

# LA LIBERTAD DE CIRCULACION DE CAPITALES EN LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA Y LA ADHESION DE ESPAÑA A LAS COMUNIDADES EUROPEAS

por Antonio ORTIZ-ARCE (\*)

## SUMARIO

I. INTRODUCCION.—II. LOS DESARROLLOS DE LA LIBERTAD DE CIRCULACION DE CAPITALES EN LA CEE: 1. Las disposiciones en el derecho comunitario originario. 2. Las directivas sobre capitales y sobre pagos corrientes. 3. Las directivas sobre valores mobiliarios. 4. Referencia a los euromercados.—III. LOS DESARROLLOS DE LA LIBERTAD DE CIRCULACION DE CAPITALES EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA CEE: 1. El régimen de las inversiones intracomunitarias. 2. El régimen de las inversiones extracomunitarias y los convenios de protección de las inversiones privadas en el extranjero.—IV. LOS DESARROLLOS DEL REGIMEN DE LAS INVERSIONES PRIVADAS DE CAPITAL EXTRANJERO EN ESPAÑA: 1. Las disposiciones en la fase de 1959 a 1974. 2. Las disposiciones posteriores y las adaptaciones al derecho comunitario europeo.—V. CONCLUSIONES.

## I. INTRODUCCION

La libre circulación de capitales «significa que en el Mercado común los capitales pueden invertirse de acuerdo con las leyes del mercado allí donde las perspectivas de rendimiento son mayores, contribuyendo así al aumento de la productividad y del nivel de vida..., aunque, sobre todo, la falta de acuerdo sobre una concepción económica suficientemente precisa y de una voluntad política determinada es la que explica la separación que se puede constatar en la liberalización de los movimientos de capitales en relación a la de otros factores de producción y a la libre circulación de mercancías ya realizada» (1). En realidad, el punto de

(\*) Catedrático de Derecho Internacional Privado, Universidad de Valladolid.

(1) SARMET, M.: «Les capitaux» en MEGRET, J.: *Le droit de la Communauté Economique Européenne*, vol. 3, Bruselas, 1971, p. 173. Sobre la lentitud de la liberalización, MAESTRIPIERI, C.: «Aspects juridiques et fiscaux de la création d'un marché européen des capitaux», en *Université Internationale Sciences Comparés de Luxembourg, L'intégration des marchés européens de valeurs mobilières*, Luxembourg, 1971, pp. 37-43 y PUJOL, R.: «L'Europe des capitaux: Bilan et perspectives» en «Les

partida idílico ha sido progresivamente desmentido coadyuvando a su tratamiento bien prudente y circunspecto el amplio montante de capitales privados importados a largo plazo, el alcance de los mercados monetario de los eurodólares y financiero de las euroemisiones que han alimentado movimientos especulativos y las diferencias de concepciones en las políticas monetarias coyunturales y a medio plazo entre los Estados miembros.

En este trabajo se intentará analizar tres coordenadas en relación con los movimientos de capitales: Una primera, de carácter comunitario, centrada en la dimensión de la libertad de circulación contemplada en los artículos 67 a 73 del TCEE y desarrollada a través de las directivas de 11 de mayo de 1960, de 18 de diciembre de 1962 y de 21 de marzo de 1972, aunque con referencias a los desarrollos imprevistos y distorsionados de los mercados de eurodólares y de euroobligaciones. Otra segunda, de carácter estatal comparado, centrada en el cotejo de los ordenamientos internos de los Estados miembros de las Comunidades en cuanto adaptados a las exigencias comunitarias. Finalmente, otra tercera, de carácter interno español, que servirá para contrastar la reglamentación estatal sobre inversiones y control de cambios, caracterizada por ciertas oscilaciones liberalizadoras mejoradas por una práctica administrativa generosa y en ocasiones irresponsable, con el «acquis» o acervo comunitario alcanzado hasta la fecha en la materia.

## II. LOS DESARROLLOS DE LA LIBERTAD DE CIRCULACION DE CAPITALES EN LA CEE

En el contexto comunitario los capitales se han contemplado incluidos bien en el apartado de la libertad de circulación, bien en el correspondiente a los movimientos de capital ligados a la libertad de establecimiento. Mientras en el primero, el derecho comunitario progresivamente ha tratado la liberalización como referida a las reglamentaciones de cambios, en el segundo se ha centrado en la necesidad no discriminación por razón de nacionalidad tanto por personas físicas como jurídicas. El caso es que al haberse retenido diferentes criterios de localización no hay coincidencia en los ámbitos de aplicación de las libertades de circulación de capitales y de circulación de personas o de derecho de establecimiento con la consecuencia de ser más amplio el campo de aquélla que el de ésta. Así, el régimen

marchés de capitaux sont-ils au service de l'Europe», *Eurpèrgne*, 1977, 7-8, pp. 42-45. Una visión global del régimen jurídico de la circulación intracomunitaria de capitales en SARMET, M.: *Op. cit.*, pp. 173-196 WOOLLEY, P.: «Integration of Capital Markets» en DENTON, G. (ed.): *Economic and Monetary Union in Europe*, Londres, 1974, pp. 23-55; WASCHK, P.: «Das Kapitalverbeh» en BOECKH, GROEBEN y THIESING: *Kommentar zum EWG-Vertrag, Artikel 1-136*, 1974, pp. 540-562; LA CLAVIERE, R.: «Organisation politique et administrative Internationale. Communauté Économique Européenne. Libre circulation des capitaux», *Juris Classeur Droit International* Fasc. 164-E, 1975; VALLOIS, C. de: «Free Movement of Capital within the European Community», *Droit et Pratique du Commerce International (DPCI)*, 1976, pp. 139-149; VAN BALLEGOIJEN, C. W.: «Free Movement of Capital in the European Economic Community», *Legal Issues of European Integration (LIEI)*, 1976, pp. 1-12; LASOK, D.: *The Law of the Economy in the European Communities*, Londres, 1980, pp. 149-162 y RESS, G.: «La libre circulation des capitaux», en *Commission des Communautés Européennes, Trente ans de droit communautaire*, Luxemburgo, 1981, pp. 339-344.

de la libre circulación de capitales contemplado en los artículos 67 a 73 del TCEE concierne a las transacciones financieras de carácter autónomo y que no están ligadas a entregas de mercancías o a remuneraciones de prestaciones de servicios o de trabajos y tiene por objeto la supresión progresiva de las restricciones en reglamentaciones de cambios y en inversiones. Por el contrario, la libre circulación de pagos constituye el necesario complemento monetario para el ejercicio de las libertades de circulación de mercancías, y de personas con los correlativos derechos de establecimiento y de servicios.

#### 1. Las disposiciones en el derecho comunitario originario.

Frente al tratamiento benévolo y automático de los pagos corrientes, extensible a las transacciones invisibles enumeradas en el anejo III al TCEE, el prudente de los capitales resulta destacable. El 67,1 TCEE fuera de la igualdad de trato entre los ciudadanos de los Estados miembros solamente prevé la supresión de las restricciones a los movimientos de capitales «progresivamente» y «en la medida necesaria para el buen funcionamiento del mercado común»; el compromiso resulta también tímido en el 68,1 TCEE, según el cual las autorizaciones de cambios serán concedidas «lo más liberalmente posible» y en el 71, sobre la regla de «standstill», con una simbólica dosis coercitiva diferente de la adoptada en las otras libertades fundamentales, al indicarse tan sólo que «los Estados miembros se esforzarán por no introducir restricciones nuevas de cambios en el interior de la Comunidad afectando a los movimientos de capitales y a los pagos corrientes conectados con tales movimientos y por no hacer más restrictivas las reglamentaciones existentes». En la misma línea restrictiva, el artículo 73 prevé la posibilidad de medidas de protección en caso de perturbaciones en el funcionamiento del mercado de capitales, incluso al final del periodo transitorio aunque la adopción de tales medidas necesite una autorización de la Comisión; los Estados miembros pueden adoptar, sin embargo, directamente medidas de protección a título provisional por motivos de secreto o de urgencia. Cabe mencionar también la excepción prevista en el artículo 68,3 según el cual los empréstitos destinados a financiar directa o directamente a un Estado miembro o a sus colectividades públicas territoriales solamente pueden ser emitidos o colocados en los otros Estados miembros cuando los Estados interesados se hayan puesto de acuerdo al respecto.

Estas disposiciones tan restrictivas o al menos tan discrecionales en cuanto a la liberalización de capitales, recortándose el alcance del artículo 3, c) por el del específico 67,1 TCEE, responden a la constatación de que el control de su cadencia constituye un importante medio de acción de los Estados miembros en el marco de sus políticas económica y monetaria, en las que conservaban un amplio margen de competencia. Resulta así explicable que junto a las mencionadas disposiciones de entrada sobre circulación de capitales, incluidas en el título III de la segunda parte sobre «Los fundamentos de la Comunidad» del TCEE, haya que aludir a las más relevantes disposiciones derogatorias o escapatorias, contenidas básicamente en el capítulo II sobre la balanza de pagos, dentro del título II de la

política económica ya en la tercera parte sobre «La política de la Comunidad» del TCEE, en concreto a los artículos 108 y 109; estos preceptos excepcionales resultan aplicables con carácter alternativo «en caso de dificultades o de amenaza grave de dificultades en la balanza de pagos de un Estado miembro» y posibilitan bien que el Estado miembro afectado adopte unas primeras medidas acompañadas de un «concurso mutuo» decidido por el Consejo con la consiguiente concesión de créditos o la rebaja de derechos aduaneros o la admisión de contingentes, bien que el Estado miembro afectado adopte ante dificultades repentinas medidas de salvaguardia sin que previamente el Consejo haya intervenido (2).

La mención de la dimensión liberalizadora de los pagos y de las transacciones invisibles enumeradas en el anejo III del TCEE, respecto a la que los Estados miembros «se comprometen a no introducir entre sí nuevas restricciones», evidencia también que la mencionada lista resulta muy semejante a la contenida, en el marco del sistema atlantista y laxo de la OCDE, en el Código de liberalización de las operaciones invisibles corrientes (3); en tal anejo figuran, entre otras, las comisiones y gastos bancarios, las participaciones de filiales y sucursales en los gastos generales de su matriz en el extranjero y viceversa, las autorizaciones de cambio concedidas a los súbditos o residentes de nacionalidad extranjera que emigran al extranjero o a los súbditos o residentes de nacionalidad extranjera que vuelven a su país, las remesas de emigrantes, los intereses de títulos mobiliarios o hipotecarios y las amortizaciones contractuales de empréstitos.

## 2. Las directivas sobre capitales y sobre pagos corrientes.

Del mencionado conjunto normativo ha arrancado un reducido número de directivas de puesta en práctica del artículo 67 al amparo del 69 TCEE sobre supresión de las restricciones causadas por las reglamentaciones de cambios, junto con las de pagos corrientes basadas en los artículos 63 y 106,2 TCEE.

Las directivas de desarrollo sobre capitales han sido de fechas 11 de mayo de 1960, 18 de diciembre de 1962, modificadora de la primera, y 21 de marzo

[2] Cfr. sobre las justificaciones de carácter monetario, de política económica y de política fiscal para el reducido alcance del artículo 67,1, MAESTRIPIERI, C.: *La libre circulation des capitaux dans la CEE. Progrès vers l'Union économique et monétaire*, Bruselas, 1975, pp. 20-25; JONGMAN, C. D.: «La liberté des mouvements de capitaux au sein de la Communauté Économique Européenne», Banque Nationale Belgique, *Bulletin*, 1969, pp. 4-5; VARIOS: «L'Intégration des mouvements de capitaux; la Communauté européenne fait-elle fausse route?», *Eurépargne*, 1974, y *Problèmes Économiques*, 1974, núm. 1381, pp. 15-18 y MAISTO, G.: «Legal and fiscal aspects of foreign investment», *LIEJ*, 1978, pp. 1-20.

[3] Respecto al órgano de la OCDE responsable de tales operaciones, el Comité de transacciones invisibles, JASINSKI, P.: *Régime juridique de la libre circulation des capitaux*, París, 1967, pp. 124-126. Sobre el Código, en general, LUNDSTRÖM, H. O.: *Capital Movements and Economic Integration*, Leyden, 1967, pp. 133-137 y TEMPLEMAN, D. C.: «Liberalization of Investments in the OECD. Portfolio Investments and securities markets», *JWTL*, 1972, pp. 425-441: El Código se inscribía dentro de los propósitos de constituir una especie de zona de libre cambio donde la prestación de servicios estuviera sometida a una perfecta libertad de competencia, abarcando la liberalización no sólo la transacción, sino también la correlativa transferencia financiera.

de 1972. De acuerdo con las de 1960 y 1962 se establece la liberalización incondicional y total de las inversiones directas de los movimientos de capitales de carácter personal, de los créditos comerciales a corto y medio plazo y de las operaciones de bolsas sobre títulos, con un sistema de liberalización condicional para otras categorías de operaciones como las relativas a las emisiones de valores mobiliarios y a los créditos a medio y a largo plazo no ligados a transacciones comerciales (4).

