

**Mercado de capitales europeo. El camino a la integración**

M<sup>a</sup> EUGENIA ESCUDERO PRADO [coord.]  
A Coruña: Netbiblo. 2004  
[402 páxinas]

*Recibido:* 3 de febreiro de 2005

*Aceptado:* 28 de febreiro de 2005

O espazo financeiro europeo foi evolucionando nos últimos anos cun obxectivo común a todos os países: a integración dos mercados co fin de alcanzar o nivel competitivo necesario fronte aos grandes mercados do resto do mundo.

A implantación da moeda única foi o paso definitivo na creación do maior mercado financeiro do mundo despois do americano –a cifra de contratación conxunta no ano 2004 superou os 10,5 billóns de euros–, e propiciou unha maior cohesión entre os mercados dos diferentes países. A necesidade dunha estrutura común favoreceu que os mercados de valores europeos estean inmersos nunha verdadeira revolución que cambiará e que harmonizará tanto a súa estrutura legal coma a súa organización e a súa operativa.

Actualmente, a maior parte das bolsas dos países europeos están, de forma máis ou menos activa, implicadas neste proceso. As sucesivas ampliacións da Unión Europea ensancharon o espazo financeiro europeo. Os movementos cara a un verdadeiro *espazo financeiro común* fóronse intensificando nos últimos anos con numerosas experiencias de alianzas, de fusións e doutros proxectos de cooperación entre prazas bolsistas. Nuns casos, as alianzas entre bolsas derivaron en mercados tan potentes coma Euronext, que comezou a funcionar en xaneiro de 2001 froito da unión das bolsas de París, de Amsterdam e de Bruxelas, ás que uns meses despois se lles uniron a Bolsa de Valores de Lisboa e do Porto. As cifras dan mostra da importancia desta unión, pois en decembro de 2004 Euronext ocupaba o segundo lugar no *ranking* europeo polo seu volume de contratación e capitalización do mercado, tras a Bolsa de Londres. En moitos outros casos, os proxectos comúns non chegaron a frutificar; algún non pasou de ser só iso, un proxecto, que nin tan sequera se chegou a poñer en marcha, como a unión anunciada en maio de 2000 das bolsas de Londres e de Francfort para a creación dunha nova compañía –a iX International Exchange–, proxecto ao que a Bolsa de Madrid chegou a manifestar a súa intención de adherirse. En calquera caso, o que si se demostra é o interese dos responsables dos países implicados en buscar sinerxías que permitan conseguir maiores niveis de competitividade.

Pero falar dun espazo financeiro común non só se limita aos proxectos de integración das distintas bolsas europeas. No terreo normativo é xa moi longo o camiño percorrido cara á consecución dos obxectivos dun mercado único de servizos financeiros que, ademais da liberdade de movementos de capital, abarca as tres grandes ramas de actividade financeira: banca, valores e seguros. Os mercados de capi-

tais atópanse nunha senda irreversible cara á integración. A consecución do chamado *pasaporte europeo*, coa conseguinte liberdade de acceso a calquera mercado, a transparencia e a protección dos investidores son algúns dos retos que tanto os mercados coma as autoridades competentes se empeñaron en conseguir.

No libro que presentamos analízanse polo miúdo os distintos mercados europeos e as súas estratexias de integración, así como as modificacións lexislativas máis importantes que se están levando a cabo no seo da UE. Comeza con dous capítulos xenéricos dedicados ao marco do proceso de globalización financeira que está tendo lugar na actualidade. Por unha parte, as posibles vías de integración eficiente da industria financeira e, por outra, dos mercados bolsistas europeos. Os principais mercados europeos son analizados no terceiro capítulo, que describe tanto os distintos sistemas bolsistas coma os principais indicadores da súa evolución.

En canto ao marco regulatorio, os seis capítulos seguintes céntranse nos principais avances logrados en materia normativa. O principal texto sobre converxencia neste sentido é o denominado *Informe Lamfalussy*, presentado no ano 2002. O seu obxectivo é ofrecer propostas concretas para a reforma das regulacións que afectan aos mercados de valores de cara a lograr a súa integración. Nel revísanse, en primeiro lugar, as razóns que xustifican o necesario cambio, isto é, os potenciais beneficios nos niveis micro e macroeconómico dun mercado de valores integrado e o posible incremento na oferta de capital accións e capital risco ás pequenas e medianas empresas. A integración dos mercados de capitais e servizos financeiros permitiría unha mellor asignación de capitais na economía europea, supoñería uns menores custos de transacción, ofrecería unha maior liquidez nos mercados, un sistema financeiro máis diversificado e innovador e máis oportunidades de delimitar o risco.

Por outro lado, o informe insiste en que as barreiras á integración dos mercados aínda son moitas e difíciles de superar: diferenzas entre sistemas legais en procesos de quebra, procedementos xudiciais, diferenzas en sistemas impositivos, barreiras políticas, de comercio exterior, culturais, etc. Pero o maior hándicap á integración é, precisamente, a falta dunhas normas europeas básicas no relativo aos mercados financeiros como, por exemplo, a inexistencia de principios establecidos comunmente na lexislación relativa a servizos financeiros, as diverxencias nas normas de admisión a cotización e definición de oferta pública, a ambigüidade na definición de investidor profesional, a inexistencia de regras comúns en fusionés, a inexistencia de normas contables aceptadas en todo o ámbito europeo, as diverxencias no tratamento dos abusos do mercado e nas normas de investimento en plans de pensións, as regras inapropiadas para tratar cos sistemas de comercio alternativos, etc.

