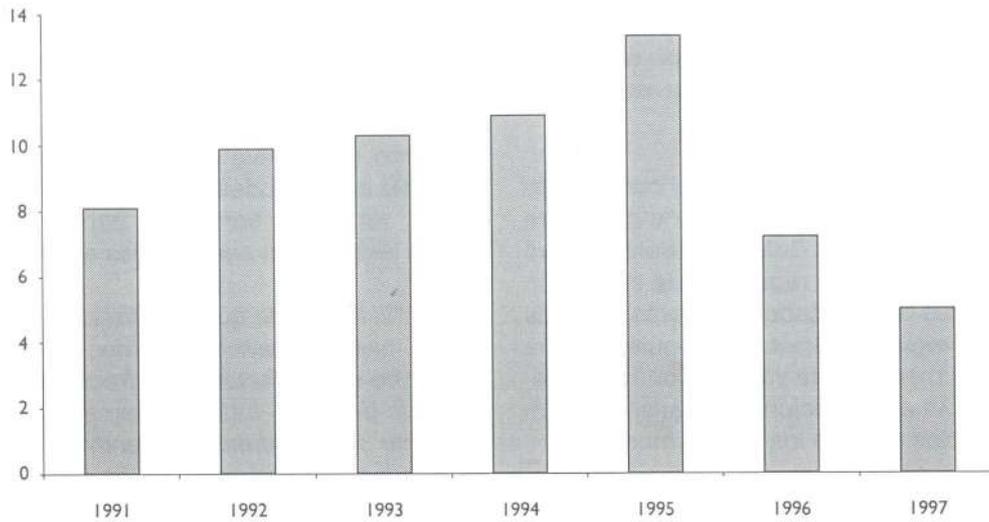
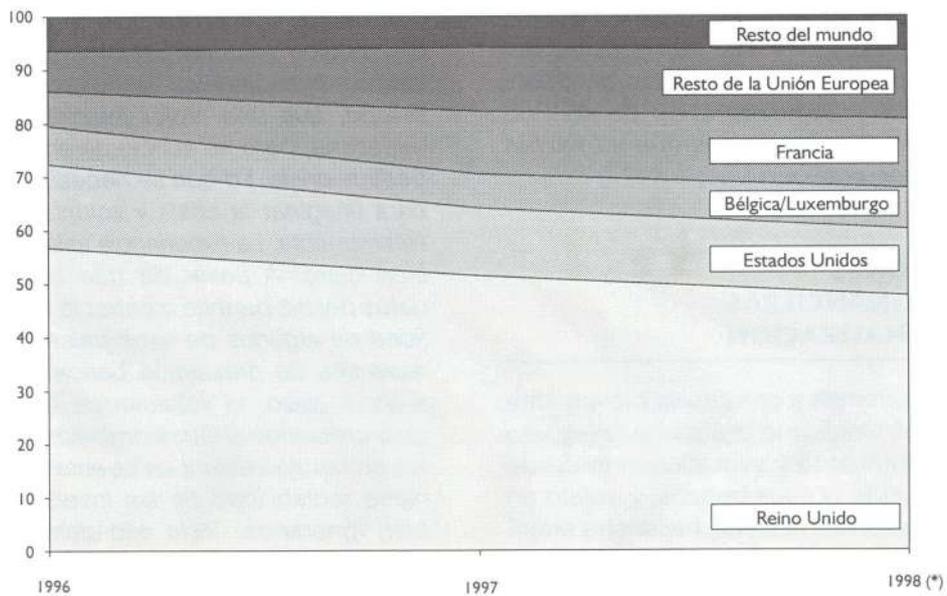


GRÁFICO 23
**VOLUMEN DE VALORES ESPAÑOLES NEGOCIADO EN LA BOLSA DE NUEVA YORK
 COMO PORCENTAJE DE LA BOLSA NACIONAL**



Fuente: Informe Anual, 1997 de la CNMV, pág. 156.

GRÁFICO 24
**FUENTES DE COMPRA DE ACCIONES ESPAÑOLAS COTIZADAS
 (Porcentaje del total)**



(*) Datos junio-septiembre 1998.
 Fuente: Bolsa de Madrid, Anuario 1999, pág. 105.

queñas, no existe actualmente ninguna vinculación española con el Euro.NM. Es probable que ello sea consecuencia de la creación del "nuevo mercado" para empresas de alta tecnología; aunque desde entonces, como ya se señaló anteriormente, el futuro del Euro.NM está estrechamente ligado a la pauta de fusiones de bolsas de valores matrices, este desarrollo puede postergarse hasta que aparezca una pauta más clara.

