

Sistema Financiero y Realidad Empresarial

LA NUEVA ETAPA EN LA INTEGRACIÓN DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS EN EUROPA

M.^a Nieves García Santos (*)

1. EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS Y EL INFORME LAMFALUSSY

Unos de los objetivos prioritarios de la Unión Europea es el logro de un mercado financiero integrado, que se caracterice por ser profundo, ofrecer amplia liquidez, permitir el funcionamiento flexible de las entidades y facilitar la asignación eficiente del capital a todo lo largo y ancho de Europa. Esto permitiría a las empresas acceder a mayores disponibilidades de capital, lo que abarataría su financiación y, por ende, en última instancia mejoraría la eficiencia de la producción de bienes y servicios. Los beneficios de las mejoras en los mercados financieros y de la integración de los mismos son ampliamente conocidos (1).

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) ha jugado un papel fundamental en la integración de los mercados de valores en los últimos seis años (2). El PASF señalaba una serie de disposiciones legales (directivas y reglamentos) y otras iniciativas, que eran fundamentales para conseguir un mercado financiero único. Los objetivos en que se clasificaban estas disposiciones eran tres: conseguir un mercado mayorista único, lograr que los mercados minoristas fueran abiertos y seguros y mejorar las normas cautelares y de supervisión.

El cumplimiento de las medidas incluidas en el mismo ha sido casi completo y, además, se ha logrado instaurar un marco de decisión más racio-

nal en el que las estructuras regulatorias se han hecho más eficientes. El éxito en el cumplimiento del PASF ha sido reconocido por la Comisión Europea en la reciente revisión que ha hecho sobre el programa acordado en Lisboa en 2000 (3). Hay que señalar que el calendario para la promulgación de normas se ha acelerado y el proceso regulatorio ha mejorado gracias a la aplicación de las recomendaciones realizadas por el grupo de expertos, bajo la dirección de Alexander Lamfalussy (4), sobre los mercados de valores. En dicho informe se contemplaba el proceso regulatorio europeo en cuatro etapas o niveles. Los dos primeros niveles correspondían al proceso legislativo y los dos segundos a la aplicación de las normas. Así, se recomendaba que la legislación europea se dividiera en: (i) normas que contuvieran los principios generales (nivel 1), aprobadas por co-decisión por el Consejo y el Parlamento Europeo, y (ii) normas de desarrollo de esos principios (nivel 2), aprobadas por la Comisión Europea actuando por delegación expresa. El nivel 3 se refería a la aplicación de las normas de forma consistente y homogénea en todos los países miembros y el nivel 4 recoge la efectividad de su cumplimiento. La finalización del PASF ha sido posible por la aplicación eficaz de los niveles 1 y 2 del proceso Lamfalussy.

Se puede afirmar que se han producido avances en términos de integración, apertura y eficiencia de los mercados y, para ello, se pueden manejar diversos indicadores. Por un lado, es evidente que existe una mayor disponibilidad de recursos

para financiar proyectos, ya que se logran aglutinar los recursos originados en los diversos países. Esta acumulación se está traduciendo en mejoras en el coste y retribución de los recursos, dado que hay una relación inversa comprobada entre tamaño de mercado y coste de los recursos (5). Por otra parte, se están observando avances en la operativa transfronteriza de las instituciones financieras, en la demanda de fondos y en la colocación del ahorro. Estos comportamientos introducen competencia en los ámbitos nacionales.

La evaluación de los logros obtenidos ha sido realizada a lo largo del pasado año por cuatro grupos de trabajo sobre la industria bancaria, de seguros, valores y de gestión de activos. Sus conclusiones han permitido identificar algunas áreas en las que aún habría que mejorar la integración (6). También el Comité de Asuntos Monetarios del Parlamento Europeo y el Comité de Servicios Financieros del Consejo sostienen la opinión de que aún hay ciertas lagunas en la integración financiera.

En la actualidad puede afirmarse que existe una normativa europea relacionada con valores suficiente para seguir avanzando en la integración de los mercados. El objetivo inmediato de la Comisión Europea, a lo largo del año 2005, es completar los últimos flecos respecto al marco normativo de los servicios financieros.

Una vez que el grueso de la normativa se encuentra aprobada, la Comisión Europea se plantea, fundamentalmente, dos tipos de actuaciones: consolidar la aplicación de las normas en todos los países y evaluar la calidad del marco regulatorio. En primer lugar, aún queda un cierto camino por recorrer en cuanto a la implementación y a la aplicación efectiva. Hay que recordar que, para que una pieza legislativa europea sea efectiva debe, en primer lugar, ser traspuesta a la legislación nacional; en segundo lugar, ser aplicada de forma efectiva por las autoridades nacionales; y, por último, ser sometida a evaluación continuada. Estas fases corresponderían a los niveles 3 y 4 del informe Lamfalussy. Además de estar planteándose en la Comisión Europea, también están siendo discutidos por las autoridades competentes de la supervisión de valores reunidas en torno a CESR (7).

Respecto a la calidad del marco regulatorio, la Comisión se plantea el objetivo de contar con una "buena regulación", en lugar de con regulación adicional. Para ello, la propia Comisión realizará evaluaciones de la eficiencia de sus normas y de su

aplicación nacional. También se desea avanzar en la consistencia de la regulación financiera con otras regulaciones, como es el caso de la política de competencia y de consumo. Los nuevos objetivos de la Comisión europea y el papel planteado para los supervisores se comentan en el apartado tres.

