



corto y medio plazos y las operaciones de bolsa sobre títulos. Asimismo, establecían un sistema de liberación condicional para otros movimientos de capital, como las emisiones de valores mobiliarios y los créditos a medio y largo plazos sin vínculos con transacciones comerciales.<sup>8</sup>

Sin embargo, el impulso definitivo para implantar esta libertad no fue posible hasta finales de los ochenta. Con el Acta Única Europea en 1986 se puso en marcha el plan para establecer un mercado sin fronteras entre los estados miembros.<sup>9</sup> Entre las medidas necesarias para este mercado se incluía la plena liberación de los movimientos internos de capital; se buscaba que los que se realizaran entre los estados miembros recibieran el mismo tratamiento que los que se dan dentro de un Estado. Es decir, que el residente en un Estado miembro pueda tener acceso a los mercados y productos financieros disponibles en cualquier país de la Unión Europea en las mismas condiciones que los residentes en ese país. Aunque el mercado único estaba previsto inicialmente para 1992 y todavía no se ha alcanzado en su plenitud, las medidas relativas a capitales sí se han aprobado.

El primer paso para liberar los movimientos de capitales se dio con la directiva del 17 de noviembre de 1986.<sup>10</sup> Se trataba de un pequeño avance: se suprimía la lista D, que contenía los movimientos no liberados. Las operaciones de esta lista pasaban a la C, que suponía un compromiso parcial de liberarlos.

El paso definitivo se dio tras dos años. La directiva del 24 de junio de 1988,<sup>11</sup> vigente desde el 1 de julio de 1990,<sup>12</sup> derogó las anteriores y estableció la liberación total de los movimientos de capitales entre los residentes en los estados miembros. Así se suprimió toda restricción, entendiéndose por ésta cualquier traba, legal o administrativa, que imponga condiciones de forma o de fondo a las operaciones de capital, tenga su origen o no en reglas de cambio.

El Tratado de la Unión Europea de 1992, conocido como Tratado de Maastricht, por haberse negociado y firmado en la ciudad holandesa de ese nombre, incorpora y amplía la liberación estipulada en la directiva de 1988.<sup>13</sup> Extiende la libre circulación de capitales a las operaciones entre residentes de los estados miembros y residentes de terceros estados ajenos a la Unión, aunque sujeta a nuevas cláusulas de salvaguardia, que se aplicarán en caso de "dificultades graves para el funcionamiento de unión económica y monetaria" y por "razones políticas graves".<sup>14</sup>

8. Valentín Azofra Palenzuela, "El sistema de la directiva 88/361/CEE y los instrumentos jurídicos para la libre circulación de capitales", en *Libre circulación de capitales en la CEE*, Centro de Estudios Europeos, Editorial Lex Nova, Valladolid, 1990, pp. 53-61.

9. *Libro Blanco de la Comisión para la Realización del Mercado Interior*, 1985 [COM (85) 310, final].

10. Directiva del Consejo 86/566/CEE, del 17 de noviembre de 1986.

11. Directiva del Consejo 88/361 CEE, de 24 de junio de 1988. DOCEL 178, del 8 de julio de 1988.

12. Aunque con regímenes transitorios para su aplicación en España, Grecia, Irlanda y Portugal.

13. Tratado de la Unión Europea, firmado en Maastricht el 7 de febrero de 1992.

14. Tratado de la Unión Europea, artículos 73 F y 73 G en relación con el artículo 228 A.

## LA LIBERACIÓN DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS

**D**urante muchos años la progresiva liberación de los movimientos de capitales no tuvo consecuencias prácticas en lo concerniente a la creación de un espacio financiero europeo. Con el Acta Única Europea de 1986 se vinculan por primera vez la liberación ya iniciada en materia de circulación de capitales con la de los servicios financieros. Como parte del plan para establecer el mercado interior<sup>15</sup> se prevé establecer un mercado común de servicios financieros. Este nuevo objetivo se plasmó en la segunda directiva bancaria de 1989.<sup>16</sup>

El primer paso fue delimitar el concepto de entidad de crédito. Se hizo de acuerdo con la concepción funcional de la primera directiva.<sup>17</sup> Independientemente de la forma que adopten, se consideran entidades de crédito las que tienen como función esencial la de actuar como intermediarias indirectas en el crédito. Sin embargo, la directiva optó por un modelo de banca universal al definir las actividades incluidas en la noción de entidad de crédito.<sup>18</sup>

En segundo lugar, la directiva instauro el principio de la autorización única o licencia bancaria única para toda la Unión Europea. Una vez que una entidad de crédito recibe autorización de un Estado miembro, para lo cual debió cumplir con un capital mínimo inicial y con la exigencia de comunicar determinados datos al banco central de ese Estado, puede actuar en el territorio de cualquier otro Estado miembro, ya sea para la apertura de sucursales o para la libre prestación de servicios.