De un modo pormenorizado cabe indicar que se establecen cuatro grupos o categorías de operaciones objeto de liberalización: en el primero, **Lista A** de liberalización incondicional para cada operación o con autorización particular automática, se incluyen ante todo las inversiones directas, entendiéndose por tales aquellas que «sirven para crear o mantener relaciones duraderas y directas entre el suministrador de fondos y el jefe de empresa o la empresa a la que tales fondos son destinados con vistas al ejercicio de una actividad económica»; además de las inversiones directas, determinables por un simple criterio orientativo, se incluyen en estos movimientos ligados a la libertad de establecimiento la liquidación de las inversiones directas y de las inmobiliarias, con exclusión de las inversiones puramente financieras; dentro de las de carácter personal se incluyen las donaciones, sucesiones, transferencias de emigrantes y derechos de autor y en los ligados a la libre circulación de mercancías los de concesión y reembolso de créditos a corto y medio plazo relacionados con transacciones comerciales con participaciones de un residente. El régimen laxo y liberal de esta lista se justifica por ser el complemento de las otras liberalizaciones en movimientos de personas y de mercancías, de modo que junto a inversiones resultan incluidas categorías de pagos corrientes y de transacciones invisibles. En el segundo grupo, **Lista B**, de liberalización incondicional por vía de autorización global, general y previa se comprenden ciertas operaciones sobre títulos negociados en bolsa tales como la adquisición por no residentes de títulos nacionales negociados en bolsa y la repatriación del producto de la liquidación, la utilización del producto de su liquidación y los movimientos materiales de los títulos mencionados. La diferencia entre las listas señaladas estriba en que en la A los movimientos cuya liberalización se pretende requieren en todo caso una declaración individualizada que por lentitud administrativa puede rayar en autorización, a diferencia de la incondicionalidad de la lista B. En el tercer grupo, **Lista C**, de liberalización condicional, y dentro del marco de los mercados de valores mobiliarios, se incluyen las operaciones de emisión de títulos de empresa nacional sobre mercado extranjero, de títulos no negociados en bolsa, de partes de fondos comunes de inversión y las operaciones de concesión y reembolso de créditos ligados a transacciones comerciales a largo y a medio plazo. Finalmente, en el cuarto, **Lista D**, se han incorporado sin ser objeto de compromiso alguno de liberalización, movimientos de capitales a corto

(4) La primera directiva del Consejo de 11 de mayo de 1960, en *JOCE*, núm. 43 de 12 de julio de 1960, completada y modificada por la segunda directiva de 18 de diciembre de 1962, en *JOCE*, núm. 9 de 22 de enero de 1963, p. 62. Su análisis, por ejemplo, en HEENEN, J.: «La libre circulation des capitaux»; en GANSHOF VAN DER MEERSCH, W. J. (ed.): *Droit des Communautés Européennes*, Bruselas, 1969, pp. 755-768.

plazo muy móviles tales como las inversiones en bonos del tesoro y títulos del mercado monetario, las transferencias a cuentas corrientes, las concesiones a corto plazo no ligadas a transacciones comerciales y los préstamos de carácter personal.

A estas dos directivas que representan básicamente el techo, acervo o «acquis communautaire» habría que añadir el proyecto de una tercera en 1964 que preveía la supresión de restricciones sobre emisión de títulos en bolsas nacionales y la adquisición de títulos extranjeros. En su revisión de 1967 se configuraba una mayor flexibilidad para los inversores institucionales en la adquisición de títulos extranjeros y la apertura de los mercados capitales para los emisores de los otros Estados miembros en el límite anual del 1,5 % de la formación bruta de capital fijo. Cabe señalar que en aquellos años la falta de aceleración en la liberalización de los movimientos de capitales condujo a la Comisión a encargar a un grupo de expertos la redacción de un informe sobre los objetivos, modalidades e implicaciones del desarrollo de un mercado europeo de capitales como resultado de tal liberalización. En tal informe o «Rapport Segré» se resaltaba, entre otros aspectos, las rigideces de estructuras en el funcionamiento de los mercados nacionales, las disparidades en los regímenes de control de las instituciones financieras y los obstáculos de riesgos de cambios y de carácter fiscal afectando a tales movimientos; las propuestas del informe se tradujeron en un memorándum de la Comisión relativo a la «necesidad y las modalidades de una acción en el ámbito de los capitales» transmitido al Consejo en marzo de 1969 (5).

La tercera directiva en vigor fue adoptada el 21 de marzo de 1972 «para la regulación de los flujos financieros internacionales y la neutralización de sus efectos indeseables sobre la liquidez interna»; esta directiva fue motivada por la existencia de movimientos de capitales especulativos exteriores, mientras paralelamente se autorizaba a la República Federal de Alemania a adoptar los correspondientes controles en base al artículo 109 TCEE. En la misma línea permisiva, resulta destacable que con motivo de la ampliación de las Comunidades las Actas relativas a la adhesión se mostraban flexibles en su título V concerniente a los movimientos de capitales al contemplarse derogaciones temporales respecto a Dinamarca para la adquisición de títulos en bolsa por residentes en o fuera del territorio danés y respecto a Irlanda y Reino Unido para la sumisión a restricciones

(5) El «Rapport Segré lleva el título de CEE Commission», *Le développement d'un marché européen des capitaux. Rapport d'un groupe d'experts constitué par la Commission de la CEE*, Bruselas, 1966, esp. pp. 15-33. Un análisis del informe, señalándose que la causa del mal funcionamiento de los mercados financieros europeos no era la insuficiencia del ahorro sino un defectuoso ajuste de la oferta y de la demanda en tales mercados, TRUQUET, J. y LIEBERHERR, J. G.: «Le développement d'un marché des capitaux», *RMC*, 1967, pp. 565-571 y 614-623. A partir de la composición del grupo y de sus propuestas, en la línea de la «Fédération Bancaire de la CEE», MEYNAUD, J. y SIDJANSKI, en *Les Groupes de pression dans la Communauté Européenne*, Paris, 1971, p. 129 y calificaban sus resultados como de «una manifestación de la tendencia a desmovilizar el control del Estado sobre la vida económica en la CEE». El Memorándum de la Comisión relativo a la «Necesidad y las modalidades de una acción en el ámbito de los capitales», transmitido al Consejo en marzo de 1969, en *Bulletin des C.E.*, núm. 5, mayo 1969.

de cambios de los movimientos referentes a inversiones directas, a algunas de carácter personal y a la adquisición de títulos negociados en bolsa (6).

A este conjunto normativo originario y derivado ha tenido ocasión de referirse el TJCE en sus sentencias de 29 de octubre de 1980 (as. 22/80) y de 11 de noviembre de 1981 (as. 203/80) (7). En la primera, de reducida incidencia, señaló que el principio de no discriminación del artículo 7 TCEE no se oponía a que un Estado miembro tuviera en su ordenamiento un procedimiento de cobro simplificado «que no es accesible a los acreedores que persigan el cobro de una deuda expresada en moneda extranjera de un deudor establecido en territorio nacional». En la segunda, de mayor incidencia, en una «decisión a título prejudicial sobre la interpretación de los artículos 67, 69, 71, 73 y 106 TCEE... con vistas a permitir al juez de remisión pronunciarse sobre la compatibilidad con estos artículos y principios de ciertas disposiciones de la legislación italiana sobre cambios», expresó por un lado reservas sobre el alcance liberalizador de las mencionadas normas, y por otro lado, permisividad en el ámbito no liberalizado: «...Ningún principio de derecho comunitario, ni disposición alguna de tal ordenamiento relativa a los movimientos de capitales, ni las reglas del artículo 106... garantizan a los no residentes el derecho de reexportar billetes de banco importados con anterioridad con vistas a realizar transacciones comerciales, pero no utilizados... En lo que respecta a los movimientos de capitales y las transferencias monetarias que los Estados miembros no están obligados a liberar en virtud de las reglas comunitarias, éstas no

(6) Al respecto, PUISSOCHET, J. P.: *L'élargissement des Communautés Européennes*, París, 1974, pp. 389-397. Las Actas en JOCE, de 27 de marzo de 1972. Acerca de la progresiva liberalización en el Reino Unido de los controles de cambios, como consecuencia de la adhesión y de las políticas fiscal y monetaria adoptadas, WOOLLEY, P.: «The U. K. Investment Currency Market», *Staff Papers*, 1977, pp. 756-786; LLEWELLYN, D. T.: «End of U. K. Exchange Control: The Monetary Implications», *The Banker*, 1979, pp. 43-47 y HOOD, N. y YOUNG, S.: «British Policy and Inward Direct Investment», *JWTL*, 1981, pp. 231-250.

(7) *Affaire 22/80, Recueil 1980*, pp. 3427-3438 y *Affaire 203/80, Recueil, 1981*, pp. 2595-2620. Sobre la relevancia de esta última decisión, PETERSEN, M.: «Capital Movements and Payments under the EEC Treaty after Casati», *ELR*, 1982, pp. 167-182 y, sobre todo, LOUIS, J. V.: «Free Movement of Capital in the Community: The Casati Judgment», *CMLR*, 1982, pp. 443-452, advirtiendo que aunque el TJCE se limitaba a una decisión sobre las «restricciones a las exportaciones de billetes de banco», su razonamiento es claramente aplicable a cualquier clase de restricción a los movimientos de capitales para negar el efecto directo del 67.1, dado que la supresión de limitaciones está sujeta a la intervención del Consejo actuando mediante directivas y subordinada a «la medida necesaria para el buen funcionamiento del mercado común», con las consecuencias de que se pueden adoptar nuevas restricciones por los Estados miembros a los movimientos no liberalizados mediante directivas, como en el caso de los billetes de banco, sin sujeción así al procedimiento del 73 y de que el recurso a las cláusulas de salvaguardia, señala el TJCE, solamente concierne a los movimientos liberalizados. Con anterioridad, en la sentencia de 23 de noviembre de 1978, *Affaire 7/78, Recueil, 1978*, pp. 2247-2278, el TJCE, en su considerando 22, expresó «que si los artículos 67 a 73 del tratado, concernientes a la liberalización de los movimientos de capitales, revisten una particular importancia en lo que respecta a uno de los fines enunciados en el artículo 3 del tratado, a saber: la abolición de los obstáculos a la libre circulación de capitales, las disposiciones de los artículos 104 a 109, que tienen como objeto la balanza global de pagos y que con tal título son relativas al conjunto de los movimientos monetarios, deben ser considerados como esenciales para alcanzar la liberalización de los intercambios de mercancías, de servicios y de capitales, fundamental para la realización del mercado común». Sobre la diferencia entre movimientos de capitales y pagos, véase *Affaires 286/82 y 26/83 in RDE 1984*, pp. 54-68.

limitan el poder de los Estados miembros de adoptar medidas de control y de imponer su respeto mediante sanciones penales». En realidad, si se hubiera estimado el efecto directo del artículo 67,1 como pretendía la República Federal de Alemania el Tribunal se habría adelantado al actual estadio de liberalización en la materia, en la que incluso respecto al ámbito liberalizado los Estados miembros han recurrido de modo bastante frecuente a las medidas de salvaguardia. Sobre este extremo cabe recordar una importante decisión del Tribunal de gran instancia de Lille de 2 de febrero de 1976 en la que se advertía que «si en los términos del artículo 67 TCEE los Estados miembros suprimen progresivamente... las restricciones a los movimientos de capitales pertenecientes a personas que residen en los Estados miembros, los artículos 108 y 109 disponen, el primero, que en caso de dificultades en la balanza de pagos de un Estado, la Comisión autoriza a este Estado a adoptar las medidas de salvaguardia necesarias y define las condiciones y modalidades, y el segundo que, en caso de súbita crisis el Estado miembro interesado puede adoptar a título provisional las necesarias medidas de salvaguardia; tal ha sido el caso para Francia, autorizada a prohibir o a reglamentar la ejecución de las transacciones y transferencias relativas a los movimientos de capitales contemplados por los artículos 1 y 2 de la directiva del Consejo de 11 de mayo de 1960. En caso de denuncia por infracción a la reglamentación de cambios contra un agente inmobiliario belga que vendía a clientes franceses inmuebles situados en España hay que descartar la incompatibilidad del decreto francés de 24 de noviembre de 1968 con el TCEE y la irregularidad del procedimiento de las medidas de protección pretendidamente decididas por Francia con anterioridad a su autorización por la Comisión» (8).