Las bases sobre las que descansa el nuevo mercado se definen en el Reglamento de 22 de diciembre de 1999, por el que se creó la Bolsa de valores Nuevo Mercado, y que hace que los requisitos de cotización para las operaciones del mercado de valores sea más flexible. Bajo esta reglamentación, los requisitos para la cotización en el mercado de valores son más flexibles, permitiendo una excepción al requisito de un historial de beneficios durante los tres últimos años.

La nueva reglamentación permite a la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecer las condiciones específicas para la cotización y para la negociación permanentes, que han de satisfacer todas las compañías que planeen operar en este mercado. Otorga también a la Bolsa poderes normativos respecto a las reglamentaciones para la negociación por las que se rigen las operaciones del Nuevo Mercado.

A este respecto, la Circular 1/2000 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores desarrolla las condiciones específicas para la cotización y la permanencia en el Nuevo Mercado. La Circular 1/2000 de la Sociedad de Bolsas, sobre las reglamentaciones por las que se rige la negociación y las operaciones del Nuevo Mercado, se publicó el 15 de marzo del 2000. El Nuevo Mercado fue inaugurado el 10 de abril de 2000 con 10 compañías tecnológicas que ya habían operado en el mercado continuo.

POSIBLES SOLUCIONES PARA LAS CRISIS FINANCIERAS Y SU INTERNACIONALIZACIÓN

Para terminar, pasaremos a considerar brevemente un tema más general. Conforme el sistema financiero europeo se va transformando y evolucionando desde una estructura dominada por los bancos, y sujeto en gran medida a la intervención estatal, hacia otra orientada al mercado de valores, que es en gran medida independiente de la influencia del Estado, surge la cuestión de cuán vulnerable puede ser ante un huracán financiero del tipo que se ensañó con los mercados asiáticos en 1997-1998.

Se trata de un tema muy amplio, por lo que solamente podremos tocar algunos puntos del mismo. Empezaremos señalando que la crisis asiática ya se había previsto, por lo menos en parte, pero la brusquedad con la que empezó la crisis, el implacable proceso de contagio de diversos países, así como la magnitud del colapso de los tipos de cambio y de los precios de los activos, fue todo ello inesperado y sin ningún precedente en épocas recientes. Y el *shock* fue tanto más grave por el consenso emergente en que Asia era el modelo a seguir cara al futuro. Sin embargo, tal como señaló el Banco Internacional de Pagos (BIS) en sus comentarios a estos sucesos:

"El hecho de que las crisis financieras y de tipos de cambio hayan seguido produciéndose —de hecho se han hecho más frecuentes durante la década de 1990— indica claramente que hasta el presente las medidas preventivas han sido inadecuadas. Sin embargo, se ha trabajado mucho durante estos últimos años... Si ha de recurrirse a la acción preventiva para atajar una crisis, los participantes en el mercado y las autoridades reguladoras han de tener, en primer lugar, acceso adecuado a toda la información que pudiera ser de utilidad para predecir la crisis. Durante el último año, un creciente número de países han adquirido un compromiso con la Norma Especial de Diseminación de Datos del FMI. Más aún, se ha logrado un acuerdo sobre un cierto número de cambios útiles (entre ellos, una más amplia cobertura a escala de país, la asignación de acuerdo con el riesgo final y la frecuencia trimestral) para el registro semianual que realiza el BIS de datos de vencimiento y de la distribución sectorial y nacional de préstamos bancarios internacionales. Debe reconocerse, al mismo tiempo, que una mejor información es condición necesaria, pero no suficiente en sí misma, para impedir la crisis. Lo que se necesita también es visión para imaginar la crisis y voluntad para actuar preventivamente. La experiencia asiática deja este punto bien claro. A pesar de que la disponibilidad de datos del BIS permite mostrar la creciente vulnerabilidad de algunos de esos países ante una retirada repentina de préstamos bancarios internacionales a corto plazo, el volumen de estos préstamos siguió creciendo... Otros problemas evidentes, como los crecientes déficit en cuenta corriente y la declinante rentabilidad de las inversiones, fueron también ignorados. Todo ello demuestra que el uso que se haga de la información es tan importante como su mera disponibilidad (19).