La aplicación de todos estos pasos implicará que se habrán consolidado los enfoques integrados introducidos por la legislación europea. Pero ello conlleva modificaciones en los métodos de trabajo y en las maneras de organizarse las autoridades nacionales, especialmente las supervisoras. Es decir, aún hay esfuerzo que realizar por parte de las instituciones. El PASF ha creado un marco que permite a los participantes en los mercados actuar a nivel europeo y, ahora, el objetivo es que realmente los agentes funcionen con esta perspectiva.

2. LAS ÚLTIMAS DIRECTIVAS

Los dos últimos años han sido muy intensos en la producción de regulación europea con incidencia en los mercados de valores. Las directivas de primer nivel aprobadas en los años 2003 y 2004 son de gran importancia porque establecen las bases para un funcionamiento de los emisores de valores y los intermediarios con base homogénea en toda la Unión y porque, en el ámbito de los mercados de valores, introducen dosis de competencia en la negociación de valores, no sólo al dotar de pasaporte comunitario a las infraestructuras de mercado, sino al reconocer la negociación realizada por plataformas electrónicas o por las entidades que realicen internalización sistemática.

Además, otro hecho a señalar se refiere a la finalización de la normativa de desarrollo de la directiva de abuso de mercado, con lo que se ha completado el ciclo de los niveles 1 y 2 planteados por el Informe Lamfalussy de forma satisfactoria. Así, el desarrollo de las demás directivas también se está haciendo con normativa de segundo nivel.

A continuación se destacan los aspectos más sustantivos de las últimas directivas aprobadas.

2.1. Directiva de Folletos

Uno de los objetivos principales del PASF era lograr la constitución de una oferta de capital europea y, como impedimento para ello, se citaba

CUADRO 1
LEGISLACIÓN EUROPEA APROBADA EN 2003 Y 2004 (1)

LEGISLACIÓN DE PRIMER NIVEL	FECHA PUBLICACIÓN/FECHA TRASPOSICIÓN	LEGISLACIÓN DE SEGUNDO NIVEL	FECHA PUBLICACIÓN/ENTRADA EN VIGOR/TRASPOSICIÓN
Directiva 2003/6/CE de abuso de mercado	12 abril 2003/ 12 octubre 2004	Directiva 2004/72/CE de la Comisión Directiva 2003/125/CE de la Comisión Directiva 2003/124/CE de la Comisión Reglamento (CE) n.º 2273/2003 de la Comisión	30 abril 2004/ 12 octubre 2004 24 diciembre 2003/ 12 octubre 2004 24 diciembre 2003/ 12 octubre 2004 23 diciembre 2003/ 23 diciembre 2003
Directiva 2003/71/CE sobre folletos	31 diciembre 2003/ 1 julio 2005	Reglamento CE n.º 809/2004 de la Comisión	30 abril 2004/ 1 julio 2005
Directiva 2004/109/CE sobre transparencia	31 diciembre 2004/ 20 enero 2007		
Directiva 2004/109/CE sobre OPA	30 abril 2004/ 20 mayo 2006		
Directiva 2004/39/CE (MiFID)	30 abril 2004/ 30 abril 2006 (2)		

(1) La denominación completa de las directivas y reglamentos se encuentra en la sección de bibliografía.

(2) La Directiva recogía que su aplicación al derecho nacional debería hacerse a los 24 meses de la entrada en vigor (publicación), pero en junio de 2005 la Comisión europea ha ampliado el plazo de trasposición hasta el 30 de octubre de 2006 y el plazo concedido para que la industria y los mercados se adapten a la misma hasta el 30 de abril de 2007.

la complicación que suponía la obligación de elaboración de múltiples documentos por los emisores para poder ofrecer sus acciones en diversos países. Con esta finalidad, se ha aprobado la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto a publicar en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (Directiva de Folletos). Fue publicada en diciembre de 2003 y su plazo máximo para ser traspuesta al derecho nacional finalizó el 1 de julio de 2005 (8). Durante 2004 se completó la regulación sobre folletos con el Reglamento CE n.º 809/2004 que desarrolla la aplicación de la citada Directiva (9). Es una Directiva de armonización máxima, por lo que todo lo que se exija en ella y sus normas de desarrollo deben incluirse en el folleto y las autoridades competentes nacionales no podrán añadir con carácter general requisitos adicionales.

Las principales novedades de la nueva normativa europea son el establecimiento del pasaporte europeo para la emisión de valores en Europa, la libertad de elección por el emisor de la autoridad competente reguladora y supervisora, la posibilidad de realizar folletos en inglés, la ampliación de las excepciones a la obligación de registrar un folleto y el fin de la obligación de la publicación del folleto en papel.

En primer lugar, las compañías domiciliadas en la Unión Europea (y también las de terceros paí-

ses) que cuenten con un folleto aprobado por una única autoridad competente de la UE (país de origen), podrán realizar una oferta de valores en los demás países de la Unión o solicitar su admisión a negociación en cualquier mercado regulado europeo, sin que los supervisores de los países de acogida puedan imponer requisitos adicionales.

No será obligatorio traducir el folleto a los idiomas de los países de la Unión donde los valores se vayan a ofrecer o admitir a negociación, sino que bastará con que el folleto se encuentre redactado en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales (inglés). No obstante, el supervisor del país de acogida puede exigir la traducción de un resumen. Otra facilidad para el emisor introducida por la Directiva es la no exigencia de publicar en papel el folleto, siendo válido que se publique el mismo en la página web del emisor del mercado donde se admitan los valores o la de la autoridad competente supervisora.

La Directiva, además, incluye una importante novedad que es la posibilidad de incorporar al folleto documentos ya publicados por la bibliografía, lo que simplifica los contenidos de éstos y reduce los costes de su publicación. Los documentos a incorporar por esta vía deben haber sido depositados previamente en la autoridad competente y pueden ser: información financiera anual e intermedia,

documentación societaria sobre fusiones, informe de auditoría y estados financieros, escritura de constitución y estatutos, folletos informativos ya aprobados y otros documentos publicados en cumplimiento de obligaciones legales.