Sobre todas estas medidas traballa a Comisión Europea e aos principais avances dedícanse os capítulos do 5 ao 9. As directivas de servizos de investimento, abuso ao mercado, transparencia, a harmonización contable europea e os informes elaborados sobre o *bo goberno corporativo* destacan polo importante grao de implantación xa alcanzado.

A actual *Directiva sobre servizos de investimento e mercados regulados* substitúe á *Directiva de servizos de investimento* do ano 1993. A proposta da Comisión trata de incrementar o grao de harmonización das normativas nacionais e de satisfacer dous dos principais requisitos para a consecución dun mercado interno de servizos financeiros. Por un lado, darlles ás firmas de investimento un pasaporte único que lles permita operar en toda a UE e, por outro, asegurar que os investidores gocen dun maior nivel de protección cando contraten servizos financeiros. Esta directiva trata de velar pola integridade e pola transparencia dos mercados e de fomentar a competencia entre os mercados tradicionais e outros sistemas de negociación, o que provocará un aumento da innovación, reducirá os custos de transacción e liberará máis fondos para o investimento, o que en último termo se traducirá nun maior crecemento económico.

A protección do investidor tamén é un obxectivo prioritario na regulación do abuso do mercado. O aumento da integridade dos mercados, reducindo a posibilidade de manipularlos e de levar a cabo operacións con información privilexiada, e a creación dunha disciplina común que permita incrementar a confianza dos investidores e mellorar a cooperación entre as autoridades nacionais competentes son os obxectivos da *Directiva sobre abusos do mercado*, aprobada en outubro do ano 2002. Os casos recentes de delitos relacionados coa manipulación de datos contables puxeron de manifesto a necesidade dunha normativa como esta, tal e como mostra a descrición que no texto se realiza dos casos de Enron e de Parmalat, entre outros.

A prevención do abuso ao mercado concrétase en diversas obrigas na actuación dos emisores e dos demais participantes do mercado. Un dos ámbitos de aplicación neste sentido recolle un conxunto de normas relacionadas coa difusión pública de información ao mercado, obxectivo tamén doutras directivas europeas sobre transparencia e información. A *Directiva sobre folletos de emisión*, que foi aprobada en xullo do ano 2003, pretende harmonizar os requisitos para a elaboración, aprobación e distribución do folleto que se publicará cando se oferten ao público ou se admitan a cotización valores nun mercado regulado dun Estado membro. A directiva ofrece, en definitiva, unha normativa común sobre a documentación esixida en operacións públicas de venda (OPV) de valores. Pola súa parte, a *Directiva de transparencia*, aprobada en marzo do ano 2004, establece unha serie de normas para mellorar a información que han proporcionar periodicamente os emisores de valores cotizados en mercados regulados.

O proceso de globalización económica que estamos vivindo e a internacionalización da actividade empresarial provocaron tamén a necesidade dunha maior harmonización contable no ámbito supranacional, co fin de lograr a homoxeneidade dos estados financeiros de empresas de distintos países de forma que a información subministrada pola contabilidade poida ser comprendida e comparada por parte de todo tipo de usuarios –investidores, analistas, traballadores, entidades financeiras, etc.–. Con este obxectivo nace no ano 1973 o *International Accounting Standards Committee*, que no ano 1995 recibe o encargo de elaborar un corpo básico de nor-

mas contables que puideran ser aceptadas nos mercados financeiros internacionais: as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC). Os grupos empresariais que cotizan nos mercados financeiros comezan a aplicar estas normas a partir do 1 de xaneiro de 2005.

A implantación dun comportamento mercantil correcto, segundo un conxunto de boas prácticas, éticas e morais, constitúe a base do *bo goberno corporativo*. A evolución das empresas nas economías máis desenvolvidas creou a necesidade de regular os posibles conflitos que xorden entre investidores-accionistas, directivos e executivos, derivados principalmente dos problemas de comunicación das decisións empresariais. Para a resolución deses conflitos de interese xorden os chamados *Códigos de bo goberno*, que son revisados neste libro, desde as primeiras iniciativas ata a situación actual, e tanto en España coma no resto do mundo.

Os cinco últimos capítulos do libro dedícanse a estudos monográficos sobre as institucións de investimento colectivo, a actividade do sistema bancario español, a política monetaria do Banco Central Europeo, a estrutura dos tipos de xuro e o mercado interbancario. Todos estes capítulos teñen como obxectivo común afondar na estratexia financeira daquelas institucións que en maior medida se ven afectadas pola realidade da globalización financeira, eixe de toda a publicación.

Para rematar, só queremos sinalar que se trata dunha obra de divulgación que reflicte o difícil camiño cara á integración dos mercados financeiros en Europa, e que pode resultar dun grande interese para investidores e emisores, para estudantes e profesionais e, en xeral, para todo aquel que atope atractivo o mundo dos mercados de capitais.

LORETO FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ  
Departamento de Economía Financeira e Contabilidade  
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais  
Universidade de Santiago de Compostela