

Mercado de capitales europeo. El camino a la integración

M^a EUGENIA ESCUDERO PRADO [coord.]
A Coruña: Netbiblo. 2004
[402 páginas]

Recibido: 3 de febrero de 2005
Aceptado: 28 de febrero de 2005

El espacio financiero europeo ha ido evolucionando en los últimos años con un objetivo común a todos los países: la integración de los mercados con el fin de alcanzar el nivel competitivo necesario frente a los grandes mercados del resto del mundo.

La implantación de la moneda única fue el paso definitivo en la creación del mayor mercado financiero del mundo después del americano –la cifra de contratación conjunta en el año 2004 superó los 10,5 billones de euros–, y propició una mayor cohesión entre los mercados de los diferentes países. La necesidad de una estructura común ha favorecido que los mercados de valores europeos se encuentren inmersos en una verdadera revolución que cambiará y que armonizará tanto su estructura legal como su organización y su operativa.

Actualmente, la mayor parte de las bolsas de países europeos están, de forma más o menos activa, implicadas en este proceso. Las sucesivas ampliaciones de la Unión Europea han ensanchado el espacio financiero europeo. Los movimientos hacia un verdadero *espacio financiero común* se han ido intensificando en los últimos años con numerosas experiencias de alianzas, de fusiones y de otros proyectos de cooperación entre plazas bursátiles. En unos casos, las alianzas entre bolsas han derivado en mercados tan potentes como Euronext, que comenzó a funcionar en enero de 2001 fruto de la unión de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas, a las que unos meses después se unieron la Bolsa de Valores de Lisboa y de Oporto. Las cifras dan muestra de la importancia de esta unión, pues en diciembre de 2004 Euronext ocupaba el segundo lugar en el *ranking* europeo por su volumen de contratación y capitalización del mercado, tras la Bolsa de Londres. En muchos otros casos, los proyectos comunes no llegaron a fructificar; alguno no pasó de ser sólo eso, un proyecto, que ni siquiera llegó a ponerse en marcha, como la unión anunciada en mayo de 2000 de las bolsas de Londres y de Francfort para la creación de una nueva compañía –la iX International Exchange–, proyecto al que la Bolsa de Madrid llegó a manifestar su intención de adherirse. En cualquier caso, lo que sí se demuestra es el interés de los responsables de los países implicados en buscar sinergias que permitan conseguir mayores niveles de competitividad.

Pero hablar de un espacio financiero común no sólo se limita a los proyectos de integración de las distintas bolsas europeas. En el terreno normativo es ya muy largo el camino recorrido hacia la consecución de los objetivos de un mercado único de servicios financieros que, además de la libertad de movimientos de capital,

abarca las tres grandes ramas de actividad financiera: banca, valores y seguros. Los mercados de capitales se encuentran en una senda irreversible hacia la integración. La consecución del llamado *pasaporte europeo* con la consiguiente libertad de acceso a cualquier mercado, la transparencia y la protección de los inversores son algunos de los retos que tanto los mercados como la autoridades competentes se han empeñado en conseguir.

En el libro que presentamos se analizan en profundidad los distintos mercados europeos y sus estrategias de integración, así como las modificaciones legislativas más importantes que se están llevando a cabo en el seno de la UE. Comienza con dos capítulos genéricos dedicados al marco del proceso de globalización financiera que está teniendo lugar en la actualidad. Por una parte, las posibles vías de integración eficiente de la industria financiera y, por otra, de los mercados bursátiles europeos. Los principales mercados europeos son analizados en el tercer capítulo, que describe tanto los distintos sistemas bursátiles como los principales indicadores de su evolución.

En cuanto al marco regulatorio, los seis capítulos siguientes se centran en los principales avances logrados en materia normativa. El principal texto sobre convergencia en este sentido es el denominado *Informe Lamfalussy*, presentado en el año 2002. Su objetivo es ofrecer propuestas concretas para la reforma de las regulaciones que afectan a los mercados de valores de cara a lograr su integración. En él se revisan, en primer lugar, las razones que justifican el necesario cambio, esto es, los potenciales beneficios en los niveles micro y macroeconómico de un mercado de valores integrado y el posible incremento en la oferta de capital acciones y capital riesgo a las pequeñas y medianas empresas. La integración de los mercados de capitales y servicios financieros permitiría una mejor asignación de capitales en la economía europea, supondría menores costes de transacción, ofrecería mayor liquidez en los mercados, un sistema financiero más diversificado e innovador y más oportunidades del delimitar el riesgo.

Por otro lado, el informe insiste en que las barreras a la integración de los mercados son todavía muchas y difíciles de superar: diferencias entre sistemas legales en procesos de quiebra, procedimientos judiciales, diferencias en sistemas impositivos, barreras políticas, de comercio exterior, culturales, etc. Pero el mayor handicap a la integración es, precisamente, la falta de unas normas europeas básicas en lo relativo a los mercados financieros, por ejemplo, la inexistencia de principios establecidos comúnmente en la legislación relativa a servicios financieros, las divergencias en las normas de admisión a cotización y definición de oferta pública, la ambigüedad en la definición de inversor profesional, la inexistencia de reglas comunes en fusiones, la inexistencia de normas contables aceptadas en todo el ámbito europeo, las divergencias en el tratamiento de los abusos del mercado y en las normas de inversión en planes de pensiones, las reglas inapropiadas para tratar con los sistemas de comercio alternativos, etc.