Se atribuyó por aquel tiempo gran parte de la culpa a la actividad de los especuladores financieros

internacionales y, en especial, a los llamados fondos de cobertura. El BIS señaló que:

“Los fondos de cobertura representan un segmento muy pequeño del mercado de inversores institucionales no obstante haber experimentado tasas de crecimiento anual del orden del 40 por 100 desde 1990. Los activos en gestión totalizaron, según se informó, 90.000 millones de dólares al finalizar el año 1997 (20).

... hay escasa evidencia concreta de que los fondos de cobertura estuvieran profundamente implicados en iniciar, o incluso en intensificar, las series de depreciaciones de las divisas del sudeste asiático... parece que no hay evidencia estadística de que estos fondos, como grupo, estuvieran ampliamente en posiciones cortas frente a las divisas asiáticas en algún momento durante o después del verano de 1997 (21).

Dos años después de estos sucesos, es posible ponderar los efectos globales de la crisis. Hablando en términos generales, con la excepción de Indonesia, y por razones específicamente políticas, muchas de las economías del Sudeste asiático se han recuperado sorprendentemente bien. Se ha aprendido mucho, en especial de la crucial importancia de un sistema bancario sólido y supervisado muy de cerca para impedir –o, si no está presente, acelerar– el paso de una crisis externa al ámbito nacional. A largo plazo, parece probable que se considere que la crisis de Asia fue la que obligó a los países involucrados a reconocer que el “capitalismo amiguista” no es sustituto para la propiedad regulada y para los mercados supervisados. En esta medida, es probable que en el largo plazo se la considere provechosa y saludable.

Debe señalarse también que Malasia, que eligió imponer controles de capital y barreras a los especuladores extranjeros, no se recuperó con la misma rapidez que Corea, que prefirió realizar una mayor apertura de su economía. Más aún, desde comienzos de 1997, el ringgit, la unidad monetaria de Malasia, se ha debilitado frente al dólar de EE.UU. más que el baht Tailandés o el won coreano; y, sin embargo, Malasia tenía una *ratio* entre deuda externa a corto plazo y reservas de divisas extranjeras mucho más baja que, por ejemplo, Corea, y debería haber estado en una posición más sólida.

Algunos han sostenido que la cadena de acontecimientos en la crisis asiática muestra que los mercados financieros internacionales son, en cierto sen-

tido, un animal salvaje fuera de control. Más en particular, algunos han argumentado que los sucesos de 1997-98 demuestran la necesidad de regular los flujos de capitales internacionales. Ello plantea las siguientes preguntas:

1. ¿Quién estaría a cargo de la regulación?
2. ¿Cómo podrían regularse los flujos de capital?

La respuesta a la primera pregunta no está clara en modo alguno. Quienes defienden este enfoque tienden naturalmente a suponer que los reguladores apropiados son los gobiernos, o tal vez las instituciones financieras internacionales. Lo que rara vez emerge a la superficie es la suposición implícita de que el regulador elegido sabrá lo que es mejor. La suposición implícita es que existe alguien en posesión de la sabiduría suficiente que lo sabrá todo mejor que el mercado. A primera vista, esta proposición es fácil de sustentar si se tiene en cuenta la aparente irracionalidad con la que la crisis de los mercados se propagó de país en país durante 1997-98. En momentos de pánico, no es difícil encontrar gente que se comporte más racionalmente que los mercados.

Sin embargo, el verdadero problema aparece cuando reina la calma. Ello puede demostrarse suponiendo que el regulador de los flujos de capitales financieros internacionales hubiera estado de hecho trabajando en 1995-96. Este regulador habría tenido la obligación, dado lo que ahora sabemos, de haber impedido el flujo de capitales hacia Malasia, Tailandia, Corea y los demás mercados emergentes con economías aparentemente saneadas. Uno puede imaginarse fácilmente la reacción de, por ejemplo, el Dr. Mahathir de Malasia ante este “imperialismo occidental”. No está en absoluto claro que el regulador hubiera tenido, de hecho, una previsión perfecta, dada la, con frecuencia, inadecuada información estadística disponible, unida al débil régimen supervisor bancario imperante en la mayoría de estos países. No hay razón para creer que el regulador habría percibido la magnitud del problema subyacente mejor que los sofisticados bancos multinacionales.