Asimismo, la directiva establece el principio de la supervisión prudencial por el Estado miembro de origen, es decir, la entidad de crédito es controlada por la autoridad monetaria del Estado miembro que la haya autorizado.

## LOS MERCADOS DE VALORES

**N**o se prevé la creación de un mercado único de valores en la Unión Europea, ni un modelo de organización para los mercados nacionales, por lo que éstos pueden estructurarse y desenvolverse del modo que consideren más adecuado a sus peculiares circunstancias y tradiciones económicas, sociales y culturales.<sup>19</sup> De hecho, en la Unión Europea conviven el modelo anglosajón, con grandes creadores de mercado, escasamente re-

15. *Libro Blanco*..., *op. cit.*

16. Segunda Directiva del Consejo (89/646/CEE), del 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

17. Directiva 77/780/CEE, del 12 de diciembre, sobre la coordinación de disposiciones legales, reglamentarias administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

18. La segunda directiva recoge una lista de actividades que pueden realizar las entidades de crédito en el ámbito de la Unión Europea. Esta lista incluye: recepción de depósitos, préstamos, arrendamiento, operaciones de pago, emisión y gestión de medios de pago, concesión de garantías, participación en las emisiones de títulos, transacciones del mercado monetario y de cambios, custodia de valores negociables, alquiler de cajas fuertes, y asesoramiento a empresas.

19. "El nuevo derecho español y europeo del mercado de valores", *Bolsa de Madrid*, núm. 31, marzo de 1995, pp. 17-19.

gulado y de gran vocación internacional, y el latino, con participantes de menor tamaño, elevada regulación y menor vocación internacional. El mercado alemán es un caso intermedio.

La Unión Europea simplemente establece dos principios generales para el mercado de valores: el de la transparencia informativa y el de la tutela de los intereses de los inversionistas.

Aunque la Unión no lo exige, la mayoría de los estados miembros han establecido un órgano de control, supervisión e inspección del mercado de valores que a la vez permite coordinar los sistemas nacionales.<sup>20</sup> Asimismo, casi todos los estados han optado por un sistema de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta que, a pesar de que no es requisito de la Unión, se ha impuesto por las exigencias del tráfico y facilitado por los avances de la informática.

Con respecto al mercado primario, la única obligación que impone la Unión Europea es elaborar y distribuir un folleto informativo en caso de oferta pública de valores negociables.<sup>21</sup>

En cuanto a los mercados secundarios, se ha establecido un mínimo necesario de armonización en la admisión de los valores con cotización oficial en la bolsa y en el comportamiento de los operadores en el mercado. En cuanto a la primera, requiere que la entidad aspirante satisfaga una serie de condiciones que garanticen su solvencia y, por tanto, la liquidez y seguridad de las inversiones en la misma.<sup>22</sup> Asimismo, la Unión exige unas normas mínimas para el comportamiento de los operadores en el mercado de valores, en los siguientes extremos: el deber de información cualificada de las sociedades cotizadas,<sup>23</sup> el régimen jurídico tanto de las ofertas públicas de venta como de las de adquisición de acciones, y la prohibición del uso indebido de informaciones privilegiadas.<sup>24</sup> En este marco jurídico, la propia Federación Europea de Bolsas de Valores ha iniciado tentativas de colaboración entre sus asociados que han culminado con un proyecto de bolsa comunitaria.

El primer proyecto relevante fue el IDIS (Interbourse Data Information System), de 1978, un plan de colaboración para optimizar los sistemas de información entre las bolsas europeas. Pese a su objetivo limitado, el proyecto fracasó por el recelo de las propias bolsas a ceder autonomía y control.

En 1989 se emprendió el Proyecto de Precios e Información para Europa (PIPE), que constaba de tres partes. La primera, lla-

20. En el caso de España la adaptación del mercado nacional a los principios comunitarios y la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se efectuó mediante la Ley del Mercado de Valores de 1988.