También aumentan las excepciones a la obligación de registrar folleto para realizar una oferta pública o para solicitar la admisión a negociación de valores en un mercado regulado de valores. Específicamente, la Directiva exige de folleto a las emisiones dirigidas a inversores cualificados, a las ofertas dirigidas a menos de cien inversores por país y a las ofertas de valores nominal de al menos 50.000 euros o suscripción mínima superior 50.000 euros. Tampoco necesitarán folleto las ofertas de importe global de emisión inferior a 2.500.000 euros calculado en un período de 12 meses, ni las ampliaciones liberadas (ni en la oferta ni en la admisión) (10, 11).

Uno de los cambios más novedosos, que puede modificar el marco regulatorio y supervisor de los valores en Europa, es la posibilidad de que los emisores elijan la autoridad competente bajo la que registrar el folleto. Esta capacidad de elección se circunscribe a determinados casos. Así, sólo en el caso de emisores de la Unión Europea que emitan valores participativos o no participativos cuyo nominal sea inferior a 1.000 euros, el registro del folleto debe realizarse en el país del domicilio social de emisor. En los demás casos existe libertad de elección (12). En el caso de emisores de terceros países que realicen emisiones cuyo nominal sea inferior a 1.000 euros, tanto de valores participativos como no participativos, la autoridad competente será libremente elegida por el emisor pero, una vez elegida, será permanente para este tipo de valores. Para los demás tipos de valores diferentes a la renta variable, al igual que para los emisores de la Unión Europea, existe libertad de elección en cada operación.

Esta Directiva cuenta con una norma de segundo nivel que es el Reglamento CE n.º 809/2004 de la Comisión, en que contiene los modelos de folletos y otras normas de desarrollo sobre incorporación por referencia, formato y publicidad.

2.2. Directiva de Transparencia

La Directiva de Transparencia establece requisitos de divulgación de información periódica y continua sobre los emisores cuyos valores se nego-

cian en un mercado regulado en la Unión Europea. Es una Directiva de mínimos, por lo que el estado miembro de origen puede someter a un emisor a requisitos más estrictos que los incluidos en la Directiva; sin embargo, el país donde un valor esté admitido a cotización no puede imponer mayores requisitos.

La información periódica obligada (13) es de carácter anual y semestral. El emisor tiene que publicar un informe financiero anual dentro de los cuatro meses siguientes tras la finalización del ejercicio, incluyendo los estados financieros auditados, el informe de gestión y una declaración de los responsables sobre la fidelidad de esos estados con la situación de la empresa. Además, los emisores deben realizar un informe sobre el primer semestre del ejercicio con los estados financieros resumidos, un informe de gestión intermedio y las mismas declaraciones de los responsables sobre la veracidad de la información. Además del informe mencionado, los administradores de los emisores deberán publicar, semestralmente, una declaración sobre los hechos y operaciones relevantes ocurridas en el período y sobre la situación financiera y resultados empresariales.

Respecto a la información continua, la Directiva regula la información que se debe dar sobre las participaciones significativas. La comunicación de participaciones significativas con derecho a voto debe realizarse cuando la transmisión alcance ciertos umbrales, el mínimo de los cuales es 5 por 100 (14). Los estados miembros deben establecer mecanismos para que los accionistas hagan esas comunicaciones a los emisores. Esta obligación de notificación se extiende también a los que puedan adquirir, ceder o ejercer derechos de voto en función de acuerdos que se tengan con terceros de concertación, de transferencia temporal o de depósito como garantía, usufructo, etcétera (15).

Los emisores tienen obligación de tratar equitativamente a todos los accionistas, para lo cual les proporcionará la información y los medios para que puedan ejercer sus derechos (16). En particular, les debe informar de las reuniones que se celebren, facilitar un formulario de representación a todo el que pueda votar en una junta de accionistas, designar a una entidad financiera como agente a través del cual se puedan ejercer los derechos y publicar anuncios sobre el pago de dividendos o emisión de nuevas acciones. Los estados miembros pueden permitir que los emisores usen mecanismos electrónicos para comunicar la

información a los accionistas siempre que esta decisión se haya adoptado en junta general y se cumplan unas condiciones señaladas para garantizar que el uso de los mismos sea posible para todos los accionistas que deben, por otra parte, ser informados sobre esa posibilidad y sobre su aceptación de que la información sea transmitida de esa forma.

La información regulada debe registrarse en la autoridad competente cuando se difunda al mercado, y la autoridad puede publicarla en su web. La información se publicará en el idioma del país de origen si los valores sólo se negocian en el mismo, pero si se negocian en otros países debe publicarse, además, en el idioma de ese país o en inglés. Por otra parte, la información que se regula en la Directiva debe ser almacenada mediante un mecanismo central que garantice su seguridad y su acceso por los usuarios finales. Además, los estados miembros deben elaborar directrices para facilitar la difusión entre el público de la información obligada por ésta y por otras Directivas. El objetivo de estas directrices es elaborar una red entre reguladores, operadores de mercados y registros de sociedades, por una parte, y una red o plataforma entre reguladores, por otra. La finalidad última es coordinar y hacer equivalentes las garantías exigidas por los estados miembros a las sociedades para proteger los intereses de los invasores.