El caso es que en virtud del recurrido artículo 108,3 TCEE, Francia en 1968, Italia en 1974, 1975 y 1976, y Dinamarca, Irlanda y Reino Unido en 1977 fueron autorizados a adoptar medidas de salvaguardia. En cuanto al desglose de tales restricciones temporales en función de las listas de liberalización incorporadas a las directivas de 1960 y de 1962, cabe advertir que para las operaciones incluidas en las categorías o listas A y B de apertura incondicional a salvo de los recursos excepcionales, Francia fue autorizada a adoptar un régimen de control de cambios respecto a las inversiones directas, los movimientos de capitales de carácter personal, las operaciones sobre títulos y las inversiones inmobiliarias; el caso es que la entrada de capitales, con exclusión de las inversiones directas superiores a tres millones de FF resultaba libre y en salida ciertas operaciones eran objeto de una actitud muy liberal por parte de la administración tales como la adquisición por residentes de títulos extranjeros negociados en bolsa y los movimientos de capitales de carácter personal; sobre las inversiones directas para el extranjero y las inversiones inmobiliarias para el extranjero su liberación estaba limitada a

---

(8) En *Recueil Dalloz Sirey*, 1979, pp. 241-244, con nota de MINET, J. J. Sobre el decreto francés núm. 68-1021 de 24 de noviembre de 1968, en *JORF*, 25 de noviembre, sobre control de cambios, decidido dentro de las competencias confiadas a la autoridad reglamentaria por la ley núm. 66-1008 de 28 de diciembre de 1966, y que desde el ángulo del ordenamiento comunitario debería ser considerado nulo al imponer el mismo régimen de control a toda clase de movimientos de capitales sin distinción entre las listas A, B, C y D. *Ibidem*, p. 243.



tres millones y ciento cincuenta mil FF, respectivamente. En segundo lugar, **Italia** fue autorizada a establecer la obligación para los residentes de efectuar un depósito bancario igual a la mitad del montante de las operaciones de inversión con destino al extranjero, aunque en la práctica tal depósito no era exigido para las inversiones directas con destino a Estados comunitarios. En tercer lugar, **Dinamarca** fue consentida para establecer restricciones en operaciones sobre títulos y en la adquisición por residentes de títulos extranjeros negociados en bolsa a salvo de los emitidos por las Comunidades Europeas, el Banco Europeo de Inversión y las Instituciones financieras internacionales de las que tal Estado era miembro. En cuarto lugar, **el Reino Unido** sometió a restricciones de cambio las inversiones directas efectuadas por residentes en los otros Estados miembros, aunque se permitía cierta flexibilización a través del mercado oficial, lo mismo que las transferencias de capitales pertenecientes a residentes del Reino Unido que emigrasen y las inversiones inmobiliarias no ligadas a la libre circulación de trabajadores; quedaba afectada la adquisición por residentes de títulos extranjeros negociados en bolsa y el empleo del producto de su liquidación, aunque a través de cierta flexibilidad la totalidad del producto de la liquidación de títulos extranjeros podía ser negociada en el mercado de la divisa-inversión y el reembolso de las sumas prestadas podía ser utilizada para la adquisición de títulos cotizados en bolsa emitidos por las Comunidades y el Banco Europeo de Inversión. Por último, **Irlanda** fue autorizada a establecer restricciones análogas a las aplicadas por Gran Bretaña en materia de operaciones sobre títulos. Para el caso de **Grecia** el tratado de adhesión preveía derogaciones en este ámbito durante un período de cinco años (9).

Para los movimientos de la categoría o **lista C**, donde se comprenden en particular las emisiones extranjeras sobre los mercados de capitales nacionales y los

---

(9) El régimen adoptado respecto a Grecia en JOUANJEAN, H.: «Les mouvements de capitaux dans le cadre de l'adhésion de la Grèce à la Communauté Européenne», *RMC*, 1980, pp. 14-20. Las medidas decididas para Dinamarca, Irlanda y Reino Unido en *JOCE*, L. núm. 45 de 16 de febrero de 1978, pp. 28-30. Sobre el alcance de las medidas de salvaguardia en el marco comunitario, distinguiéndose entre los recursos de carácter condicional a autorizar por la Comisión (casos contemplados en los artículos 73,1 sobre perturbaciones en el funcionamiento de mercados de capitales y 108,3 sobre dificultades en las balanzas de pagos), y de carácter automático (casos de los artículos 73,2 y 109, con la necesaria información a la misma Comisión, quien decide si el Estado miembro debe suprimir o modificar tales medidas), SEIDEL, M.: «Escape Clauses in European Communities Law with Special Reference to Capital Movements», *CMLR*, 1978, pp. 283-308. Con anterioridad, cabe recordar que el 20 de julio de 1968 el Consejo concedió a Francia el beneficio del concurso mutuo del 108 TCEE, de modo que los Estados miembros fueron invitados a autorizar la colocación en sus mercados nacionales de empréstitos contraídos por emisores franceses (por ejemplo, empréstitos en DM emitidos por empresas públicas francesas), y que el 9 de mayo de 1971 el Consejo aceptó que los Estados miembros que registrasen entradas excesivas de capitales pudieran ampliar los márgenes de fluctuación de los tipos de cambios de sus monedas respecto a las paridades en vigor, habiendo utilizado tal facilidad la República Federal de Alemania, Países Bajos, Bélgica e Italia; así, en *Perspectives Economiques de l'OCDE*, núm. 12, 1972, pp. 76-84. Una lista de las medidas autorizadas bajo el 108,3 por la Comisión, en la respuesta a la pregunta escrita núm. 840/81 en *JOCE*, C núm. 333 de 21 de diciembre de 1981, p. 10. Sobre los controles estatales a los movimientos de capitales en 1972-1975, SARMET, M.: «Libération ou contrôle des mouvements de capitaux dans la Communauté Economique Européenne», en STOUFFLET, J. y otros: *L'activité des banques étrangères en France*, París, 1975, pp. 67-93.

créditos financieros, el artículo 3 de la directiva de 11 de mayo de 1960 ya autorizaba a los Estados miembros a mantener restricciones sobre estos movimientos si la libertad de estas operaciones «obstaculizaba la realización de los objetivos de la política económica de un Estado miembro». Tras consulta a la Comisión se han prevalido de esta facultad **Dinamarca, Francia, Grecia, Irlanda, Italia y Países Bajos**. Para los demás Estados la liberalización es incondicional y tan sólo el recurso a las cláusulas de salvaguarda les permitiría no satisfacer las correspondientes obligaciones. Finalmente, para las operaciones contempladas en la categoría o lista D, donde se comprenden los movimientos a corto plazo, las disposiciones comunitarias no establecen medida alguna liberatoria. Aunque en la práctica los movimientos de capitales a largo plazo están liberalizados en la Comunidad, cabe poner de relieve que en los Estados donde los movimientos permanecen sometidos a restricciones en los términos del mencionado artículo 3 de la directiva de 1960, o como consecuencia de un recurso a las cláusulas de salvaguarda, el artículo 5 de la misma permite, con el presunto objetivo de evitar fraudes, ejercer un control incluso sobre las operaciones liberalizadas en los términos de «verificar la naturaleza y la realidad de las transacciones o de las transferencias o de adoptar las medidas indispensables para oponerse a las infracciones a sus leyes y reglamentaciones».

En realidad, las citadas restricciones podrán ser progresivamente levantadas a medida que se desarrolle el sistema monetario europeo, iniciado en 1978 y fundado en la fijación de tipos de cambio estables pero ajustables, en la búsqueda de un reparto más justo de las cargas de intervención y de ajuste y en el desarrollo de la solidaridad entre los Estados miembros, y se consolide la liberalización de las instituciones financieras, en la medida en que la eliminación de las restricciones de cambios en las transacciones financieras quedaría neutralizada si los bancos intervinientes no pudieran recoger fondos desde el exterior sin necesidad de establecerse o no pudieran conceder créditos a residentes de otros Estados comunitarios (10).

(10) En relación con el sistema monetario europeo, sucesivamente: VARIOS: «Aspects juridiques de l'unification monétaire européenne», *Rev. Banque*, 1971, pp. 226-248 y 394-422; CHEVALLIER, G.; LAPORTE, J. y PROVANSAL, R.: «La politique monétaire des pays de la Communauté Européenne», *Notes et Etudes Documentaires (NED)*, núms. 4214-4215, 15 septembre 1975, pp. 62-68; ABRAHAM, J. P.: «Le serpent européen. Carcan ou Instrument valable de politique monétaire», *Centre d'études bancaires et financiers, Cahiers des Conférences*, núm. 264, 1976; DESSART, M.: «Les conditions politiques de l'unification monétaire européenne», *Banque* núm. 360, 1977, pp. 277-283; MICKLINGHOFF, F. H.: «Les grands traits du système monétaire européen», *RMC*, 1980, pp. 250-257; VARIOS: «Le système monétaire européen», *Problèmes Économiques*, núm. 1629, 27 junio 1979; VAN YPERSELE, J. y KOEUNE, J. C.: *Le système monétaire européen*, Luxemburgo, 1983. Desde la perspectiva española, DIAZ HUDER, C.: «Comentarios a la adhesión y participación de España en el SME», *Información Comercial Española (ICE)*, abril 1983, pp. 99-104 y EGUIDAZU, S.: «La participación de España en el sistema monetario europeo», *ICE*, abril 1983, pp. 93-98.

Sobre la liberalización bancaria, GAVALDA, Ch.: «La libération de l'établissement et des prestations des services bancaires dans la CEE» y «La première directive de coordination des législations bancaires dans la CEE» y «La première directive de coordination des législations bancaires de la CEE (12 décembre 1977)», *RTDE*, 1974, pp. 696-707 y 1977, pp. 227-244, y CLAROTTI, P.: «The harmonisation of legislation relating to credit institutions», *CMLR*, 1982, pp. 245-267. Desde la perspectiva española, ROJO, L. A. y GIL, G.: «España y la CEE. Aspectos monetarios y financieros», *ICE*, núm. 545, junio-

Las directivas sobre pagos corrientes han sido adoptadas ya en 1963, sin haber planteado problemas entre los Estados miembros. Mediante la 63/340 de 31 de mayo, en base a los artículos 63 y 106,2 se suprimía «toda prohibición u obstáculo al pago de la prestación cuando los intercambios de servicios sólo estuvieran limitados por restricciones a los pagos corrientes» y por la 63/474 de 30 de julio, sobre la misma base, quedaban liberalizadas «las transferencias conectadas con las transacciones invisibles no ligadas a la circulación de mercancías de servicios, de capitales y de personas» (11).

### 3. Las directivas sobre valores mobiliarios.

En lo que respecta al grupo de disposiciones de Derecho comunitario derivado sobre valores mobiliarios, cabe recordar que en la lista C del anejo a las directivas de 1960 y de 1962, ya mencionadas, de liberalización condicional, resultaban incluidas las operaciones de emisión de títulos de empresa nacional sobre mercado extranjero, de títulos no negociados en bolsa, de participaciones de fondos comunes de inversión junto con las operaciones de concesión y de reembolso de créditos ligados a transacciones comerciales a largo y a medio plazo. También en el proyecto de una tercera directiva previendo la supresión de restricciones sobre emisión de títulos y créditos a medio y largo plazo no ligados a transacciones comerciales en bolsas nacionales y la adquisición de títulos extranjeros por establecimientos financieros presentada por la Comisión el 14 de abril de 1964 y modificada el 8 de febrero de 1967 se intentaba liberar tal lista C en términos incondicionales. El caso es que a partir de tal proyecto se han adoptado a nivel comunitario la Recomendación de la Comisión de 25 de julio de 1977 sobre un Código de conducta europeo concerniente a las transacciones relativas a los valores mobiliarios y dos directivas del Consejo de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial de una bolsa de valores, y de 17 de marzo de 1980 sobre coordinación de las condiciones de establecimiento, control y difusión del prospecto a publicar para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial de una bolsa de valores. Hay que añadir dos importantes propuestas de directivas: una, «concerniente al contenido, control y difusión del prospecto a publicar con motivo de la emisión a cotización oficial de una bolsa de valores de títulos emitidos por sociedades en el sentido del artículo 58, del tratado», y otra, «sobre coordinación de las disposiciones legis-

---

Julio, 1979, pp. 35-44 y ORTIZ-ARCE, A.: «Las entidades financieras y de crédito en el marco de la CEE. Análisis del derecho comunitario derivado afectando a bancos y a cajas de ahorros», RIE, 1981, pp. 367-395.

((11) La directiva 63/340 de 31 de mayo de 1963, en JOCE, núm. 88 de 10 de mayo de 1963, p. 1609 y la 63/474 de 30 de julio de 1963, en JOCE, núm. 125 de 17 de julio de 1963, p. 2240. En general, BORNER, Von B.: «Rechtsfragen des Zahlungs- und Kapitalverkehrs in der EWG», EuR, 1966, pp. 87-128 y WAELBROECK, M.: «La libre circulation des paiements» en GANSHOF VAN DER MEERSCH, W. J. [ed.]: *Droit des Communautés Européennes*, Bruselas, 1969, pp. 769-772.

lativas, reglamentarias y administrativas concernientes a los organismos de Inversión colectiva de valores mobiliarios» (12).