21. Directiva 89/298/CEE.

22. Directiva 79/279/CEE del 5 de marzo, relativa a la coordinación de las condiciones para la admisión de valores a cotización oficial en una bolsa de valores, y Directiva 80/390/CEE del 17 de marzo, relativa a la coordinación de las condiciones de redacción, control y difusión del prospecto que deberá publicarse para la admisión de valores a cotización oficial en una bolsa de valores.

23. Directiva del Consejo 82/121/CEE del 15 de febrero, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores, y Directiva 88/627/CEE, del 12 de diciembre, sobre informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una parte importante en una sociedad cotizada en bolsa.

24. Directiva 89/592/CEE, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

C U A D R O 1

NÚMERO DE COMPAÑÍAS ADMITIDAS A COTIZACIÓN

Bolsa	Nacionales	Extranjeras	Total
Amsterdam	236	220	456
Atenas	187	-	187
Bruselas	150	140	290
Copenhague	204	9	213
Dublín	62	9	71
Federación Alemana	674	898	1 572
Helsinki	71	-	71
Lisboa	182	-	182
Londres	1 813	457	2 270
Luxemburgo	54	216	270
Madrid	362	4	366
Federación de Italia	222	4	226
Oslo	142	12	154
París	715	194	909
Estocolmo	222	11	233
Federación de Suiza	215	232	447
Viena	97	39	136

Fuente: Federation of European Stock Exchanges, *European Stock Exchange Statistics*, julio de 1995.

mada Euroquote, consistía en implantar una red informática interactiva que sirviera de soporte para un sistema mecanizado de contratación de valores y para una serie de servicios asociados, como la difusión de información, la liquidación y compensación de operaciones, etc. La segunda era la Eurolist, que preveía la admisión a cotización de una lista de grandes compañías de forma simultánea en todas las bolsas de la Federación, con un marco regulatorio único y con la posibilidad de ofrecer un índice común europeo. El tercer elemento era el European Wholesale Market (EWM), mercado de grandes paquetes de los principales valores europeos, destinado a inversionistas institucionales.<sup>25</sup> Sin embargo, el proyecto PIPE apenas se ha podido aplicar. Las iniciativas Euroquote y EWM se abandonaron a principio de los noventa. Al parecer sólo Eurolist se instaurará en breve, aunque con mucho menor alcance de lo previsto en principio: simplemente será un listado actualizado de los principales valores admitidos a cotización en varias bolsas europeas.

CONSECUENCIAS EN LOS MERCADOS Y CONCLUSIONES

En Europa los mercados de valores están aún muy fragmentados, pese a los avances en materia de regulación y de los proyectos de colaboración citados. La Bolsa de Londres representa casi la mitad del tamaño total de las bolsas europeas, tanto en el número de compañías cotizadas (cuadro 1) como en el volumen de contratación (cuadro 2). El resto son pequeñas y

25. Véase Gonzalo Rodríguez de Castro, "Hacia un mercado común europeo de valores", *Suplementos sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española*, núm. 34, 1991, pp. 43-50.

C U A D R O 2

**CONTRATACIÓN EFECTIVA EN ACCIONES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS EUROPEAS<sup>1</sup> (MILLONES DE UME)**

	Amsterdam	Bruselas Alemana	Federación Alemana	Londres	Madrid	Milán	París
1990	31 894	7 537	405 476	430 561	28 428	33 318	93 336
1991	30 857	6 873	316 433	451 239	28 616	20 239	91 307
1992	34 731	7 730	348 798	514 631	26 215	21 425	96 695
1993	57 530	12 076	514 787	737 492	36 236	65 917	144 430
1994	67 509	12 233	494 632	799 402	40 729	115 597	152 309
1995 <sup>a</sup>	42 716	5 651	232 200	413 296	19 272	38 948	80 645

1. Debido a que las bolsas emplean diferentes sistemas de contabilización de operaciones para totalizar la contratación, las cifras de este cuadro no son estricta y directamente comparables. a. Enero-junio.