2.3. Directiva de OPA

La Directiva de OPA persigue el fin último de hacer equivalentes las garantías que los estados miembros exigen a las sociedades sujetas al derecho de un estado y cuyas acciones estén admitidas a cotización en un mercado regulado. La Directiva establece varios principios fundamentales en las OPAs como son la transparencia, la protección de los titulares de valores (especialmente de los minoritarios), la facilitación del funcionamiento de un mercado de control abierto (suprimiéndose las trabas a la transmisión de valores y al ejercicio de los derechos políticos durante el período de la oferta), así como la necesidad de flexibilidad de la normativa a la luz de las circunstancias.

La Directiva establece el principio de OPA obligatoria a posteriori. Es decir, una persona física o jurídica estará obligada a presentar una oferta a todos los titulares de valores (y por la totalidad de los mismos) cuando haya tomado el control de la sociedad como resultado de los valores que haya

adquirido y los que ya poseyera previamente. El control viene determinado por la posesión de un determinado porcentaje de los derechos de voto en la sociedad, pero la Directiva no define ni cual es el porcentaje que establece el control ni el método de su cálculo, que quedan sujetos a las normas del estado donde la sociedad tenga el domicilio social. La decisión de presentar una OPA debe ser pública y se debe informar a la autoridad supervisora. Los oferentes deben publicar un folleto con toda la información sobre la oferta: oferente, oferta propiamente dicha, valores a los que se dirige, contraprestación, compensación por derechos suprimidos, porcentaje máximo y mínimo a adquirir, financiación, plazo de aceptación... y demás condiciones.

La oferta debe realizarse a un precio equitativo. La regla general que recoge la Directiva es que debe ser el precio más elevado pagado por los mismos valores por el oferente durante un tiempo anterior a la oferta. Si durante el período de aceptación de la oferta, los oferentes compran valores a un precio superior al ofrecido, deben elevar éste hasta igualar con el precio más alto pagado (17).

Un tema importante tratado en la Directiva son las medidas defensivas. En primer lugar, se regulan las acciones del órgano de administración de la sociedad afectada. Este debe obtener la autorización de la junta general de accionistas antes de realizar cualquier actuación que pudiera impedir el éxito de la OPA, salvo en la búsqueda de otras ofertas (18). Por otra parte, durante el período de aceptación de la oferta no podrá aplicarse al oferente ninguna de las restricciones a la transmisibilidad de las acciones establecidas en los estatutos de la sociedad afectada o en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores de la sociedad o entre éstos. Tampoco surtirán efecto en la junta de accionistas que decida sobre posibles medidas defensivas las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos o en acuerdos contractuales. En el caso de derechos con voto múltiple, sólo conferirán un único voto en las juntas de accionistas con el fin señalado (19). No obstante lo dicho, la Directiva establece la posibilidad de que los estados miembros no exijan a las sociedades radicadas en su territorio las medidas de neutralización de las barreras defensivas existentes (20). Cuando una sociedad sea objeto de una OPA por parte de otra sociedad que no aplica las medidas de neutralización, el estado miembro puede eximir a la sociedad afectada de su aplicación por razón de reciprocidad.

A parte de estos principios se establece la obligación de que las sociedades cotizadas publiquen información sobre su estructura de capital y sobre las restricciones a la transmisibilidad de los valores, aparte de otras cuestiones. Esta información debe incorporarse al informe de gestión de la sociedad y debe presentarse anualmente a la junta general.

Otros aspectos regulados por la Directiva que son novedosos en relación con la regulación española, se refieren a la venta y a la compra forzosa. Así, cuando un oferente adquiere valores que representan al menos el 90 por 100 del capital con derecho a voto, o el 90 por 100 de los derechos de voto de la sociedad (21), el oferente tiene derecho a exigir la venta forzosa de los minoristas restantes durante un plazo de tres meses tras el final de aceptación de la oferta. El precio ofrecido será justo, y como tal, se considerará el pagado en la OPA. También se establece la obligación del oferente de adquirir los valores que no hayan aceptado la oferta (compra forzosa) siempre que se den las mismas circunstancias que en la venta forzosa.

2.4. Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)

La MiFID es el esqueleto básico de la regulación de los mercados de valores en el ámbito europeo. Se refiere a tres cuestiones generales: (i) el funcionamiento transeuropeo de las empresas de servicios de inversión (ESI); (ii) los mercados regulados y (iii) las autoridades competentes.

Respecto a las autoridades competentes, la Directiva establece que cada estado miembro debe designar las autoridades que ejerzan las funciones previstas, que deben tener capacidad de actuación suficiente y que podrán pedir información, acceder a documentación y registros, realizar inspecciones, prohibir temporalmente el ejercicio de la actividad profesional, suspender la negociación de activos o su exclusión, sancionar administrativamente y dar publicidad de estas sanciones y remitir asuntos para su procesamiento penal. Las autoridades competentes de los distintos estados miembros deben cooperar entre sí, especialmente intercambiando información y colaborando en las actividades de investigación o supervisión.

Respecto a las ESI, la MiFID no implica cambios en cuanto a que la realización de servicios de inversión precisa de autorización previa, dada por el estado de origen (22). La autorización depende

de que la empresa cumpla los requisitos establecidos que son: de honorabilidad y capacidad de los gestores y accionistas, disposición de un capital inicial suficiente, organización adecuadas y adhesión a un sistema de indemnización de inversores autorizado. Entre las medidas de organización exigidas destacan aquellas destinadas a salvaguardar y proteger los intereses de los clientes. Se recogen en la regulación las funciones de auditoría interna y de control de riesgos, de mantenimiento de registros obligatorios y de mecanismos de prevención de conflictos de interés. Asimismo, se permite la subcontratación de servicios, pero las ESI deben mantener el control de riesgos operativos de la misma y se debe informar al supervisor.