Suponiendo, sin embargo, que se haya encontrado una entidad dotada de sabiduría sobrenatural, capaz de decidir lo más correcto respecto a la regulación de los flujos de capitales internacionales, surge la pregunta de cómo deberían regularse estos flujos. Entre las respuestas posibles se incluyen:

1. Tributación de los flujos de entrada a corto plazo (que se aplica, por ejemplo, en Chile).

2. Controles de los niveles pendientes de préstamos a corto plazo procedentes del extranjero por parte de los bancos comerciales.

3. Límites en el porcentaje del mercado de valores que puede ser de propiedad de extranjeros (como los que se establecieron en el pasado en Corea, por ejemplo).

Podrían sugerirse otros muchos enfoques, si bien esos tres se encuentran entre las alternativas más frecuentemente consideradas. La dificultad estriba en el hecho de que la experiencia de los últimos 50 años demuestra claramente que la existencia de controles dará lugar a actividades de los operadores del mercado destinadas a burlar esos controles y a obtener beneficios al hacerlo. Por ejemplo, si se impusiera un nivel sustancial de tributación a las entradas de flujos de capital a corto plazo, la respuesta del mercado sería inventar un instrumento aparentemente a largo plazo que en realidad lo sería a corto plazo. Un ejemplo que lo sugiere por sí solo es el del mercado de bonos municipales de EE.UU., en el que lo ordinario es emitir bonos a 30 años que pueden tener opciones de venta aplicables semanalmente. Una alternativa podría ser construir facilidades continuas por las que el banco extranjero presta durante dos años, por ejemplo, pero a cambio se le concede la facilidad de prestarse a su vez los fondos a corto plazo con un vencimiento que se ajuste al vencimiento pendiente del préstamo original. Del mismo modo, podría concebirse un cierto número de estructuras de derivados de crédito para transformar un préstamo que aparentemente es a largo plazo en un instrumento a corto plazo.

En lo que respecta a la propuesta de controlar los niveles pendientes de préstamos a corto plazo procedentes del extranjero por parte de los bancos comerciales (que sin duda desempeñaron un importante papel en la crisis asiática), también sería una medida fácil de eludir. El método más simple sería crear un fondo de mercado monetario que emitiera papel comercial para inversores extranjeros. Los ingresos obtenidos se asignarían entonces en préstamo al banco comercial, que parecería recibir préstamos nacionales a corto plazo y no préstamos extranjeros. Si se lograra controlar estos fondos de mercado monetario, podrían encontrarse otras alternativas, como encaminar la financiación a través de empresas no bancarias.

La tercera alternativa –limitar el porcentaje del mercado nacional de valores que puede estar en manos de extranjeros, como se hizo durante varios años en Corea– sería también muy fácil de sortear (como lo

fue de hecho en el caso de Corea). Los bonos internacionales cuyo valor de rescate estaba vinculado al rendimiento de la Bolsa de Valores de Corea, o los *warrants* cuyo rendimiento estaba ligado al de acciones individuales de capital coreano, han constituido un lugar común en las finanzas internacionales. Si bien es cierto que no se producen flujos directos de capitales transfronterizos cuando los bancos internacionales de inversión dan cobertura a sus riesgos con bancos coreanos, que a su vez cubren sus riesgos en la Bolsa nacional de valores, el efecto de *shock* es potencialmente el mismo.

Existen muchos otros posibles regímenes de control que podrían aplicarse a los flujos de capitales internacionales, y existen inevitablemente otros tantos métodos para burlar a un régimen determinado. Tal vez lo dicho baste para recalcar que siempre que pueda conseguirse una ventaja económica inventando un método para sortear una determinada serie de controles, los mercados financieros internacionales inevitablemente procurarán hacerlo. Este principio se sostiene en la evidencia de lo acaecido en los últimos 50 años, desde el “agujero de Kuwait” en el área de la libra esterlina, hasta la creación del mercado de Eurobonos como respuesta al Impuesto de Igualación de intereses de EE.UU., la negociación *offshore* en “rands financieros”, la respuesta de los inversores al impuesto alemán de retención en origen a comienzos de la década de 1990, y otros muchos ejemplos en los que los mercados financieros han ideado respuestas para los intentos de los gobiernos de imponer una determinada pauta de conducta.