Sobre todas estas medidas trabaja la Comisión Europea y a los principales avances se dedican los capítulos del 5 al 9. Las directivas de servicios de inversión,

abuso al mercado, transparencia, la armonización contable europea y los informes elaborados sobre el *buen gobierno corporativo* destacan por el importante grado de implantación ya alcanzado.

La actual *Directiva sobre servicios de inversión y mercados regulados* sustituye a la *Directiva de servicios de inversión* del año 1993. La propuesta de la Comisión trata de incrementar el grado de armonización de las normativas nacionales y de satisfacer dos de los principales requisitos para la consecución de un mercado interno de servicios financieros. Por un lado, dar a las firmas de inversión un pasaporte único que les permita operar en toda la UE y, por otro, asegurar que los inversores disfruten de un mayor nivel de protección cuando contraten servicios financieros. Esta directiva trata de velar por la integridad y por la transparencia de los mercados y de fomentar la competencia entre los mercados tradicionales y otros sistemas de negociación, lo que provocará un aumento de la innovación, reducirá los costes de transacción y liberará más fondos para la inversión, lo que en último término se traducirá en un mayor crecimiento económico.

La protección del inversor es también objetivo prioritario en la regulación del abuso del mercado. El aumento de la integridad de los mercados, reduciendo la posibilidad de manipularlos y de llevar a cabo operaciones con información privilegiada, y la creación de una disciplina común que permita incrementar la confianza de los inversores y mejorar la cooperación entre las autoridades nacionales competentes son los objetivos de la *Directiva sobre abusos del mercado*, aprobada en octubre del año 2002. Los casos recientes de delitos relacionados con la manipulación de datos contables han puesto de manifiesto la necesidad de una normativa como ésta, tal y como muestra la descripción que en el texto se realiza de los casos de Enron y de Parmalat, entre otros.

La prevención del abuso al mercado se concreta en diversas obligaciones en la actuación de los emisores y de los demás participantes del mercado. Uno de los ámbitos de aplicación en este sentido recoge un conjunto de normas relacionadas con la difusión pública de información al mercado, objetivo también de otras directivas europeas sobre transparencia e información. La *Directiva sobre folletos de emisión* fue aprobada en julio de 2003, pretende armonizar los requisitos para la elaboración, aprobación y distribución del folleto que se publicará cuando se oferten al público o se admitan a cotización valores en un mercado regulado de un Estado miembro. La directiva ofrece, en definitiva, una normativa común sobre la documentación exigida en operaciones públicas de venta (OPV) de valores. Por su parte, la *Directiva de transparencia*, aprobada en marzo del año 2004, establece una serie de normas para mejorar la información que han de proporcionar periódicamente los emisores de valores cotizados en mercados regulados.

El proceso de globalización económica que estamos viviendo y la internacionalización de la actividad empresarial han provocado también la necesidad de una mayor armonización contable en el ámbito supranacional, con el fin de lograr la homogeneidad de los estados financieros de empresas de distintos países de forma

que la información suministrada por la contabilidad pueda ser comprendida y comparada por parte de todo tipo de usuarios –inversores, analistas, trabajadores, entidades financieras, etc.– Con este objetivo nace en el año 1973 el *International Accounting Standards Committee*, que en el año 1995 recibe el encargo de elaborar un cuerpo básico de normas contables que pudieran ser aceptadas en los mercados financieros internacionales: las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC). Los grupos empresariales que cotizan en los mercados financieros comienzan a aplicar estas normas a partir del 1 de enero de 2005.

La implantación de un comportamiento mercantil correcto, según un conjunto de buenas prácticas, éticas y morales, constituye la base del *buen gobierno corporativo*. La evolución de las empresas en las economías más desarrolladas creó la necesidad de regular los posibles conflictos que surgen entre inversores-accionistas, directivos y ejecutivos, derivados principalmente de los problemas de comunicación de las decisiones empresariales. Para la resolución de esos conflictos de interés surgen los llamados *Códigos de buen gobierno*, que son revisados en este libro, desde las primeras iniciativas hasta la situación actual, y tanto en España como en el resto del mundo.

Los cinco últimos capítulos del libro se dedican a estudios monográficos sobre las instituciones de inversión colectiva, la actividad del sistema bancario español, la política monetaria del Banco Central Europeo, la estructura de los tipos de interés y el mercado interbancario. Todos estos capítulos tienen como objetivo común profundizar en la estrategia financiera de aquellas instituciones que en mayor medida se ven afectadas por la realidad de la globalización financiera, eje de toda la publicación.

Para terminar, sólo queremos señalar que se trata de una obra de divulgación que refleja el difícil camino hacia la integración de los mercados financieros en Europa, y que puede resultar de gran interés para inversores y emisores, para estudiantes y profesionales y, en general, para todo aquel que encuentre atractivo el mundo de los mercados de capitales.

LORETO FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Santiago de Compostela