Las ESI gozan de pasaporte comunitario, es decir, pueden operar en cualquier estado miembro una vez obtenida la autorización del estado de origen. En caso de operar en otros estados, los de origen deben comunicar a los de acogida el régimen de operación de la ESI y su programa de actividades. Las autoridades de los países de acogida pueden exigir a las sucursales de las ESI establecidas la información necesaria para supervisar el cumplimiento de las normas que les son aplicables (23).

Respecto a la vida de las ESI, la Directiva establece que se revisarán de forma continua las condiciones de autorización y los requisitos que se hayan impuesto. Las ESI deben cumplir ciertas normas de conducta en la prestación de servicios de inversión a sus clientes, cuyo principio general es actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de los clientes. De todas formas, la Directiva distingue entre inversores no profesionales, inversores profesionales y contrapartes elegibles. Los primeros deben gozar de protección absoluta, los segundos de protección limitada y los terceros no requieren protección. Las ESI tienen obligación de informarles adecuadamente, de firmar previamente contratos con los mismos y aplicar el principio de "conozca a su cliente". Para ello las ESI deben informarse sobre los clientes y sobre sus conocimientos de los productos o servicios que demandan para que se les pueda aconsejar apropiadamente.

Una norma de conducta de gran importancia recogida en la Directiva es el principio de mejor ejecución. Según el mismo, las ESI deben recibir, transmitir y ejecutar las operaciones en los mejores términos para los clientes que no vienen determinados, exclusivamente, por el mejor precio sino por el mejor resultado según una combinación de

factores que incluye precio, costes, velocidad, probabilidad de ejecución, entre otros. Las ESI deben dotarse de procedimientos internos que les permita de forma continuada y consistente la mejor ejecución de las órdenes.

Lo que supone un marco regulatorio novedoso en esta Directiva es el tratamiento de los mercados, o más genéricamente, de la negociación de valores. Esto es así porque se expresa que la negociación de valores es un servicio de inversión que puede ser proporcionado por infraestructuras específicas (mercados regulados), por las propias ESI, que pueden establecer plataformas de negociación (SMN) o que puede cruzar por sí mismas las operaciones (internalización sistemática). La regulación de la actuación de las ESI proporcionando servicios de negociación se recoge en el título II de la Directiva. De esta forma, se introduce competencia en el ámbito de la negociación de los valores ya que existen varias alternativas para casar órdenes. La protección de los inversores queda en todo caso garantizada ya que siempre se debe respetar el principio de mejor ejecución, que concretará qué características recoge en base a la necesidad de "conocer al cliente" y, por tanto, lo que éste demande.

La gestión de un SMN está sometida a autorización por parte de la autoridad competente ya que es una actividad reservada. La Directiva establece requisitos para el operador del SMN similares a los exigidos en los mercados regulados, especialmente se exigen normas de organización (incluyendo control de riesgos) y normas de transparencia. Respecto a la internalización sistemática, el requisito fundamental se refiere a la transparencia, aunque también hay normas sobre la actualización y retirada de las cotizaciones que hagan las entidades que proporcionen estos servicios.

Uno de los elementos más novedosos de la MiFID se refiere a los mercados regulados. La Directiva recoge un régimen específico para autorización de un MR, así como requisitos organizativos. También recoge requisitos de su supervisión, vigilando su funcionamiento correcto y controlando la posibilidad de prácticas abusivas de mercado. Los gestores deben cumplir requisitos de honorabilidad y experiencia suficientes para que el mercado funcione adecuadamente. También deben ser idóneas las personas que puedan ejercer influencia significativa en el mercado. Respecto a la organización, los mercados deben estar capacitados para gestionar los riesgos inherentes a su actividad, deben tener medios técnicos adecuados

entre los que destacan mecanismos de contingencia, deben tener normas y procedimientos transparentes y adecuados para que la negociación sea justa y adecuada. También tienen que tener normas claras para la admisión de valores a negociación, de obligaciones de información por parte de los emisores, y de acceso de los miembros, incluyendo los miembros remotos. Los MR también pueden establecer mecanismos en países de acogida para facilitar la negociación remota. Las autoridades de origen deben comunicar a las de acogida si el MR va a establecer esos mecanismos y quienes son los miembros remotos.

Los MR tienen que cumplir requisitos de transparencia pre y post negociación. Antes de la negociación se deben publicar los precios de compra y venta y las posiciones de negociación. Tras la negociación se deben publicar el precio, el volumen y la hora de ejecución de las operaciones realizadas. Por último, los MR pueden tener acuerdos con sistemas de compensación y liquidación y las autoridades de origen del MR no se pueden oponer a que los mercados accedan a contrapartidas centrales, cámaras de compensación o sistemas de liquidación de otros estados miembros.

2.5. Directiva de abuso de mercado

La Directiva de abuso de mercado (DAM) fue aprobada en 2003, aunque su entrada en vigor se ha realizado en octubre de 2004. La Directiva se aplica a los instrumentos financieros admitidos a negociación en un estado miembro, con independencia de si la operación se ha realizado en dicho mercado, fuera de él, o incluso en otro país (24). Todas las empresas y los individuos que participen en dichos mercados también se encuentran dentro del ámbito de la DAM.

La Directiva se divide entre el tratamiento de la información privilegiada y el de la manipulación de mercado. La DAM define la información privilegiada como una información concreta (sobre algún emisor y sobre algún valor) que no se haya hecho pública y que, de hacerse, influiría sobre la cotización de ese valor o de instrumentos derivados relacionados con ellos. En las medidas de nivel dos (Directiva 124) se detalla que esa información es la que un inversor razonable probablemente utilizaría en sus decisiones de inversión (25). También se considera privilegiada la información transmitida por un cliente sobre sus órdenes pendientes de valores, que de hacerse pública podría tener

repercusiones sobre los precios de esos valores u otros relacionados con ellos.