Si bien las actividades de este tipo pueden resultar frustrantes para quienes creen que saben mejor que los mercados cómo deberían regularse los asuntos financieros mundiales, muchos sostendrían –como de hecho creen los autores del presente documento– que dicha flexibilidad es, en realidad, una respuesta saludable. En su conjunto, los intentos de imponer controles en la dirección de los flujos de capitales internacionales no sólo están condenados al fracaso, sino que es probable que sean intrínsecamente indeseables.

Como ya se ha mencionado, esta área plantea problemas concretos que no pueden analizarse aquí en profundidad. Sin embargo, para los fines de este informe, deseamos desarrollar los siguientes comentarios a modo de resumen:

1. La mayor parte de las autoridades competentes –los principales gobiernos, el Banco Internacional de Pagos (BIS) y el Fondo Monetario Internacional– pa-

recen haber llegado a la conclusión de que los actuales marcos de referencia para la supervisión multilateral aportan las armas suficientes para resolver las crisis internacionales de esta naturaleza. El remedio clave a aplicar en el futuro parece ser la posesión de información precisa y adecuada de los flujos financieros, tanto públicos como privados, en países vulnerables. Es mucho lo que están haciendo en esta área el BIS y el FMI, entre otros.

2. Es propio de la naturaleza intrínseca de un mundo dominado por los flujos de capital privado que de vez en cuando se produzcan movimientos de pánico. Es lo que ha ocurrido en mercados nacionales –el *crash* de 1987 es un ejemplo clásico de ello– y es inevitable que ocurra periódicamente en el contexto de los movimientos transfronterizos. Si bien es cierto que la rapidez del contagio de la crisis asiática de 1997-98 y las consecuencias del incumplimiento de pagos por parte de Rusia fueron alarmantes por su velocidad, se ha producido en cambio un ajuste sumamente rápido en algunos países.

3. En lo que concierne específicamente a los mercados europeos de capitales, se cumplen por lo general las condiciones de transparencia de la información, las estructuras financieras son, en líneas generales, mucho más sanas que en la mayoría de los países emergentes, y el tamaño mismo del mercado del euro induce a creer que las conmociones monetarias –del tipo de las que causaron graves dificultades financieras en Tailandia y en Indonesia, por ejemplo– son mucho menos probables.

4. En estas circunstancias, parecería ciertamente que no existen razones para sugerir la creación de algún nuevo organismo que se haga responsable del control de los flujos de capital que entran y salen del área del euro; las estructuras actuales parecen ser las adecuadas para garantizar una estabilidad financiera razonable. Asimismo, la idea de algún nuevo “regulador financiero internacional”, que desempeñara una función paralela a escala global, parece desahucada.

CONCLUSIONES

Pautas más probables de desarrollo de los mercados europeos de capitales en el marco de la Unión Monetaria Europea

Como podrá apreciarse, este informe ha cubierto una serie de temas que están interconectados de

múltiples y complejas maneras. En este resumen procuraremos reunir algunas conclusiones clave, entendiendo también que hay muchas sutilezas y complejidades que deben dejarse de lado. Centramos nuestra atención en tres temas:

1. La configuración total del desarrollo de los mercados de capitales en el área del euro

Creemos que el llamado “modelo americano” constituye un resultado probable de los acontecimientos que están teniendo lugar actualmente. El papel de la banca en la financiación de empresas es probable que vaya declinando respecto al papel de los mercados de valores. Sin embargo, por las razones aducidas anteriormente, creemos que es probable que este proceso sea lento. Las pautas actuales de conducta en el sistema bancario tendrán continuidad en las instituciones, como los bancos de propiedad pública y las organizaciones mutuales, que están relativamente bien resguardadas frente al mercado. Del mismo modo, en lo que respecta al papel de la inversión institucional, creemos que el crecimiento de fondos independientes de pensiones será también relativamente lento. En Francia, por motivos políticos, no parece haber perspectivas inmediatas de un movimiento que estimule los fondos empresariales de pensiones; asimismo, en Alemania, si bien se han llevado adelante las propuestas del gobierno, el grado de oposición política a la contribución obligatoria a fondos independientes de pensiones parece probable que ponga freno a los avances. En cualquier caso, Alemania tiene ya en marcha programas importantes de pensiones mediante los *Spezialfonds* y las compañías aseguradoras, y lo más probable es que estas entidades ejerzan una fuerte presión política para conseguir nuevas concesiones para el sistema actual en lugar de ir a una reforma a gran escala. En Italia, si bien se ha hecho algún progreso, la magnitud del desafío a las finanzas públicas es tal que el gobierno se ve urgido por todas partes para llevar a cabo reformas más drásticas; y, sin embargo, la determinación absoluta de los sindicatos de resistirse a ellas es presagio de males para el progreso.