Presentado el código en forma de recomendación, de acuerdo con el artículo 155 TCEE, «en razón de la primacía dada al aspecto deontológico sobre el reglamentario» y de hecho para facilitar la adopción de futuras directivas, supera, sin embargo, la simple significación de código de comportamiento para convertirse en un programa a largo plazo de reglamentación en valores. Aplicándose a todas las operaciones sobre valores mobiliarios que puedan influir en el mercado tales como las emisiones públicas, las admisiones a cotización y las cesiones de mayoría, el Código extiende su ámbito a los intermediarios financieros, administradores de sociedades y accionistas importantes. En cuanto a su contenido, tienen primacía y relieve los principios generales sobre las reglas de concreción; los principios generales, «disposiciones esenciales del código revistiendo una importancia primordial» para el buen funcionamiento e interpenetración de los mercados de valores, hacen referencia sucesivamente a la información completa y correcta de los ahorradores y a la igualdad de trato de los accionistas, aplicando las exigencias de transparencia y de credibilidad a los miembros de los órganos de vigilancia, administración y dirección de una sociedad, por una parte, y a los intermediarios financieros y a los profesionales de las transacciones sobre tales valores, por otra parte. A través de las reglas de concreción, se completan y precisan los principios de conducta respecto a la organización del mercado, a las obligaciones de los intermediarios financieros en la ejecución de las órdenes, a la información del público tanto periódica como ocasional con el recurso a prospecto en la emisión pública de valores mobiliarios o en la introducción en bolsa, a la represión de la explotación abusiva de informaciones privilegiadas y a la protección de los accionistas minoritarios principalmente, en el caso de la cesión de control: «toda adquisición o tentativa de adquisición en el mercado, aisladamente o por una acción concertada, sin información del público, de una participación de control, [vulnerando el principio general] relativo a la igualdad de trato para todo detentador de valores mobiliarios, es contraria al objetivo del presente código» (13).

(12) La recomendación de 25 de julio de 1977 en *JOCE*, núm. L 212 de 20 de agosto de 1977, pp. 37-43. La directiva de 5 de marzo de 1979 (79/279/CEE) en *JOCE*, núm. L 66, pp. 21-32 y la de 17 de marzo de 1980 (80/390/CEE), en *JOCE*, núm. L 100, pp. 1-26. Sobre los fenómenos de la ampliación de los mercados de capitales, de la internacionalización de los valores, esencialmente de las acciones con la intercomunicación de mercados y con las facilidades adicionales de la electrónica y de la informática, CABON, P.: «Le marché des capitaux et des valeurs mobilières en France et à l'étranger», *Banque*, 1973, pp. 241-244. En cuanto a las necesidades de armonización de las estructuras de los mercados financieros en la CEE a través de la mejora de la información y de la tutela de los portadores de valores mobiliarios, de las condiciones de admisión en bolsa, del funcionamiento de tales mercados y del tratamiento fiscal, BARRE, R.: «La funzione delle Borse valori nello sviluppo della CEE», *Bancaria*, 1972, pp. 510-516.

(13) Al respecto, LEMPEREUR, Ch.: «Vers un Code européen de bonne conduite sur valeurs mobilières?», *Rev. Banque*, 1977, pp. 3-19 y «Des règles européennes de bonne conduite sur les transactions en valeurs mobilières», *Banque*, 1977, pp. 12-18-1221. Se evidencia clara correspondencia con determinadas recomendaciones y propuestas del ya mencionado «Rapport Segré» en cuanto a la salvaguarda de los intereses del público en la aproximación entre oferta y demanda de capitales, en la información a través de la familiarización con los mecanismos bursátiles y en la indiscriminación entre los operadores en bolsa: *Op. cit.*, pp. 39, 236 y 262.

En la práctica, la aplicación de este código de conducta, dejada a «una base voluntaria y no autoritaria», dependerá del funcionamiento del Comité de contacto establecido y que agrupa a representantes de cada uno de los organismos de vigilancia de los Estados miembros. El caso es que un órgano similar ha sido establecido en las dos directivas de 1979 y de 1980, hasta ahora adoptadas en la materia, y en base a los correspondientes artículos 20, 21 y 26 de las mismas, el Comité asume una triple función de facilitar la puesta en práctica armonizada de tales directivas sobre los problemas concretos de aplicación, de configurar los eventuales complementos y de aconsejar las mejoras y adaptaciones.

En efecto, la primera directiva en vigor de 5 de marzo de 1979, «sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial de una bolsa de valores» pretende tal objetivo de coordinación o de armonización con el fin de evitar a las entidades emisoras que coticen sus títulos en varias bolsas de Estados comunitarios y tuvieran que someterse a una diversidad de exigencias. Para obviar tales inconvenientes se establece una lista de condiciones y de obligaciones aplicables en todos los Estados miembros, asegurándose una eficaz protección en favor de los inversores en cuanto que se promueve una equivalencia en las garantías ofrecidas por los valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en cualquier bolsa; se permite «una interpenetración más acentuada de los mercados nacionales de valores inscribiéndose en la óptica de la creación de un mercado europeo de capitales», todo ello con independencia de la naturaleza jurídica del emisor. Sobre su alcance, se propone tan sólo en una primera etapa una flexible coordinación «con el fin de permitir tener en cuenta las existentes diferencias entre las estructuras de los mercados de los valores mobiliarios de los Estados miembros», con lo que se limita la coordinación «al establecimiento de las condiciones mínimas para la admisión de valores... sin reconocer a los emisores un derecho a la cotización» y sin unificar así las condiciones de acceso a los diferentes mercados. Dentro de las excepciones al ámbito de aplicación de la directiva, cabe indicar que se excluyen del mismo «los valores emitidos por un Estado miembro o por sus colectividades públicas territoriales» (arts. 1, 2 y 8, so pretexto de que las obligaciones se benefician de la garantía estatal). Dentro de las condiciones que deben reunir los valores admitidos a cotización oficial, siguiendo la línea de la información sobre la situación financiera y de la no discriminación (arts. 4 a 7), hay que desglosar entre las correspondientes a las acciones (esquema A anexo) y a las obligaciones (esquema B anexo). Así, en el caso de la admisión a cotización de las acciones se señala el requisito de la publicación o depósito de los tres ejercicios económicos anteriores a la fecha de solicitud, de que la cifra de capital social no sea inferior en principio al millón U. C., informándose sobre la dimensión mínima y sobre la duración de la existencia de la sociedad, y de que se encuentre en una situación regular, con el carácter negociable y difundible de las acciones entre el público, considerándose que tal exigencia se cumple de un modo presunto si las acciones han sido distribuidas al menos en una cuarta parte. En el caso de la admisión a cotización de las obligaciones, además del requisito de la regularidad de la empresa y de las propias obligaciones, se adoptó la condición de que la emisión superase las doscientas mil U.C., aunque en

el supuesto de tratarse de obligaciones convertibles, obligaciones canjeables y obligaciones con «warrant», resulta entonces necesaria una previa cotización en bolsa o en otro tipo de mercado reglamentado de tales títulos. Las autoridades competentes, designables por los Estados miembros, tienen en base a los artículos 9 a 16 determinadas competencias de suspensión de la cotización o de marginación de un valor de la cotización oficial en aras del buen funcionamiento del mercado o para mantener el mercado normal y regular, aunque se garantizan determinados recursos judiciales. Sobre las obligaciones del emitente, se exige una correcta actitud en el trato igualitario entre accionistas y obligacionistas; en cuanto a la publicidad, la obligación del artículo 17 se desglosa, a través de los esquemas C y D anexos, en la necesaria información al público de las cuentas anuales, del informe o memoria de gestión y de cualquier información suplementaria relevante para los cursos de las acciones o para responder a sus compromisos. Si la emisión se refiere a valores cotizados en diferentes mercados bursátiles de la CEE, se tenderá a la uniformidad o equivalencia en la información suministrada, institucionalizándose la cooperación entre los Estados miembros básicamente a través de un comité de contacto (arts. 20 y 21) (14).

Los Estados miembros tienen un plazo de dos años para conformarse a la directiva e incluso de tres si se introdujera simultáneamente la directiva de 17 de marzo de 1980, sobre coordinación de las condiciones de establecimiento, de control y de difusión del prospecto a publicar para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial de una bolsa de valores» (15). A través de ella se intentan garantizar los intereses de los eventuales inversores «exigidos en cada Estado miembro para asegurar una información adecuada de los portadores de valores mobiliarios», contentándose con la limitación de la coordinación «a la admisión a la cotización oficial de una bolsa de valores». La nota de información a la que se subordina la admisión se denomina «prospecto», el cual deberá contener, en base al artículo 3, las correspondientes informaciones «necesarias para que los inversores y sus consejeros en inversión puedan obtener una opinión fundada sobre el patrimonio, la situación financiera, los resultados y las perspectivas del emisor y de los derechos correspondientes a tales valores». Sobre las modalidades de control y de difusión del prospecto, los esquemas anexos A y B establecen el contenido básico de tal nota informativa, tanto para la admisión de acciones como de obligaciones, sobre el emisor y su capital, la actividad, el patrimonio, la situación financiera, los resultados y las perspectivas.

(14) En *JOCE*, L núm. 66 de 16 de marzo de 1979, pp. 21-32. Su análisis en WYMEERSCH, E.: «La directive sur les conditions d'admission en bourse», *Rev. Banque*, 1980, pp. 7-80.

(15) La directiva en *JOCE*, L núm. 100 de 17 de abril de 1980, pp. 1-27; sobre su gestión, SAR-MET, M.: «Le Prospectus Européen d'admission en bourse», *Rev. Banque*, 1973, pp. 64-70 y SCHMITTHOFF, C. M.: «The European Prospectus», en *Recht und Wirtschaft in Geschichte und Gegenwart. Festschrift für Barman*, Munich, 1975, pp. 857-872. Un destacable análisis del conjunto sobre los mercados primarios y secundarios, bolsísticos y no bolsísticos, en los Estados miembros, desembocándose en algunas propuestas para un mercado europeo integrado de valores mobiliarios, en WYMEERSCH, E.: *Le contrôle des marchés de valeurs mobilières dans la Communauté Européenne. Synthèse d'une étude de droit comparé*, Commission des C. E. Série concurrence-Rapprochement des législations, Bruselas, 1979.

#### 4. Referencia a los euromercados.

Los desarrollos más dinámicos en materia de circulación de capitales han tenido lugar fuera del marco ortodoxo comunitario a través de los euromercados. Con este concepto se comprenden, en primer lugar, los mercados de eurodivisas, principalmente de eurodólares, que están constituidos por depósitos en dólares situados en bancos europeos occidentales y que son objeto de operaciones, sobre todo en la plaza financiera de Londres, y en segundo lugar, los mercados de euroemisiones y de euroobligaciones, donde se emiten títulos de deuda a largo plazo a través de sindicatos bancarios en Estados con moneda diferente de la expresada en el título. Durante largo tiempo, tales colocaciones se han beneficiado de la falta de retención en origen sobre sus intereses y de diversas modalidades de cambio, habiendo tenido un importante auge con motivo de las limitaciones cuantitativas a la exportación de capitales impuestas por la administración norteamericana durante el período de 1963 a 1968 en base a la «Interest equalization tax», el «Foreign direct investment program» y el «Voluntary foreign credit restraint», afectando a las sociedades norteamericanas comprometidas en programas de inversiones directas. En realidad, semejantes causas del contexto de aquel Estado junto a las exigencias de capitales y la multinacionalización de las actividades industriales motivaron el desarrollo del mercado del eurodólar como mercado internacional de fondos a corto plazo extremadamente flexible, centrado en el eurodólar como moneda europea vehicular, no oficial y con costes más reducidos en las operaciones que en cualquier sistema bancario nacional, hasta el extremo de constituir un sistema bien utilizado de financiación externa de las multinacionales norteamericanas para sus filiales europeas a través de créditos a menos de un año en general. En estas condiciones, los reproches se han centrado en su crecimiento autónomo, inflacionista, al margen de las autoridades monetarias europeas, en cuanto tratándose de dólares, y en su obstaculización a cualquier política monetaria de estabilización interna. En este mercado libre, las grandes sociedades han obtenido grandes ventajas a través de sociedades «holdings» establecidas en Estados con atractivos regímenes fiscales, como es el caso de Luxemburgo (16).