Para los potenciales poseedores de información (26), la DAM señala algunas obligaciones. Las personas que ejercen responsabilidades de dirección en los emisores deben comunicar a la autoridad competente las operaciones realizadas por cuenta propia sobre los instrumentos sobre los que tienen información privilegiada. Por otro lado, la DAM señala la obligación de que se elaboren listas de personas que realmente tienen información privilegiada. Los emisores y sus asesores deben elaborar y mantener estas listas de personas que deben estar a disposición de la autoridad competente. Por supuesto, estas listas pueden modificarse, dando de alta o de baja a alguno de sus integrantes.

La primera obligación que conlleva la posesión de información privilegiada es la prohibición de su uso, lo que es seguido por la obligación de confidencialidad. Es decir, está prohibido utilizar dicha información para comprar o vender los instrumentos financieros a que se refiera la misma. Tampoco se permite revelar dicha información a otras personas, a menos que se deba al ejercicio normal del trabajo, ni recomendar o inducir a otra persona a realizar alguna transacción sobre el instrumento financiero basándose en la citada información. Si se da la circunstancia de que se revela a un tercero la información privilegiada, en ese momento deberá procurarse que se difunda con generalidad al mercado (27).

Además, la DAM impone la obligación de que los emisores difundan cuanto antes la información privilegiada, entre otras vías, a través de sus propias páginas Web. Los emisores podrían solicitar el retraso de dicha publicación para proteger intereses legítimos del negocio; pero, en ese caso, deben garantizar que se mantiene la confidencialidad de la misma. Estas circunstancias se desarrollan en la Directiva 124 (28).

Respecto a la manipulación, la DAM señala que puede comprender tres posibles actuaciones:

(i) Realización de transacciones u órdenes que distorsionen la percepción de la oferta o demanda reales o el precio del instrumento financiero, o que fijen éste en un nivel artificial.

(ii) Realización de transacciones que empleen dispositivos ficticios u otras formas de engaño.

(iii) Por último, se puede manipular el mercado mediante difusión o propagación de información (o de rumores) que pueda proporcionar indicios falsos o engañosos sobre los instrumentos financieros.

La Directiva proporciona ejemplos de actuaciones que se consideran prácticas manipulativas, y además en las medidas de nivel dos (Directiva 124, y Reglamento 2273) se profundiza en los comportamientos que pueden constituir manipulación de mercado. El único principio respecto a las prácticas de manipulación del mercado es su prohibición. No obstante, la DAM permite ciertas prácticas que se consideran aceptadas en algunos mercados siempre que se puedan argüir razones legítimas para esos comportamientos (se desarrolla en la Directiva 72).

La DAM señala que los operadores de mercado deben adoptar medidas estructurales para prevenir y detectar prácticas manipulativas. Además, las personas que sospechen que alguna operación puede constituir abuso de mercado deben informar a las autoridades competentes.

3. LOS NUEVOS OBJETIVOS PARA EL PERÍODO 2005-2010

La Comisión Europea ha publicado recientemente un documento inicial ("informe verde") planteando nuevas ideas sobre como avanzar en la integración de los mercados financieros (29). Según señala la Comisión, no se trata de proponer una nueva batería de normas, sino de consolidar lo conseguido. El énfasis se deberá centrar en la aplicación rigurosa por los estados de la normativa financiera y en la revisión de la regulación ya promulgada, con el fin de identificar vías de simplificación.

Ambos objetivos exigirán que los reguladores y los supervisores evalúen de forma continuada los resultados de la regulación. Así, de forma previa, todo proceso regulatorio debe llevar a cabo un análisis coste beneficio, contrastando los efectos positivos que se desean lograr con el coste que conlleva a las entidades sujetas su aplicación. A *posteriori* debe evaluarse si la regulación ha alcanzado los objetivos perseguidos o si se han producido efectos indeseados. Esta evaluación es primordial para reducir los costes administrativos y, por tanto, para mejorar la eficiencia y competitividad del sistema económico. Un exceso de regulación crea más problemas que los que intenta sol-

ventar, ya que estimula la exploración de vías de escape y puede reducir los estímulos de innovación y desarrollo de la industria.

Este enfoque debe ser aplicado por el Parlamento Europeo y por el Consejo en el proceso regulatorio europeo, evitando que las normas se doten de una complejidad innecesaria. Pero también debe ser tenido en cuenta por los estados miembros de la Unión, evitando añadir nuevos requisitos adicionales sobre los establecidos en las directivas. Además, un buen proceso legislativo debe establecer mecanismos de consulta con el público en general y con los organismos pertinentes. La consulta facilita la identificación de los costes, permite comunicar los beneficios esperados de la regulación a los sectores afectados y, en general, contribuye a la transparencia del proceso regulador (30).

El principal objetivo consiste en lograr una aplicación efectiva de las normas ya existentes y en avanzar en la cooperación entre autoridades competentes. No obstante, se piensa que hay aún camino por recorrer en el área de los servicios minoristas, en especial en los productos de inversión colectiva (31). Otras áreas donde su avance contribuirá a una mejor estructura de la regulación financiera afectan al derecho de sociedades y a otras áreas societarias (32).