Es en el sector de los fondos de inversión donde está teniendo lugar un rápido desarrollo. Se espera que siga adelante y que en Europa, en un futuro inmediato previsible, los fondos de inversión se conviertan en la fuente identificable más importante de entradas de flujos de efectivo en los mercados de valores. Por el contrario, en la mayoría de los países europeos, el sector del seguro de vida parece estar luchando para adaptarse al nuevo ambiente. Sus productos tradicionales se parecen mucho más a la renta fija que a las

inversiones en títulos de capital, y se percibe una clara necesidad de que las empresas de seguros de vida construyan "registros de gestión" como gestores de inversiones en los mercados de valores.

2. La estructura de los mercados europeos de capitales: concentración y cooperación

Basándonos en los argumentos arriba apuntados, creemos que no es muy probable que en un futuro cercano (3-5 años) podamos ver un único marco integrado de las bolsas de valores europeas en forma de alianza paneuropea. Los problemas son demasiado complejos, y demasiado profundos los celos y las tensiones entre miembros potencialmente competidores. Además, la pauta de las alianzas que se desarrollan en los mercados de derivados y en las cámaras de compensación y liquidación está agrupando a diferentes conjuntos de asociados. Por otra parte, los rápidos desarrollos en tecnología implican que es muy posible que un sistema de negociación alternativo, Tradepoint por ejemplo, pudiera utilizarse para aventajar a las estructuras actuales. Es posible, por otra parte, que sea precisamente esta amenaza la que sea capaz de reunir la alianza paneuropea con mayor rapidez, forzando un marco conjunto rápido, fuerte y bien dispuesto.

La limitación real, por lo menos en el campo de los mercados de acciones, es probable que provenga del marco legal y reglamentario que ha de aplicarse a un mercado paneuropeo. La verdadera armonización de los innumerables aspectos de la negociación de valores, incluyendo normas como las de operación en un contexto de absorciones o adquisiciones, los procedimientos de oferta en las adquisiciones, la utilización de derivados de valores, y muchas otras complicaciones, requerirán probablemente la modificación de muchas normativas en los países anfitriones del área del euro. Surgirá, además, la polémica cuestión de si una única Bolsa paneuropea debería ser supervisada por uno o más reguladores nacionales "anfitriones", o por el equivalente europeo a la SEC estadounidense. Se tardará años, no meses, en resolver estos asuntos.

Ante estas complicaciones, con la mayor de las precauciones nos aventuramos a hacer algunas predicciones. Por tanto, con el fin de dar cobertura a nuestras apuestas, presentamos una serie de probabilidades:

En un plazo de 3-5 años:

1) Alianza paneuropea en pleno funcionamiento: 5-10 por 100

2) La Alianza paneuropea logra un sistema frontal integrado de negociación, si bien la compensación y la liquidación aún no estarán integradas: 10-15 por 100.

3) Pequeños núcleos centrales de bolsas (iX/Euronext), operando de manera estrechamente armonizada, con otras bolsas esforzándose todavía por lograr su integración, y Tradepoint alcanzando un volumen razonable: 20-25 por 100.

4) Dos grupos de bolsas agrupadas en torno a iX y Euronext, respectivamente, con dos grupos de compensación y de liquidación reunidos en torno a Euroclear y Clearstream: 25-30 por 100.

5) "Invasión de los secuestradores de cuerpos": el rápido desarrollo de sistemas de negociación alternativos, incluyendo Tradepoint, Archipelago, EASDAQ, hacen que las bolsas actuales queden obsoletas: 10-15 por 100.

6) Ningún avance en absoluto: 0-5 por 100.