(16) En términos generales, METAIS, J.: «Le marché des euro-dollars et des euro-obligations», Notes et Etudes Documentaires (NED), núms. 4224-4225 de 27 de octubre de 1975, esp. pp. 22-45, en relación con sus causas, la ineficacia de las políticas estatales monetarias y las dificultades de control del euromercado y SARMET, M.: «Europe et Euromarchés», Banque, 1977, pp. 656-665. Sobre el recurso al mercado de eurodivisas en la financiación de las multinacionales, MICHALET, Ch. A.: «La politique de financement de l'entreprise multinationale», Economies et Sociétés, 1972, pp. 1241-1272; EGUIDAZU, F.: «Política financiera de la empresa multinacional», ICE, 1973, núm. 477, pp. 99-102 y BLOT-LEFEVRE, E.: «Les sociétés multinationales et les modalités de financement de leurs filiales. Le financement externe», Banque, 1976, pp. 258-264; de un modo nítido, MICHALET, Ch. A. en «Le marché des euro-obligations: Un marché financier transnational», en Université de Dijon, «Les Euro-Obligations. Eurobonds», París, 1972, p. 29 ha advertido: «El mercado de las euroobligaciones aprovecha sobre todo a los Estados Unidos por intermedio del sistema monetario internacional. En efecto, permite a las empresas multinacionales americanas pronunciarse para sus inversiones directas en Europa sin entrañar un crecimiento del déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos. Las empre-

Con estos mercados, faltos de regulación oficial y envueltos en evidentes riesgos monetarios se ha marginado ampliamente el verdadero mercado comunitario de capitales con moneda propia o controlada y con atención hacia los movimientos de capitales con destino extracomunitario. Con tal aparición se han recortado los márgenes de eficacia de los desarrollos ortodoxos comunitarios alterando en una gran medida la situación en que se apoyaban las directivas liberalizadoras de 1960 y de 1962; si como sustitutos del auténtico mercado común de capitales retuvieron la atención en el ya mencionado «Rapport Segré» de 1966, por su parte el Banco de pagos internacionales de Basilea ha puesto de relieve de un modo crítico cómo el mercado de los eurodólares puede hacer parcialmente inoperante cualquier medida nacional de restricción de crédito, pudiendo engendrar movimientos de capitales bruscos y perjudiciales para una economía estatal a causa de las diferencias de los tipos de interés entre las diferentes plazas financieras, haciendo inevitable cierta intervención de los bancos centrales en el mercado de las euromonedas (17).

Las euroemisiones resultan concebidas por la intervención de un elevado número de instituciones bancarias y financieras dispersas que ponen en contacto al prestatario y a los inversores que suscriben los títulos, en un marco bancario autónomo con reglas y con técnicas peculiares. Junto a una asociación agrupando a la mayoría de los profesionales operando en el mercado euroobligatorio con el objetivo de emitir o hacer recomendaciones sobre la emisión de títulos y el funcionamiento del mercado se crearon hace años dos sistemas de «clearing», localizados en Bruselas y en Luxemburgo y especializados en tales transacciones. En el empréstito euroobligatorio se ha puesto de relieve su carácter peculiar no sólo por el contenido de los títulos sino también por las condiciones en que han sido emitidos y colocados, ya que resulta difícil separar las nociones de banquero intermediario y de suscriptor, pudiendo ser los bancos encargados del lanzamiento de la euroemisión los definitivos suscriptores. Se destaca la importancia de la institución financiera directora o «jefe de fila» y asimismo el hecho de que en algunos Estados comunitarios, como en la República Federal de Alemania y en Francia solamente han estado autorizadas las emisiones expresadas en DM y en

---

sas americanas movilizan el ahorro local sin apenas aportación de la sociedad matriz, habiéndose hecho posible tal situación al aceptar los detentadores de dólares la solución de no solicitar la reconversión en oro de sus activos cuando los prestan en el mercado de las euroobligaciones, contentándose con un simple derecho de crédito sobre las sociedades americanas; éstas pueden así adquirir activos reales, industria, comercio, etc., es decir, un poder de acción y de control sobre el potencial económico europeo».

(17) En el «Rapport Segré» (vide nota 5) se afirmaba en p. 28: «En tanto que la interpenetración de los mercados de los países miembros ha sido relativamente lenta, el mercado de las euroemisiones cuyo desarrollo ha sido más rápido ha cumplido un cierto número de funciones que deberían ser las de un mercado europeo de valores de renta fija; factores fiscales, así como circunstancias particulares ligadas a las políticas de los poderes públicos han contribuido a su desarrollo; las euroemisiones han permitido proporcionar medios de financiación suplementarios y han proporcionado a las instituciones financieras y a las de la Comunidad la ocasión de una fecunda cooperación»; en otra línea, PIEROT, R.: «La Banque des Règlements Internationaux», NED, núm. 3953-3954, 8 de enero de 1973, pp. 53-54 y LARRE, R.: «Faut-il ralentir le développement du marché des euro-devises?», Banque, 1980, pp. 281-287. También, SARMET, M.: «Europe et euro-marché», Eurépargne, 1977, pp. 9-15.



FF si eran bancos de tales Estados los que formasen parte de la dirección del correspondiente sindicato emisor. La relevante participación de los bancos alemanes ha resultado explicable por la dirección de las emisiones en euromarcos, mientras la de los bancos británicos ha estado justificada por el papel de Londres en el mercado internacional, la de los bancos franceses por la calidad de su red internacional y la de los bancos luxemburgueses por su implantación en el mercado internacional y las ventajas internas de carácter fiscal. Entre otros aspectos de los contratos europeos se pueden retener el de la adquisición en firme del empréstito por un pequeño grupo de bancos, sindicato de dirección, la garantía conjunta y solidaria por tal sindicato de la colocación de las obligaciones al precio de emisión y la constitución de un sindicato de subgarantía para repartir convenientemente los riesgos de la falta de colocación; a estos efectos, se han configurado como condiciones obligatorias las de respetar el prospecto y la reglamentación del lugar de la colocación e informar al banco director sobre el estado de la colocación e informar al banco director sobre el estado de la colocación. Desde el ángulo fiscal, se ha puesto de relieve en los últimos años la preocupación de la Comisión comunitaria por este mercado, habiéndose mostrado partidaria de una mejor cooperación entre las administraciones fiscales de los Estados miembros para identificar más fácilmente a los suscriptores e incluso suprimir la falta de retención en origen para evitar el interés hacia los existentes paraísos fiscales (18).

### III. LOS DESARROLLOS DE LA LIBERTAD DE CIRCULACION DE CAPITALES EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA CEE

En el plano estatal comparado interesa analizar, por un lado, el extremo de en qué medida se han producido modificaciones y adaptaciones de los ordenamientos estatales al comunitario en materia de circulación de capitales fijado en el techo comunitario, y por otro lado el extremo de en qué medida la liberalización se ha proyectado al exterior a través de las inversiones extracomunitarias.

#### 1. El régimen de las inversiones intracomunitarias.

En el abanico de los regímenes estatales se constatan evidentes diferencias entre el más amplio grado de liberalización admitido en la circulación de capitales

---

(18) Sobre las peculiaridades de los empréstitos euroobligatorios, JACQUEMONT, A.: *L'émission des emprunts euro-obligatoires. Pouvoir bancaire et souverainetés étatiques*, París, 1976, esp., pp. 49-50 y 212-219; en cuanto a las condiciones que los bancos deben reunir para convertirse en miembros de los sindicatos de euroemisión y a las correspondientes a los Intermediarios que animan el mercado secundario de las euroobligaciones, DUFLOUX, C.: «Eurobanquiers et Eurocapitaux», *Banque*, 1980, pp. 35-47 y 169-175. Sobre el contrato de emisión de euroobligaciones, las cláusulas monetarias en tales emisiones y la protección y la representación de los obligacionistas, Université de Dijon, *Les Euro-Obligations. Eurobonds*, París, 1972, pp. 57-87, 125-147 y 261-284; más recientemente, en cuanto a la organización bancaria de los eurocréditos y la práctica de la sindicación, BLAISE, J. B., FOUCHARD, Ph. y KAHN, Ph.: *Les Euro-Crédits. Un instrument du système bancaire pour le financement international*, París, 1981, pp. 105-263.

en los casos actualmente de Dinamarca y de Bélgica-Luxemburgo, a pesar de su doble mercado de cambios, en cuanto a las inversiones directas y las operaciones sobre títulos cotizados, y la mayor restricción en las reglamentaciones de los demás Estados. No obstante, en el Reino Unido todas las formas de control de cambios han sido suprimidas en 1979, con la consiguiente liberalización de las inversiones extranjeras, mientras en los Países Bajos se ha dulcificado la reglamentación de cambios, habiéndose eliminado la necesidad de autorización para las inversiones directas extranjeras en forma de participación en el capital e incluso para las inversiones de las empresas bajo control extranjero, aunque existe un estrecho control de los empréstitos financieros a no residentes, incluidas sociedades matrices. Por su parte, en Irlanda se requiere autorización de control de cambios por parte de los no residentes que deseen efectuar una inversión directa, de la que se exceptúa a las sociedades bajo control extranjero ya establecidas y, por supuesto, a los residentes de los Estados comunitarios. En la República Federal de Alemania, a pesar de que hay libertad de cambios desde 1961 bajo control del Banco federal, se requiere autorización para la compra de ciertas acciones pagaderas o reembolsables en cuatro años y para la creación de sucursales de sociedades originarias de Estados no comunitarios, registrándose las adquisiciones superiores al veinticinco por ciento del capital de las sociedades existentes. En el caso de la República de Italia, ya la ley núm. 43 de 7 de febrero de 1956 y los posteriores decretos 476 y 758 del mismo año establecieron una distinción entre inversiones productivas y «otras inversiones», como la adquisición de sociedades existentes, primándose las primeras, aunque exigiéndose en todo caso que las operaciones sean ejecutadas por los establecimientos crediticios admitidos bajo vigilancia de la Oficina de control de cambios; en 1976 entraron en vigor disposiciones restrictivas para detener las corrientes especulativas de capitales a corto plazo. A efectos de protección y de repatriación de intereses y capitales, opera también en Grecia la distinción entre inversiones «productivas» y «no productivas» desde 1953. Finalmente, en la República francesa, en un marco de control de cambios, se ha exigido autorización previa del Ministerio de Economía para las inversiones directas extranjeras realizadas por no residentes o por sociedades francesas bajo control extranjero, exceptuándose de la misma las inversiones nuevas que no superen los tres millones de FF, con relativa libertad para los empréstitos inferiores a diez millones, aunque las transacciones deben ser realizadas a través de bancos admitidos y también documentadas; en la práctica, la mayoría de las operaciones son objeto de condiciones de financiación en divisas, resultando liberales en el supuesto de creación de empresas nuevas y más estrictas en el de adquisición de empresas existentes, aunque en algunos casos excepcionales la administración utiliza su poder de control para estudiar atentamente si «en razón del montante en cuestión o de otros factores una transacción o una transferencia determinada tiene consecuencias excepcionalmente perjudiciales para los intereses franceses» (19). Cabe recordar que la mayor

(19) Dentro del panorama comparado de los ordenamientos de los Estados miembros, sucesivamente BALEKJIAN, W. H.: *Legal aspects of foreign investment in the European Economic Community*, Manchester, 1967, pp. 17-163; DAGON, R.: «Regulation of capital influx: Recent developments in

parte de los Estados citados han sido autorizados por la Comisión a utilizar las cláusulas de salvaguardia para introducir algunas restricciones sobre ciertas operaciones en capitales liberalizadas y que en algunos Estados existe un fraccionamiento del mercado de cambios que al obligar a ciertas transferencias el paso a través de un mercado particular de cambios supone costes adicionales con eventuales obstáculos para la ejecución de las correspondientes exportaciones de capitales; así, desde 1954 en Bélgica y Luxemburgo se ha introducido un mercado libre de cambios al lado del mercado oficial, y en Francia desde 1981 existe un mercado cerrado entre residentes para el pago de títulos extranjeros.

En el caso de este último Estado, el tema de la adaptación o de la conformación con el ordenamiento comunitario tuvo actualidad a finales de los sesenta con motivo de la aplicación del decreto núm. 67-68 de 27 de enero de 1967, artículos 3 y 4, por el que se exigía una declaración previa para la constitución y liquidación de inversiones extranjeras en territorio francés, incluso para los ciudadanos comunitarios, con la posibilidad de que la inversión extranjera fuera aplazada al estar condicionada a autorización. En tales condiciones, se planteó la cuestión de si la aplicación de tales medidas discriminatorias de control previo respecto a personas físicas y jurídicas comunitarias, amparadas por las reglas de asimilación en el establecimiento en el marco de los artículos 52 a 58 del TCEE, resultaba compatible o no con el ordenamiento comunitario. Cabe señalar que semejante exigencia de la declaración previa había sido producida por el denominado «temor al atlantismo», en la medida en que al amparo del maleable artículo 58 TCEE deberían recibir trato comunitario incluso las sociedades con nacionalidad ficticia de Estado miembro pero controladas por capitales extracomunitarios y, en concreto, norteamericanos; semejante solución se correspondía con el favor al criterio de la sede real, en cuanto revelando vínculos serios con la economía de un Estado, a efectos de la determinación de la nacionalidad de las personas jurídicas, y utilizado en el Convenio sobre el reconocimiento mutuo de las sociedades y personas jurídicas hecho en Bruselas en 1968 y todavía no entrado en vigor. Ante la actitud de la Comisión, que intentó actuar el artículo 169 TCEE, el gobierno francés dictó el decreto 71-143 de 22 de febrero de 1971, por el que en principio se excluían de la declaración previa las operaciones de constitución o de liquidación de inversiones directas en y desde los Estados miembros en base las reglas de asimilación contenidas en los mencionados artículos del TCEE. Sin embargo, por el decre-

France, Germany and Switzerland», *American Journal of Comparative Law* (A.J.C.L.), 1965, pp. 38-67; PINTO, R.: «Le régime juridique des investissements étrangers en France», *Journal du droit International* (J.C.), 1967, pp. 235-264; SERENI, A. P. y NOBILI, R.: «Gli Investimenti esteri in Italia», *Annuario dir. comparato*, 1966, pp. 174-191; BÉRARD, Ch.: «La réglementation des investissements français à l'étranger et étrangers en France», *DPCI*, 1975, pp. 233-248; MAVRIAS, K. G.: *Le régime juridique des investissements étrangers en Grèce. Contribution à une théorie de l'investissement international*, París, 1975; LANG, H.: «Le régime des investissements étrangers en R.F.A.», *DPCI*, 1978, pp. 347-361; LUZZATO, R.: «The Italian Exchange Control Laws: Some International Aspects», *Italian Yearbook*, 1977, pp. 257-273. De un modo global, OCDE: *Investissements directs internationaux. Politiques, procédures et pratiques des pays membres de l'OCDE*, 1979, París, 1979; *Investissement international et entreprises multinationales. Tendances récentes des investissements directs internationaux*, París, 1981, y *Contrôles et obstacles aux investissements directs de l'étranger dans les pays membres de l'OCDE*, París, 1982.

to 71-144 de la misma fecha, la declaración previa de todas las operaciones financieras en territorio francés que suponía autorización se justificaba como una medida de control de cambios al amparo de la cláusula de salvaguardia del artículo 108 TCEE; el decreto disponía, en efecto, que cuando una operación financiera es «susceptible de entrañar un movimiento de capital», a pesar de que por su generalidad se cubrirían todas las operaciones de inversión, quedaba sometida su realización a la previa autorización del Ministro de Economía y Finanzas, al tratarse de una autorización de cambio permitida por el mencionado 108.3. En 1974 la Administración francesa flexibilizó su posición, aunque han permanecido las exigencias monetarias para asegurar la financiación de las operaciones (20).