Como se señaló en el apartado primero, se han logrado avances sustanciales en la integración de los mercados financieros en Europa, pero aún queda por hacer en el ámbito minorista donde aún hay fragmentación de servicios a nivel nacional. Los consumidores todavía no se benefician del potencial de poder comprar productos financieros en el extranjero ni de una mayor competencia en el ámbito nacional por la presencia de proveedores no residentes. Se encuentran dificultades para acceder a productos bancarios, créditos hipoteca-

rios, planes de pensiones o seguros ofrecidos por entidades de otros países. Las barreras existentes son de múltiples tipos: características de los productos, sistemas de distribución, legislación contractual, normas de protección a los consumidores, diferencias culturales y de idiomas, etc. El propósito último debe ser que la integración financiera sea una realidad tangible para los ciudadanos, con menores costes de financiación y con mayores posibilidades de colocar su ahorro. Esta es una demanda que proviene tanto de los consumidores, que desean poder acceder realmente a productos bancarios, crediticios y de ahorro ofertados en otros países, como de la propia industria que desea poder aprovechar las oportunidades de captar nuevos clientes.

Una de las áreas que la Comisión considera que se debe incluir en el programa para los próximos años es la industria de gestión de activos (33). El interés en la industria de gestión de activos se explica por su propia evolución. La Directiva de UCITS se refería a los fondos de inversión colectiva, que han mostrado un gran desarrollo en Europa y han logrado su comercialización transfronteriza. No obstante, se han identificado ciertas cuestiones respecto al pasaporte europeo y a la comercialización, que pueden ser objeto de mejoras y, además, existe la necesidad de abordar cuestiones referentes a los fondos de pensiones a largo plazo. Esto ha justificado que la Comisión haya anunciado la publicación de un informe específico sobre esta industria a finales de julio. El propósito es identificar puntos a mejorar, aunque no necesariamente requerirán medidas legislativas que necesiten una nueva directiva. Sólo se promovería nueva legislación si existieran claros beneficios para consumidores e industria que superaran los costes de la misma.

Según se expresa en el Informe verde, las prioridades de la Comisión Europea para el quinquenio 2005-2010 son:

CUADRO 2
RESUMEN DEL GRADO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA

	ENTIDADES FINANCIERAS	EMPRESAS NO FINANCIERAS	CONSUMIDORES
Precios/tasas.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
PServicios transfronterizos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
PEstablecimiento.....	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
PInfraestructuras pan-europeas	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
PDisponibilidad de productos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Fuente: D.G. Mercado Interno.

— Consolidar el progreso hacia un mercado competitivo e integrado y eliminar las barreras que perduran.

— Estimular un mercado donde los servicios financieros y el capital circulen libremente al menor coste posible, con niveles adecuados de control prudencial y protección del consumidor.

— Aplicar, vigilar el cumplimiento y evaluar el marco legislativo existente, mejorando la convergencia en la supervisión.

Estos objetivos se concretan en las siguientes actuaciones:

— *Mejor regulación, transposición, cumplimiento y evaluación:*

Para que se consiga un marco común en el mercado financiero europeo (*level playing field*), las normas acordadas deben aplicarse y cumplirse. Esto implica que los mecanismos de supervisión nacional deben, no sólo reforzarse, sino también coordinarse a través de redes de supervisores europeos. Las prioridades en éste ámbito son la transparencia en el proceso legislativo mediante la utilización de procesos de consulta pública a todos los niveles, la simplificación de las normas existentes sobre servicios financieros, la convergencia en las prácticas supervisoras manteniendo la responsabilidad ante las instituciones nacionales, la mejora en la consistencia en la trasposición de las directivas, la evaluación de los resultados de las normas y la vigilancia del cumplimiento de las normas, determinándose si es necesario, procedimientos de sanción.

— *Consolidación de la legislación en el período 2005-2010:*

En primer lugar, la Comisión se plantea completar las medidas pendientes en discusión con el Parlamento Europeo y el Consejo. Entre éstas se encuentra una posible directiva sobre servicios financieros post-negociación (compensación y liquidación), un nuevo marco de solvencia de seguros y una posible propuesta legislativa sobre pagos. Por otra parte, la Comisión ha señalado que ciertas áreas en las que se está trabajando pueden no necesitar regulación específica. Estas áreas son las agencias de *rating* y los analistas financieros donde las referencias incluidas en la Directiva de abuso de mercado o los estándares del IOSCO pueden ser suficientes. Tampoco se propondrán

medidas de implementación adicionales relativas a la Directiva de OPA.

Un segundo objetivo de la Comisión para el período 2005-2010 es el logro de una supervisión efectiva y eficiente, que vigile las actuaciones que puedan suponer transferencias de riesgos transfronterizas. Para la Comisión el mejor enfoque es confiar en las autoridades supervisoras nacionales que se integren a su vez en una red de supervisores (34).

No hay que olvidar nunca que el fin de la integración financiera pasa por que las empresas tengan capacidad, y la ejerzan, de actuación transfronteriza. La Comisión ha identificado un número de posibles barreras y ha pedido a la industria que exprese su opinión sobre esos y otros obstáculos a la operativa intereuropea. La Comisión tiene el propósito de eliminar las barreras que no sean justificadas por cuestiones de solvencia o estabilidad financiera.

— *Posibles nuevas iniciativas:*

Como se ha mencionado antes, la Comisión ha identificado dos áreas en las que pueden ser necesarias nuevas iniciativas: la gestión de activos y los servicios financieros minoristas. Por una parte, es evidente que la integración en los mercados minoristas se encuentra muy retrasada en relación con la lograda a nivel mayorista. Existen varias vías de acceso a servicios financieros de forma transfronteriza: comprar servicios proporcionados por proveedores extranjeros directamente en el país del proveedor, acceder a una oferta transfronteriza sin necesidad de que el proveedor tenga establecimiento en el país del consumidor o, finalmente acceder a la oferta de servicios de un proveedor extranjero que se establezca en el país del consumidor. En todos estos casos, las empresas de servicios de inversión deben adaptarse a normas y comportamientos de carácter nacional; es decir que puede que regímenes societarios, fiscales, o criterios de mercados haga que los productos no sean plenamente exportables, y por tanto que existan costes de la operativa transfronteriza.