Para el largo plazo, tal vez sea más fácil predecir los resultados finales, aunque sea mucho más difícil predecir el camino a seguir para lograrlos. Podemos dar casi por seguro que dentro de una década existirá alguna forma de marco único integrado mediante el cual los inversores podrán negociar acciones en el área del euro, probablemente a través de un enlace con la Bolsa de valores del país del inversor, que estará conectada a un organismo paneuropeo. Sin embargo, es perfectamente posible que al lado de esta red, del mismo modo que NASDAQ opera al lado de la Bolsa de valores de Nueva York, pudiera haber una red alternativa, construida posiblemente en torno a EASDAQ en alianza con Tradepoint. Podría así contarse con una red secundaria para operación en compañías de alta tecnología, probablemente vinculadas con su equivalente en EE.UU. Podría utilizarse también para la negociación en toda Europa de transacciones de gran volumen por parte de los inversores institucionales a un coste muy bajo si Instinet e instituciones similares no logran persuadir a la alianza paneuropea para que creara un marco de operación que les resultara satisfactorio.

3. Implicaciones para España

Los comentarios anteriores sobre la alianza del mercado de valores paneuropeo, los diferentes modelos de alianzas entre bolsas de derivados, y los múltiples enlaces posibles entre los diferentes sistemas subyacentes de compensación y liquidación, constituyen una prueba palpable de la confusión exis-

tente en el mercado para operaciones de valores en euros. Encajar al mercado español en esta pauta es, por tanto, doblemente difícil. Para el observador externo surgen dos cuestiones.

La primera es que, si se logra la alianza paneuropea de mercados de valores, el listado propuesto de negociación de las 300 mejores acciones europeas se convertirá en el principal campo de acción para los inversores internacionales. Si éste fuera el caso, se vería aparecer probablemente una estructura de liquidez de dos niveles, con la liquidez relativamente restringida de los títulos nacionales españoles excluidos de los 300 mejores. Este fenómeno ya se ha comprobado en líneas generales en muchos mercados durante los últimos años, con un enfoque directo a las acciones llamadas "mega" a costa de las acciones secundarias.

Como ya se indicó anteriormente, existen razones para poner en duda si, o cuán rápidamente, una alianza paneuropea de bolsas puede ponerse en marcha. Si fracasa, todavía podría esperarse ver alguna concentración de actividad de negociación internacional en acciones clave seleccionadas, con menor liquidez en las acciones secundarias, pero ello formaría parte de la tendencia general de los inversores internacionales a centrarse en los llamados *blue chips*. En cuanto tal, representaría simplemente la continuación de las prácticas actuales.

La segunda cuestión que aparece es, por tanto, la probable consecuencia para el mercado español del fracaso de la alianza paneuropea. En estas circunstancias, pueden identificarse tres conjuntos de participantes que desempeñarán un papel crucial en la determinación del resultado. El primer grupo es, por supuesto, el de los inversores nacionales españoles. Podemos dividirlos en inversores individuales minoristas, y en inversores institucionales, principalmente los fondos de inversión. No parece probable que los primeros impulsen el cambio: la costumbre estadounidense de "negociar al día" por internet no es probable que se implante rápidamente en España. En cuanto a los segundos, como sus iguales en otros países, es de esperar que ejerzan presión para desarrollar una negociación más barata y más eficiente dentro de España, y para establecer enlaces más eficientes y flexibles en el plano internacional. Es probable que operen estrechamente relacionados con el segundo grupo, el de los inversores internacionales que participan en el mercado español, incluyendo las empresas extranjeras de corretaje. Con todo, el elemento impulsor clave para el cambio podría muy bien ser el tercer grupo, el de las nuevas redes. Si la alianza pa-

neuropea se retrasase mucho o fracasara, Tradepoint o Tradepoint/EASDAQ, o Archipelago podrían perfectamente empezar a crear un marco paneuropeo que incluiría un enlace en España. Tanto EASDAQ como Tradepoint cuentan ya con la autorización en virtud de la Directiva sobre Servicios de Inversión y, por tanto, podrían ofrecer sus servicios al mercado español. Archipelago, vinculada a través de tenencias con Instinet y Tradepoint, así como con empresas internacionales clave, tales como Goldman Sachs, estaría también en buena posición si, como se ha planeado, logra ser reconocido como Bolsa en EE.UU. Su reconocimiento en Europa tomaría evidentemente más tiempo, pero la entidad resultante podría plantear un desafío poderoso.

En resumen, el actual estado de cosas es sumamente fluido. Es algo así como una carrera contra el tiempo para las bolsas actuales frente a los nuevos desafíos impulsados por la tecnología. El papel del mercado español en este entorno dependerá, en gran medida, de la manera en que vaya desarrollándose una pauta más amplia. Los acontecimientos sobrevenidos durante los doce últimos meses sugieren que lo más probable es que el mercado español se convierta en parte de la Bolsa fusionada iX en caso de salir airosa; pero en la presente etapa no está ni mucho menos claro que iX logre ponerse en marcha.