En estas condiciones, y a efectos de la conformidad con la reglamentación comunitaria, se puede advertir que no cabe discriminación alguna entre nacionales comunitarios beneficiarios del establecimiento, de modo que desde el ángulo del actual techo de compromisos comunitarios resultan prohibidas aquellas medidas de control previo que supongan o arriesguen la necesidad de autorización, salvo que se apoye la medida en el citado 108, pero no las eventuales declaraciones exigibles a efectos estadísticos o de conocimiento. El caso es que en las operaciones incluidas en la lista A, de liberalización incondicional para cada operación o con autorización particular automática, la necesidad de declaración a tales efectos estadísticos puede rayar en exigencia de autorización a causa de la lentitud administrativa, a diferencia de la incondicionalidad de la liberalización de las operaciones incluidas en la lista B. Por el contrario, no resultan afectadas por la reglamentación comunitaria las autorizaciones exigidas en base a las disposiciones sobre control de cambios, en el margen de la permisividad comunitaria amparada por los artículos 108 y 109 sobre salvaguardia de las monedas nacionales. No obstante, hay que destacar que si a medida del restablecimiento de las balanzas de pagos se han liberado progresivamente las transferencias de capitales y van desapareciendo o flexibilizándose los controles por umbral o por porcentaje de participación, paralelamente se van reforzando las medidas laterales; con esta denominación se incluyen ciertas disposiciones tendentes a encauzar y seleccionar los movimientos de capitales sin forzar las posibilidades permitidas por las directivas de 1960 y de 1962, aunque las mismas permitan la declaración previa para fines estadísticos y para la verificación de las operaciones de los movimientos

(20) Sobre este contencioso, VANDERSANDEN, G.: «Le régime juridique des investissements dans la Communauté Economique Européenne, RMC, 1972, pp. 494-502 y CARREAU, D.; JUILLARD, P. y FLORY, T.: *Droit International Economique*, Paris, 1978, pp. 384-386. En cuanto a los anteriores controles franceses y al amplio margen de apreciación para la autorización de las operaciones financieras conectadas con inversiones directas y susceptibles de entrañar un movimiento de capitales, JASINSKI, P.: *Op. cit.*, pp. 197-227 y DICKIE, R.: *Foreign Investment: France. A Case Study*, Leyden, 1970. Respecto a la relevancia de las inversiones norteamericanas en los Estados miembros de las Comunidades, «Aperçu sur les investissements américains en France», NED, No. 3770, de 15 de marzo de 1971; GOLDBERG, M. A.: «The determinants of U. S. direct investment in the EEC: Comment», *American Economic Review*, 1972, pp. 692-699; «Les investissements américains dans la CEE» y «Les sociétés multinationales dans la vie monétaire et financière internationale: Un rapport du Congrès des Etats Unis», en *Probl. Economiques*, Nos. 1193 de 12 de noviembre de 1970, pp. 6-15 y 1322 de 16 de mayo de 1973, pp. 21-31 y YOUNG, S.: «The geographical expansion of U.S. firms in Western Europe», *JCMS*, 1976, pp. 223-239.

intracomunitarios. Entre tales reglas, se incluyen en la República francesa las exigencias monetarias para asegurar la efectiva financiación de las operaciones de inversión; en la República Federal de Alemania las normas técnicas sobre calidad de los productos, sobre contaminación, sobre competencia desleal y sobre control de concentraciones y grupos, y en el Reino Unido las relativas a la contaminación y a la protección de consumidores por la actuación de las empresas controlando más de la cuarta parte del mercado. En esta línea de relevancia de las medidas indirectas o laterales para encauzar las inversiones extranjeras, incluso procedentes de Estados comunitarios, cabe recordar que en una comunicación de la Comisión al Consejo de 7 de noviembre de 1973 se ponía de relieve, en relación con el abanico de restricciones en inversiones extranjeras, el alcance de las modalidades de prohibición de acceso a ciertos sectores o de umbral de participación, las cuales no resultan admitidas en las relaciones intracomunitarias en principio a salvo del recurso excepcional al 108, pero también las paralelas de mayor incidencia económica sobre fusiones o concentraciones, financiación, desarrollo regional, libre competencia... que en una gran medida permanecen en el ámbito de la competencia estatal (21).

Si todavía no se han alcanzado cotas tangibles de liberalización en las emisiones y colocaciones de títulos extranjeros hasta las últimas directivas de coordinación en títulos valores, también hay que señalar que el funcionamiento liberalizado del mercado intracomunitario de capitales exige rebasar el actual techo de las listas A y B de las siempre mencionadas directivas de 1960 y de 1962 y adoptar políticas monetarias y presupuestarias comunitarias (22).

## 2. El régimen de las inversiones extracomunitarias y los convenios de protección de las inversiones privadas en el extranjero.

Las relaciones con los terceros Estados en cuanto a movimientos de capitales aparece tíbiamente mencionados en el TCEE, y así en el artículo 70,1 se prevé respecto a las mismas una acción comunitaria «para la coordinación progresiva de las políticas de los Estados miembros en materia de cambios», decidiendo por unanimidad el Consejo directivas y esforzándose «por alcanzar el mayor grado posible de liberalización». La laxitud caracteriza también al 70,2 al exigir que

(21) «Les entreprises multinationales dans le contexte des règlements communautaires (Communication de la Commission au Conseil transmise le 8 novembre 1973)», *Bulletin C. E. Suppl.* 15/73 esp., pp. 31-32. Sobre las medidas laterales en los Estados de la CEE, con mayor incidencia para las inversiones de procedencia extracomunitaria, BÉRARD, Ch.: *Op. cit.*, pp. 246-247 y LANG, H.: *Op. cit.*, 1978, 359-361; en relación con la R.F.A., BEHRENS, P.: «La protection des entreprises allemandes contre les prises de contrôle par les investissements directs étrangers en République fédérale d'Allemagne», *Riv. Società*, 1976, pp. 603-620, ha señalado como instrumentos de control indirecto de las inversiones extranjeras la aplicación de la «Kartellgesetz» con el mantenimiento de la libre competencia en aquel mercado y de disposiciones fiscales. En relación con el desarrollo de las inversiones intraeuropeas con el reforzamiento de la concentración, MUCCHIELLI, J. L.; THUILLIER, J. P.; MICHALET, Ch. y LASSUDRIE DUCHENNE, B.: *Multinationales Européennes et investissements croisés*, París, 1982 y PELKMANS, J.: «European Direct Investments In the European Community», *Revue d'intégration européenne/Journal of European Integration*, 1983, pp. 41-70.

exista una efectiva violación de la reglamentación interna de cambios de un Estado miembro para que la Comisión, o en última instancia el Consejo, adopte medidas apropiadas para evitar desvíos en las reglamentaciones con respecto a terceros Estados en base a las facilidades de transferencias ofrecidas por un Estado miembro. Una reducida obligación de información está contenida en el artículo 72 respecto a los movimientos de capitales con destino a y procedencia de los terceros Estados» en la línea de la coordinación de las políticas estatales en materia de cambios. En todo caso, del mismo modo que los Estados miembros han extendido unilateralmente la liberalización derivada de las directivas de 1960 y 1962 a los terceros Estados, progresivamente se ha aplicado un régimen liberal a las inversiones directas hacia el exterior, con las salvedades de ciertas formalidades en la Unión económica belgo-luxemburguesa, de la autorización del Banco central en Dinamarca o del Ministerio de Economía en Francia o de la Oficina de cambios en Italia, destacándose las prácticas liberales en la República Federal de Alemania y en el Reino Unido, al financiarse en este Estado tales inversiones en libras o mediante empréstitos en divisas extranjeras (23).

Sin embargo, esta liberalización hacia el exterior ha tenido una tibia cobertura convencional comunitaria. Así, de acuerdo con el segundo Convenio de Lomé entrado en vigor en 1981 se establece tan sólo en la declaración común de Intenciones anexa al acta final el principio de la no discriminación entre las inversiones procedentes de los diversos Estados miembros, aunque con la necesaria referencia a los acuerdos bilaterales concluidos o por concluir que sirven como términos de referencia a los efectos de resolver las eventuales controversias que surgieran; tampoco la automaticidad y la retroactividad generalizada aparecen en el Convenio de cooperación entre la Comunidad y los cinco Estados miembros de la ASEAN (Asociación de Naciones del Asia Suroriental), conteniendo un principio de no discriminación entre inversores comunitarios en base a la existente red bilateralizada. En estas condiciones, cabe advertir que mientras Francia, República Fede-

(22) Cfr. P. E. Documents de séance 1983-1984, Doc. 1-1266/83, 16 de enero de 1984, «Rapport fait au nom de la Commission économique et monétaire sur la création d'un marché européen uni des capitaux», rapporteur Sir B. RHYS WILLIAMS, esp., p. 7: «Estima que para la realización de estas dos condiciones: el establecimiento de un espacio financiero propio de la Comunidad suficientemente independiente de los mercados financieros actualmente existentes, zona americana, y Extremo Oriente y el reforzamiento del mercado europeo para la creación de un mercado europeo unido de capitales, convendría con prioridad: A) Aumentar el papel del SME y del ECU privado, y B) Poner en práctica nuevas políticas comunitarias rigurosas con nuevas facilidades de empréstitos/préstamos», T., p. 9: «Pide a la Comisión y al Consejo introducir medidas concretas para crear una red unificada de servicios financieros para favorecer el eficaz funcionamiento de los mercados de capitales y de los mercados monetarios en la Comunidad, y en particular: — continuar poniendo en práctica la aproximación de las diferentes disposiciones legislativas que regulan el sector bancario; — relanzar las medidas de liberalización en el sector de los seguros...; — hacer que los riesgos de cambios sean cubiertos en las mismas condiciones en todos los Estados miembros...».

(23) Al respecto, HEENEN, J.: Op. cit. (vide nota 4), pp. 765-766, haciendo referencia a la transmisión por la Comisión al Consejo en noviembre de 1965, de una propuesta de directiva fundada en el artículo 213, por la que los Estados miembros deberían comunicarle anualmente los movimientos de capitales con el exterior de acuerdo con un esquema uniforme. A escala estatal comparada, OCDE: *Investissements directs internationaux. Politiques, procédures et pratiques des pays membres de l'OCDE 1979*, París, 1979, esp., pp. 47-71.

ral de Alemania y Reino Unido han establecido una amplia gama convencional con cláusulas referentes al tratamiento justo y equitativo, derivando en el beneficio del trato reservado a los inversores nacionales, en la libre transferencia de los productos de la inversión y en la indemnización efectiva para el caso de desposesión, los otros Estados miembros han prestado una especial atención al aspecto del arbitraje de las controversias en materia de inversiones a través de la cláusula compromisoria en favor de la competencia del CIRDI (24).

#### IV. LOS DESARROLLOS DEL REGIMEN DE LAS INVERSIONES PRIVADAS DE CAPITAL EXTRANJERO EN ESPAÑA

Desde el ángulo del ordenamiento español cabe hacer algunas observaciones al hacer el cotejo de tal reglamentación interna con la comunitaria europea.