Fuente: *Bolsa de Madrid*, núm. 35, julio de 1995.

operan sobre todo en escala nacional. Aunque en algunos aspectos esta fragmentación no es favorable, ni siquiera para los intereses particulares de cada una de las bolsas, éstas han recuperado su mercado nacional, haciendo valer la teoría de la ventaja del mercado propio, según la cual la liquidez de un valor es más estable en su mercado de origen.<sup>26</sup>

Con todo, la liberalización del marco regulatorio ha supuesto una mucho mayor integración de los mercados de valores europeos en lo referente a inversiones en cartera. En el cuadro 3 se aprecia el efecto que tuvo la liberación en 1993 en el caso de España. Sin embargo, en algunos casos (como el del Reino Unido y Francia) esta integración ha aumentado más en relación con Estados Unidos y Japón que con el resto de bolsas europeas.<sup>27</sup>

Por su parte, las inversiones directas<sup>28</sup> entre los estados miembros de la Comunidad aumentaron de modo significativo desde el momento en que se liberaron,<sup>29</sup> tal como habían previsto los estudios teóricos. Así, de 1966 a 1970 se incrementaron 63%, y de 1970 a 1978 se cuadruplicaron.<sup>30</sup> Las inversiones directas siguen una pauta de distribución por la cual los estados miembros con mayor desarrollo económico (Alemania, el Reino Unido, los Países Bajos) son exportadores netos de capital hacia los menos avanzados (Portugal, Grecia, Irlanda, España e Italia). Sin embargo, las inversiones directas entre terceros países y los esta-

26. "¿Hacia dónde va la contratación bursátil?", *Bolsa de Madrid*, núm. 20, marzo de 1994, pp. 4-9.

27. Véase D.C. Corner y I. Tonks, *The Impact of the Internationalisation of World Stock Markets on the Integration EC Securities Markets*, Macmillan, 1987.

28. Las inversiones directas son las que se realizan con el objeto de crear o adquirir una sucursal o filial de la que se pretende mantener el control.

29. Esto ocurrió, como ya se mencionó, en los años sesenta, con la inclusión de las inversiones directas en la lista A de las directivas de 1960 y 1962.

30. J. Pelkmans, "European Direct Investments in the European Community", *Journal of European Integration*, vol. 7-1, 1983, pp. 41-70.

C U A D R O 3

**INVERSIONES EXTRANJERAS EN ESPAÑA (MILLONES DE PESETAS)**

Año	Compras	Ventas	Inversión neta
1991	1 650 954	1 340 999	309 955
1992	1 834 560	1 477 021	357 539
1993	3 030 205	2 104 444	925 761
1994	3 458 308	3 336 294	122 014
1995 <sup>a</sup>	1 080 627	1 014 192	66 436

a. Enero-mayo.

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores.

dos miembros de la Unión Europea son mayores que las que hay entre los estados miembros, tendencia que parece mantenerse.<sup>31</sup>

Al mismo tiempo, el flujo internacional de inversiones directas de la Unión Europea ha cambiado de signo. De ser un receptor neto de inversiones directas en los años cincuenta y sesenta, equilibró su balance en los setenta, y desde entonces ha sido exportador neto de inversiones directas.

Las medidas para liberar los servicios financieros también han tenido consecuencias en el sector. Evidentemente, han supuesto un incremento de la competencia y de la penetración extranjera, pero de manera muy desigual según segmentos de mercado. Ha sido mucho mayor en el caso de la banca de inversiones que en el de banca al menudeo. Un segundo efecto ha sido el ajuste de tamaño de ciertas entidades, buscando el óptimo para competir en el nuevo entorno. Ésta ha sido la causa de muchas de las fusiones bancarias de los últimos años.

Sin embargo, no ha habido grandes cambios para el pequeño consumidor de servicios financieros. Sólo las grandes empresas han utilizado masivamente las posibilidades de un mercado integrado de servicios financieros y de la libre circulación de capitales. Y es que los avances hacia una mayor integración financiera se atenúan por el riesgo del tipo de cambio. Desde los inicios de la Comunidad era evidente que para establecer la libre circulación de capitales y crear un espacio financiero europeo único es indispensable una mayor cooperación monetaria y de las políticas económicas.<sup>32</sup> Sin embargo, los estados siempre han sido muy reacios a ésta, celosos de su autonomía en política monetaria y económica en general. El Sistema Monetario Europeo creó una zona de estabilidad, pero no ha sido capaz de evitar los efectos de las recientes crisis monetarias en Europa. El camino hacia la unión monetaria, ya iniciado y con fecha incierta de culminación, que concluirá con el establecimiento de una moneda única y de un banco central europeo, proporcionará las condiciones idóneas para una definitiva integración de los mercados financieros en Europa. **e**

31. Véase Willem Mole, *The Economics of European Integration: Theory, Practice and Policy*, Dartmouth Publishing, Aldershot, 1990, pp. 225-245.

32. Segré, *Le développement d'un marché européen des capitaux*, Comisión de las Comunidades Europeas, Luxemburgo, 1966.