NOTAS

(1) Banco Internacional de Pagos, *68 Informe Anual 1998*, pág. 97.

(2) Banco Internacional de Pagos, *68 Informe Anual 1998*, pág. 90.

(3) Presentación de Rafik Fischer en la Asamblea General de Miembros de la FEFSI, celebrada el 23 de septiembre de 1999 en Bruselas.

(4) Rafik Fisher, *loc. cit.*

(5) Fisher, *loc. cit.*

(6) La llegada del euro, y la consiguiente caída de los tipos de interés españoles, ha hecho que disminuyera su atractivo. Ello ha llevado, a su vez, a propuestas que les permitan invertir hasta un 20 por 100 de sus activos en acciones y en renta fija privada.

(7) "An International Comparison of Generational Accounts", *Documento de trabajo NBER*, 6447, marzo de 1998.

(8) "Beyond the Toledo Agreement: The intergenerational impact of the Spanish pension reform", Holger BONIN, Joan GIL, Concepció PATXOT. *Estudios sobre la economía española*, Fundación de Estudios de Economía Aplicada, Madrid, 1999.

(9) Fuente: *French insurance in 1996*, publicado por la Fédération Française des Sociétés d'Assurance.

(10) Un factor reafirmante durante los primeros años noventa fue la notable debilidad de los principales bancos estadounidenses por serias pérdidas en su cartera de préstamos, principalmente en bie-

nes inmuebles. Aumentaron con ello los costes de dotación de fondos y estimularon la competitividad de los mercados de valores; el declive en 1994 es probable que se debiera en parte al impacto que causó en los mercados de valores el endurecimiento de la Reserva Federal, que comenzó en febrero de 1994.

(11) Si bien estas objeciones fueron menos obviamente señaladas que en el caso portugués, los informes de la prensa –y la evidente falta de disposición de los bancos extranjeros a involucrarse en la oferta pública de adquisición– sugieren claramente que las autoridades francesas no estaban dispuestas a tolerar la compra de un gran banco francés por parte de un banco extranjero.

(12) Como ha comentado el BIS: "La creación de una moneda única ha acrecentado más la dificultad de distinguir entre la emisión nacional y la extraterritorial. Ello se hizo patente en la reciente confusión sobre el tamaño y la composición del mercado internacional, cuando algunas bases de datos comerciales, por ejemplo, incorporaron a sus datos temas europeos que han sido considerados tradicionalmente como nacionales (como el de los valores Pfandbrief)... Una comparación adecuada de la actividad en los segmentos del euro y del dólar del mercado internacional requerirá el desarrollo de un marco estadístico y analítico que sea coherente.", *International Banking and Financial Market Developments*, BIS, junio de 1999, páginas 16-17.

(13) "Unlocking winning strategies to save small business: Banking the American dream", Figura 23, pág. 58, Bank Administration Institute y McKinsey & Company, 1997.

(14) Si bien esto ya comienza a suceder, como puede verse en el caso de la creación de E-Cross, una "red cruzada" paneuropea de propiedad de los principales inversores institucionales.

(15) Órdenes de compra o venta de un valor a un precio preestablecido, a diferencia del precio de mercado.

(16) La filial de Reuters, Instinet; JP Morgan y Morgan Stanley; la sociedad de inversión mobiliaria American Century, y Archipelago.

(17) Podría añadirse una cuarta alternativa basada en la propuesta del Sistema Escandinavo de Liquidación de Valores (S4), conforme al cual los DCV nacionales mantienen su función de depositarios, pero crean un sistema combinado de liquidación. Sin embargo, parece ser un competidor con menores probabilidades en el mercado europeo como un todo en las circunstancias actuales, de modo que ya no será objeto de más comentarios en este punto.

(18) Las empresas implicadas fueron ABN Amro, Banque Bruxelles Lambert, Barclays Bank, Chase Manhattan, Citigroup, Crédit Suisse Group, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC Holdings, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nomura y UBS.

(19) Banco Internacional de Pagos, *68 Informe anual*, pág. 8.

(20) Banco Internacional de Pagos, *68 Informe Anual 1998*, pág. 86.

(21) Banco Internacional de Pagos, *68 Informe Anual 1998*, pág. 93.