##### 1. Las disposiciones en la fase de 1959 a 1974.

En principio, la inversión de capital privado extranjero en empresas españolas ha estado sujeta básicamente al sistema de porcentajes, con una amplia discrecionalidad de decisión por parte de la Administración, en ausencia de criterios adicionales concretamente establecidos; el punto central del sistema ha sido el del límite de participación extranjera del «cincuenta por ciento del capital de la empresa española objeto de la inversión» aplicable a «los extranjeros o personas jurídicas extranjeras de naturaleza privada, residan o no fuera de España», aunque con anterioridad a los textos legislativos de 1974 no se comprendían en tal limitación a los extranjeros residentes en España que aportaran pesetas ordinarias, de acuerdo con la generosa interpretación proporcionada por la resolución de la DGRN de 22 de julio de 1970 (25). El caso es que el mencionado límite del cin-

---

(24) En cuanto a los convenios bilaterales concluidos por los Estados comunitarios con terceros Estados, PREISWERK, R.: *La protection des investissements privés dans les traités bilatéraux*, Zurich, 1963, esp., pp. 1778-201, práctica francesa, y 202-208, práctica alemana federal; BERGER, R.: «Vermögensschutz im Ausland durch Investitionsförderungsverträge», *RIW/AWD*, 1965, pp. 1-11; CARBONE, S. M. y VERRUCOLI, P.: «La disciplina italiana relativa alla protezione degli investimenti», *Riv. Dir. Int. Priv. Proc.*, 1978, pp. 681-704; JULLIARD, P.: «Les conventions bilatérales d'investissement conclues par la France», *JC*, 1979, pp. 274-325; VOSS, J.: «The protection and promotion of european private investment in developing countries. An approach towards a concept for a european policy on foreign investment. A german contribution», *CMLR*, 1981, pp. 363-395 y BERGMAN, M. S.: «Bilateral investment protection treaties: An examination of the evolution and significance of the U. S. prototype treaty», *N. Y. University Int. Law Politics*, 1983, pp. 1-43. Sobre la generalización de la «cláusula CIRDI» en tales acuerdos, SCHOKKAERT, J.: «Protection contractuelle par les Etats des investissements privés effectués sur leur territoire», *DPIC*, 1980, pp. 29-45 y BROCHES, A.: «Bilateral investment protection treaties and arbitration of investment disputes», en *The Art of Arbitration. Essays on International Arbitration*, Deventer, 1982, pp. 63-72.

(25) La resolución en Aranzadí, 1970, núm. 3462, con comentario en *Rev. Jurídica Cataluña*, 1971, p. 685. Un relevante tratamiento de «una nueva dependencia externa: el capital extranjero en la expansión económica de los últimos años (1959-1975)», en MUÑOZ, J.; ROLDAN, S. y SERRANO, A.: *La Internacionalización del capital en España*, Madrid, 1978, esp. 45-258.

cuenta por ciento como caracterizador del control resulta desorbitado y excesivo, cabiendo destacarse cómo a escala comparada el porcentaje para calificar una inversión de directa es ampliamente inferior, en relación además con una práctica selectiva respecto al capital extranjero (26). Además, se puede advertir que durante el largo y decisivo período en que estuvo vigente el decreto de 18 de abril de 1963, núm. 701/63 se admitió que en dieciocho relevantes sectores de la producción entrara la inversión extranjera sin limitación alguna, en la línea del artículo 3 del decreto de 24 de diciembre de 1959, que preveía la hipótesis de rebasar el umbral del cincuenta, y a partir de los mismos las recién creadas sociedades como españolas residentes crearán o ampliarán nuevas empresas «en los demás sectores sometidos a controles reglamentarios como el del cincuenta por ciento de participación», o simplemente cambiarán el objeto social. Al bien simple conjunto de disposiciones de 1959 a 1963 sucedió con un propósito más racionalizador la ordenación de 1974, a través de los decretos 3021/1974 y 3022/1974 de 31 de octubre, suprimiendo las flagrantes escapatorias mencionadas y comenzando a objetivar las condiciones para privilegiar la inversión extranjera productiva (27).

## 2. Disposiciones posteriores y las adaptaciones al derecho comunitario europeo.

De un modo progresivo se ha configurado una reglamentación, a la que no ha sido ajeno el hecho de la extinción del régimen anterior con su peculiar administración, en la que entran en juego tres consideraciones: una mayor objetivación de los criterios para seleccionar la inversión extranjera, una adecuada descentralización y simplificación administrativas y una sucesiva conformación a las exigencias comunitarias europeas. La objetivación es verificable a través del decreto 3023/1974 de 31 de octubre, con la entrada abierta pero registrada en «las empresas cuyo objeto social sea única y exclusivamente la fabricación en España de uno o varios de los bienes de equipo comprendidos en la lista apéndice del arancel de aduanas», del real decreto 3099/19776 de 26 de noviembre al beneficiarse a determinadas inversiones con amplio capital desembolsado, creación de puestos de trabajo y obtención positiva de divisas, y del real decreto 623/1981,

(26) Algunos datos sobre los reducidos porcentajes como caracterizadores de la inversión directa en NED: «Aperçu sur les Investissements américains en France», núm. 3770, de 15 de marzo de 1971, pp. 14-15; respecto a la noción de inversión directa, COLOMES, M.: *Le droit de l'établissement et des Investissements dans la CEE*, París, 1971, pp. 199-206. El artículo 5 del decreto-ley de 27 de julio de 1959, que fijaba el mencionado límite del cincuenta, fue desarrollado en el artículo 3 del decreto de 30 de septiembre de 1959, núm. 1735/59.

(27) Los decretos 3021/1974 y 3022/1974, de 31 de octubre, en BOE de 6 de noviembre de 1974, aprobando la ley y el reglamento de las inversiones extranjeras en España. La mencionada escapatoria a través de los dieciocho sectores liberalizados establecidos por el decreto 701/1963, de 18 de abril, derogado por el decreto 2495/73, de 11 de octubre de 1973, en BOE de 12 de octubre, fue puesta de manifiesto, aunque algo tardíamente, en el editorial del órgano del Ministerio de Comercio ICE, número 493, septiembre 1974, p. 11 y recordado en el también ICE, núm. 556, diciembre 1979, p. 20. En los textos de 1974, cabe criticar no obstante la contraposición entre las inversiones directas, sometidas a autorización, y las inversiones de cartera, no sometidas, sin tener en cuenta su volumen en relación con el capital social.



de 27 de marzo, desarrollado por la orden de 28 de abril; en las nuevas condiciones se han perfilado los requisitos de conocimiento de las características tecnológica, financiera y comercializadora del inversor extranjero, de la existencia de monopolio o de dominio del sector y de la estructura financiera y localización del proyecto, con la consecuencia de que han sido de un modo inesperado, aunque afortunado, los órganos competentes en materia de inversiones quienes han asumido las funciones de control en competencia, calidad de productos o tecnología aportada (28). La desconcentración de competencias y una cierta racionalización administrativa, con la adaptación del régimen de inversiones extranjeras a la ley 40/1979 de 10 de diciembre sobre régimen jurídico de control de cambios, modificada respecto a los delitos monetarios, por la ley orgánica 10/1983, de 16 de agosto, apareció con el real decreto 622/1981, de 27 de marzo (29).

Finalmente, la conformación al derecho comunitario derivado en materia de capitales ha podido ser evidenciada a lo largo de los últimos años con motivo de las negociaciones para la adhesión de España a las Comunidades Europeas y el tratamiento del capítulo sobre movimiento de capitales. Así, entre 1979 y 1980 la delegación española señaló que si en cuanto a los pagos corrientes ligados a las libres circulaciones de mercancías y capitales y a las transacciones invisibles

(28) Cfr. SAINZ MUÑOZ, J.: «Inversiones directas de capital extranjero en España. Legislación actual, criterios selectivos actualmente aplicados y su posible adaptación a las normas de la CEE», ICE, núm. 556, diciembre 1979, pp. 19-23. De «una liberal aplicación de la legislación que se inicia en el verano de 1959, al haberse autorizado más del 93 % en lo que a valor se refiere», hablaba el propio director general de transacciones exteriores PUIG ROJAS, E.: «La inversión extranjera y la balanza de pagos», *ibidem*, p. 15; sobre la eventual asunción de competencias de control de carácter lateral por los propios órganos de la administración competentes en materia de inversiones extranjeras, MANZANARES, E.: «El control de las inversiones exteriores en la CEE», *ibidem*, pp. 94-96. El real decreto 3099/1976, de 26 de noviembre en BOE, de 21 de enero de 1977. El recurso a la fabricación mixta para la inversión extranjera, con importantes beneficios, fue viabilizado a través de los decretos 2182/774 y 2593/74, de 20 de julio, en BOE de 5 de agosto y de 16 de septiembre. En cuanto a la todavía vigente reglamentación de «la transferencia de tecnología desde el extranjero, formalizada mediante contratos, convenios y acuerdos documentados», influida por la decisión 24 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena de 1970, véase VARIOS: *Seminario sobre adquisición de tecnología extranjera*, Bilbao, 1975, centrado en el decreto 2343/73, de 21 de septiembre, en BOE, de 2 de octubre y en su orden de 5 de diciembre en el BOE del 17; también, SPANO, E.: «Controllo governativo sui contratti di trasferimento di tecnologia in Spagna», *Riv. Dir. Industriale*, 1975, pp. 491-495. Sobre el alto grado de dependencia tecnológica española, respecto al exterior, O'BRIEN, P.: «Foreign Technology and Industrialization: The case of Spain», *JWTL*, 1975, pp. 525-552.

(29) Los reales decretos 622/1981 y 623/1981, de 27 de marzo, en BOE de 6 de abril; al respecto, HERVAS CUARTERO, E.: «Comentarios a la nueva normativa sobre inversiones extranjeras», ICE, número 1787, 2 de julio de 1981, pp. 2306-2314 y en su relación con la ley 40/1979, de 10 de diciembre y el real decreto 2402/1980, de 10 de octubre, sobre régimen jurídico de control de cambios, en BOE de 13 de diciembre de 1979 y de 8 de noviembre de 1980, FERNANDEZ TOMAS, A.: «La nueva legislación española en materia de control de cambios e inversiones extranjeras», *Rev. derecho bancario y bursátil*, 1982, pp. 165-185. ISORNA ARTIME, E.: *Manual práctico de operaciones de extranjero*, Madrid, 1983, esp., pp. 28-40 y 234-280, y ALVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: «Fundamentos del control de cambios en España», ICE, febrero 1984, pp. 5-17; tanto la denominada norma marco, la ley 40/1979, como el reglamento, el decreto 2402/1980, exigen normas de desarrollo que concretan las transacciones liberalizadas y no liberalizadas y los delitos monetarios e infracciones administrativas, en derogación de la caduca ley penal y procesal de delitos monetarios de 24 de noviembre de 1938.

cabía la inmediata aplicación del ordenamiento comunitario, se estimaba para los movimientos de capitales ciertas dificultades en tanto que «país importador neto de capitales», con «una dimensión relativa muy reducida de los mercados de capitales» y sin «estructuras, instituciones o medios legales internos de los que disponen los países miembros de la Comunidad y que pueden constituir instrumentos válidos en el marco de un amplio régimen de libertad en materia de control de cambios»; después de advertir que se habían emprendido sustanciales modificaciones de la reglamentación de movimientos de capitales, de modo que entre las últimas medidas de liberalización se había sustituido la técnica de la autorización previa por una simple declaración a efectos estadísticos con verificación de la naturaleza y realidad de las transacciones, se insistía en los inconvenientes de la liberalización total de los movimientos contenidos en las listas A y B de las directivas de 1960 y 1962, con el riesgo de un debilitamiento grave de los mercados financieros españoles y el recurso a las cláusulas de salvaguardia. En concreto, desde el ángulo español, se consideraba necesaria una temporal derogación de las obligaciones de liberalización en «las inversiones directas de capital español en las empresas de los Estados miembros teniendo por objeto la adquisición y la propiedad de títulos valores o la adquisición, posesión o explotación de bienes inmuebles», en «las inversiones inmobiliarias en los Estados miembros efectuadas por residentes en la medida en que estas inversiones no están en relación con la emigración en el marco de la libre circulación de trabajadores o del derecho de establecimiento», en «la adquisición por residentes de títulos extranjeros negociados en bolsa, a excepción de los títulos emitidos por las propias comunidades y por el Banco Europeo de Inversión (BEI), y en «las inversiones de no residentes en un reducido número de sectores económicos que serán precisados en un ulterior estadio de la negociación». Por su parte, la delegación comunitaria precisó su postura, partiendo «del principio de que España deberá liberalizar desde la adhesión de todos los movimientos de capitales enumerados en las listas A y B», mediante la necesidad de la apertura a través de los siguientes extremos: «En primer lugar, en lo que concierne a las operaciones de no residentes en España, [necesidad] de sustituir el principio de la autorización previa por el de la autorización automática en los movimientos de capitales citados en la lista A, eliminar toda discriminación a su respecto, eliminar las cuentas extranjeras en pesetas interiores y liberalizar simultáneamente la transferencia del producto de la liquidación de las inversiones, operaciones de las listas A o B, financiadas por el débito de estas cuentas. En segundo lugar, en lo que concierne a las operaciones de los residentes españoles en la Comunidad, suprimir el derecho de aplazamiento, que figura en el artículo 8 del Real Decreto 2236/1979 de 14 de septiembre sobre las inversiones españolas en el extranjero, sustituir el principio de la autorización previa por el de la autorización automática en materia de inversiones inmobiliarias, liberalizar la utilización del producto de la liquidación de las inversiones directas efectuadas en los Estados miembros y extender la liberalización de las operaciones sobre títulos de manera no discriminatoria para el conjunto de los residentes españoles. En tercer lugar, y por último, la Comunidad precisa que la liberalización de los movimientos de capitales no limita, sin embargo, el

derecho de los Estados miembros, de acuerdo con el artículo 5 de la directiva de 11 de mayo de 1960, de verificar la naturaleza y la realidad de las transacciones y transferencias y adoptar las medidas indispensables para evitar las infracciones a sus leyes y reglamentaciones» (30).

Cabe recordar que al comienzo de las negociaciones el ordenamiento español ofrecía simultáneamente unos rasgos de vulnerabilidad y de complejidad frente a la inversión extranjera. Así, cabe considerar positiva la nueva ley 40/1979, de 10 de diciembre, sobre régimen jurídico del control de cambios, desarrollada por el decreto 2402/1980, y modificada por la ley orgánica 10/83, al posibilitar a la administración el ejercicio de funciones de «autorización previa, verificación o declaración respecto a los actos esencialmente de carácter especulativo y evasivo» en un marco en el que el registro de las inversiones extranjeras, el censo de penetración sectorial del capital extranjero y las disposiciones supervisoras y estadísticas han sido muy reducidas. Por otro lado, se evidenciaba cierta complicación tradicional a causa de las circulares y resoluciones en la regulación de las aportaciones (tales como divisas, pesetas convertibles, pesetas transferibles, pesetas para pagos, pesetas interiores, pesetas ordinarias...), junto a una importante y agobiante concentración de competencias en el Consejo de ministros en detrimento de la especializada Dirección general.

El caso es que algunas sugerencias o exigencias comunitarias fueron incorporadas al ya mencionado decreto 622/1981, en una línea de cierta simplificación y de reconducción del concepto de inversión extranjera a la realizada por no residentes «tomando como criterio general para la calificación del sujeto como inversor extranjero el de la residencia, manteniéndose solamente en supuestos excepcionales como criterio informante el de la nacionalidad», tal como advierte su preámbulo, mientras se facilita a través del 623/1981 la entrada descontrolada de toda inversión no excediendo de veinticinco millones de pesetas con la consecuencia de que la «sociedad, sucursal o establecimiento españoles» pueda aumentar sin condiciones su capital; así, desde el ángulo de la selección se puede lamentar que se hayan marginado los loables criterios del real decreto 3099/1976 de 26 de noviembre, cuyo mantenimiento hubiera ayudado a corregir la ausencia de otras medidas laterales.

Como consecuencia de la última fase de negociaciones ha trascendido la aceptación por la delegación española de «la aplicación de la normativa comunitaria, existente en la fecha de la adhesión, con una serie de derogaciones temporales» en cuanto a inversiones en cartera, otras inversiones mobiliarias e inversiones inmobiliarias; así, «la adquisición por residentes de España de títulos extranjeros negociados en bolsa, con excepción de las operaciones ya liberadas en la legislación española actual, será liberalizada tras un período transitorio de tres años», «las inversiones directas por residentes de España en empresas de los Estados miembros actuales que tengan por objeto la adquisición y propiedad de títulos valores, se liberalizarán tras un período transitorio de tres años» y «las inversiones inmobiliarias en los Estados miembros actuales efectuadas por residentes en

(30) Conférence entre les Communautés européennes et l'Espagne, Bruxelles le 7 janvier 1980 et le 4 février 1980, CONF-E/27/79 et CONF-E/3/80.

España en la medida en que esas inversiones no estén en relación con la negociación en el marco de la libre circulación de trabajadores o del derecho de establecimiento, se liberalizarán tras un periodo transitorio de cinco años» (31). Sin embargo, a pesar de esta transitoriedad resultaría oportuno no sólo tener en cuenta que para la propia circulación intracomunitaria el artículo 5 de la directiva de 1960 permite la verificación de «la naturaleza y la realidad de las transacciones» sino también prever la necesaria adaptación al derecho comunitario derivado en cuanto a valores mobiliarios y, sobre todo, al ya consolidado sobre libre competencia, ya que a través de tales medidas se puede ayudar a amortiguar la tradicional vulnerabilidad del ordenamiento español.

## V. CONCLUSIONES

Tras este recorrido a través de los tres planos acotados, se podría desembocar en ciertos resultados:

En primer lugar, a nivel intracomunitario, la estricta libertad de circulación de capitales se va reforzando por la coordinación en derecho de sociedades en cuanto a la emisión de valores mobiliarios. Si por un lado permanecen algunas medidas de salvaguardia y los mercados heterodoxos de carácter monetario de los eurodólares y de carácter financiero de las euroemisiones, por otro lado se van armonizando las medidas de carácter cualitativo y lateral, dentro de la política económica a medio plazo. Los resquicios de control de cambios irán desapareciendo con la intensificación de las políticas económica y monetaria entre los Estados miembros.

En segundo lugar, a nivel interno comparado, se han marginado las fórmulas de autorización previa o de control «a priori» como incompatibles con las directivas de 1960 y 1962 y se han consolidado las más flexibles y permitidas de la simple declaración a efectos estadísticos y de la verificación de la transacción prevista, junto con la primacía en algunos ordenamientos de la inversión productiva, manteniéndose a un nivel relativamente bajo el umbral de participación extranjera para la estimación de la inversión como directa, con el consiguiente efecto de control sobre la de procedencia no comunitaria.

En tercer lugar, a nivel español, se ha constatado el paso de un ordenamiento con amplias carencias, propias del desarrollismo incontrolado de la década de los sesenta, a una normativa con cierta objetivación para seleccionar la inversión extranjera, descentralización y simplificación administrativas y modernización del

---

(31) CONSEJO SUPERIOR DE CAMARAS COMERCIO, INDUSTRIA Y NAVEGACION DE ESPAÑA: *Las negociaciones para la adhesión de España a las Comunidades Europeas: Situación y perspectivas*, Madrid, 1984, pp. 31-32. El texto de la mencionada publicación, comercializada por tal Consejo, «ha sido elaborado en su integridad por la Secretaría de Estado para las relaciones con las Comunidades Europeas». La propia Comisión, ya había señalado en su respuesta de 8 de septiembre de 1982, en *JOCE*, núm. C 266 de 11 de octubre de 1982, pp. 10-11, que «la conferencia de negociaciones ya ha convenido para el capítulo de los movimientos de capitales, que la liberalización de las inversiones inmobiliarias en los actuales Estados miembros por residentes españoles tendrá lugar cinco años después de la adhesión y que las operaciones sobre títulos serán liberalizadas tras un periodo de tres años».

LA LIBERTAD DE CIRCULACION DE CAPITALS EN LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA...

control de cambios. Si en la perspectiva de la adhesión se acepta la aplicación de la normativa comunitaria, con reducidas derogaciones temporales, se confía en que a la liberalización de tales movimientos de capitales acompañe una ostensible mejora de las medidas laterales para el control de la financiación y de la libre competencia.

Valladolid, 11 de septiembre de 1984.  
(En recuerdo de la democracia en Chile y del presidente Allende).

## THE FREE MOVEMENT OF CAPITAL IN THE EEC AND SPANISH MEMBERSHIP OF THE EUROPEAN COMMUNITIES

### ABSTRACT

Within the Community framework, the adoption of the two directives of 11 May 1960 and 18 December 1962 resulted in the liberalization of direct investments, the acquisition of stakes in companies, investment in real estate, credits linked to commercial transactions and the acquisition of securities quoted on the stock exchanges of member countries. Under categories A and B as defined in these directives, such investment is not subject to hindrance in the exchange regulations of member countries. The directives on securities of 5 March 1979 and 17 March 1980 have helped to bring about a greater transparency in State markets and, indirectly, the liberalization of capital movements coming under category C. In spite of the obstacles that still attend the issue of securities on the market of another State, financial loans and transactions involving unquoted securities. However, there are important exceptions to liberalization in the measures that may be taken in the event of a shift in the exchange rate or of serious difficulties in the balance of payments of a member country, as provided for in Article 108. 2, together with other more limited measures concerning public loans (Article 68.3), exchange regulations (Article 70) and the case of «capital movements that cause disturbances in the functioning of the capital markets of a member State» (Article 73.1). Some restrictions on the movement of capital of a monetary character have also been palliated through the Eurodollar market.

At a comparative State level, attention has also been given to the possible beneficiaries of the removal of restrictions on direct investment, so as to keep a check on those of extra-Community origin, as was seen with the French decree N.º 67-68 of January 1967. As a result of the requirements of Community treatment, individuals and corporate bodies of member States are not subject to certain national conditions, such as authorization for a public offer to purchase in Belgium/Luxembourg, permission to set up branch offices in West Germany or prior authorization for foreign investment in France; while in Italy and Greece, there is an important category of «productive investment» aimed at better channelling foreign investment. At the same time, a number of «lateral» measures of a monetary, commercial and technical type are being strengthened, so as to include even intra-Community investment, without distorting the sense of the direc-

tives of 1960 and 62, which do however permit prior declaration for statistical purposes and for verifying operations.

In Spain a transition has been from a system with many loopholes and possibilities of fraud, typical of the uncontrolled cult of development of the last régime, to a more rational decentralized and modern system with exchange controls. With the prospect of membership of the EEC and acceptance of the Community norms, and with only a few temporary exemptions for portfolio investment, investment in securities and in real estate, it is to be expected that the so-called «lateral» measures on free competition, mergers, product quality and technology standards will be improved.

**LA LIBERTÉ DE CIRCULATION DES CAPITAUX DANS LA COMMUNAUTÉ  
ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE ET L'ADHESION DE L'ESPAGNE AUX  
COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES**

**RÉSUMÉ**

Dans le cadre communautaire et à la suite de l'adoption des deux directives du 11 mai 1960 et du 18 décembre 1962, les investissements directs, l'acquisition de participations, les investissements immobiliers, les crédits liés à des transactions commerciales et les acquisitions de valeurs mobilières cotées en Bourse ont été libérés, conformément aux listes A et B sans qu'il y ait d'obstacles dans les réglementations de changes des Etats membres. Les directives sur les valeurs mobilières du 5 mars 1979 et du 17 mars 1980 ont facilité la transparence progressive des marchés d'état et, indirectement, la libéralisation des mouvements de la liste C, malgré les obstacles que présentent l'émission de valeurs sur le marché d'un autre état, les emprunts financiers et les transactions sur les titres qui ne sont pas cotés. Cependant, dans les exceptions à la libéralisation on note l'importance des mesures éventuelles adoptées en cas de modification du taux de change et de difficultés graves de la balance des paiements d'un Etat membre, selon l'article 102.2 à côté d'autres mesures plus limitées relatives aux emprunts publics, article 68.3, aux réglementations des changes, article 70, et à l'hypothèse de «mouvements de capitaux qui peuvent perturber le fonctionnement du marché des capitaux d'un Etat membre», article 73.1. On a amorti également par le truchement du marché de l'eurodollar certaines restrictions des mouvements de capitaux de caractère monétaire.

A l'échelle de l'état comparée, on a prêté attention aux bénéficiaires éventuels de l'élimination des restrictions pour les investissements directs dans le but de contrôler ceux provenant de pays n'appartenant pas à la communauté, comme on le voit dans le décret français numéro 67-68 de janvier 1967. A la suite des exigences du traitement communautaire, on n'applique pas aux personnes physiques et juridiques des Etats membres certaines conditions nationales telles que l'autorisation pour une offre publique d'achat en Belgique-Luxembourg, la permission de créer des succursales en République Fédérale d'Allemagne ou l'autorisation préalable pour les investissements étrangers dans la République française. La catégorie des «investissements productifs» en Italie et en Grèce a de l'importance pour diriger les investissements étrangers. Parallèlement, on renforce certaines mesures



latérales de caractère monétaire, commercial ou technique pour diriger même des investissements intracommunautaires, sans forcer les directives de 1960 et de 1962, bien que celles-ci permettent une déclaration préalable à des fins de statistique et pour la vérification des opérations.

A l'échelle espagnole, on a constaté le passage d'une législation ayant de larges lacunes et des possibilités de fraude, caractéristiques du développement incontrôlé du régime précédent à une législation rationalisée, décentralisée et modernisée ayant un contrôle des changes. Dans la perspective de l'adhésion comportant l'acceptation de la législation communautaire et des dérogations provisoires réduites pour les investissements en portefeuille et d'autres placements mobiliers et immobiliers, on espère que parallèlement les mesures dites latérales sur la libre concurrence, les concentrations et la qualité des produits et de la technologie apportée seront améliorées.