Una última vía de oferta transfronteriza de productos y servicios financieros podría venir dada por la existencia de proveedores de servicios financieros que se plantearan una operativa con perspectiva europea, aunque la comercialización de los servicios ofrecidos tuviera que hacerse con perspectiva local. La Comisión Europea pretende explorar la

utilidad de fomentar este tipo de operativa y, para ello, se plantea la posibilidad de establecer un régimen paneuropeo específico, no nacional, para ciertos productos o servicios (35).

Existe en la actualidad un importante debate sobre como avanzar en la cooperación entre supervisores, o en la convergencia entre prácticas supervisoras y estándares, de forma que se faciliten las tomas de decisiones de inversión transfronteriza. Aunque la estructura de decisiones introducida por el Informe Lamfalussy ha supuesto un gran avance, se necesita aún comprobar que se aplican las etapas 3 y 4 de la misma. Esta es la principal preocupación de la Comisión Europea. El avance en el nivel 3 también ha sido debatido en el seno de CESR a partir del llamado Informe Himalaya (36).

Este documento se refiere a la organización de la supervisión europea de los mercados de valores en la etapa posterior al PASF y trata de anticipar las limitaciones que pueden afectar al actual sistema de supervisión de base nacional durante los próximos años (37). El Informe propone a los reguladores europeos una estrategia pragmática en el diseño de las herramientas de supervisión que se adapte a la realidad cambiante de los mercados. CESR comparte el enfoque de la Comisión Europea de que la prioridad es atender al desarrollo y aplicación de las directivas nucleares del PASF y analizar su impacto efectivo en el proceso de integración financiera.

La estrategia adaptativa descarta, por ahora, una modificación en profundidad del actual modelo de supervisión, que se sustenta en el reconocimiento mutuo de las decisiones de los supervisores nacionales, cuyas competencias se determinan también a escala nacional. No obstante, algunas de las propuestas o sugerencias de debate expuestas en el Informe Himalaya suponen, de hecho, un desplazamiento hacia un modelo más centralizado, donde algunas decisiones supervisoras podrían adoptarse a escala europea (a través de CESR).

CESR plantea los retos a los que se enfrentarán los dos pilares del enfoque actual de la supervisión de valores en Europa. El primer reto se refiere a que la regulación es europea pero su aplicación se realiza a nivel nacional (a través de lo que denomina "red de supervisores"). El que esta red funcione correctamente depende de que haya una convergencia en el enfoque de supervisión entre los supervisores nacionales y una coordinación suficiente en las decisiones tomadas. Si no se diera esa conver-

gencia y coordinación y, por tanto, no existiera una supervisión adecuada de los mercados de valores en Europa, CESR señala que habría que considerar actuaciones a nivel institucional de la UE para crear mayor autoridad común en el ámbito de la supervisión.

En principio, CESR ha empezado a jugar un importante papel en la implantación del nivel 3 de Lamfalussy, vigilando la implantación plena y consistente de las normas comunitarias en los procesos de trasposición, el desarrollo de interpretaciones armonizadas de las normas comunitarias que faciliten su aplicación consistente, la cooperación entre los organismos supervisores y la convergencia de sus prácticas. Si estas actuaciones no fueran suficientes, CESR tiene diseñadas propuestas que van desde la creación de centros de información comunes, definición común de objetivos o creación de equipos de supervisión o investigación internacionales (38).

El segundo principio del actual sistema de supervisión es el reconocimiento mutuo de las decisiones (39), que descansa en la confianza mutua entre las autoridades y el desarrollo de un eficiente sistema de cooperación. El Informe Himalaya señala que ambos pilares, confianza y sistema de cooperación, se verían fortalecidos por una mayor armonización de las competencias. En este apartado, el Informe discute los problemas relacionados con la supervisión de los participantes transfronterizos del mercado (40) y destaca que la solidez del actual sistema de supervisión se ve perjudicada por las excesivas diferencias que todavía existen entre los poderes atribuidos, por sus respectivos sistemas legales, a las distintas autoridades nacionales. Los participantes en el país de acogida necesitan tener confianza en que las autoridades del país de origen tienen capacidad de supervisión suficiente y que aplican una intensidad supervisora similar. Como posibles medidas de mejoras, el Informe propone que se establezcan acuerdos de cooperación entre las autoridades de origen y las de acogida o que se planteen mayores acuerdos de intercambio de información o que se deleguen tareas de supervisión.

Los debates sobre las medidas necesarias para mejorar la coordinación entre supervisores y, por tanto, en la homogeneidad de la supervisión no ha hecho más que empezar. Precisamente, la aplicación eficiente de las normas aprobadas servirá de test de evaluación de la efectividad de la red de supervisores. Un tema en el que la eficiencia del esquema de supervisión actual será contrastado es

la persecución de los delitos de abuso de mercado, en los que la regulación europea está completa a todos los niveles, dada la operativa transnacional de las empresas de servicios de inversión (41).

4. CONCLUSIONES

En esfuerzo regulador del Consejo y del Parlamento europeo ha permitido terminar en plazo el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) que contenía las medidas imprescindibles para poder formar un mercado integrado. A lo largo de los años de desarrollo del PASF se han ido realizando diversas evaluaciones del grado de efectividad, mediante comprobaciones de la actuación transfronteriza de las entidades, de la homogenización de los rendimientos de activos similares, de la reacción común de los activos ante *shocks* internacionales o del abaratamiento de los costes financieros.

La conclusión es que se ha ido produciendo un avance en la integración que muestra una cierta heterogeneidad según el sector financiero y según el ámbito. Es superior en el sector de valores y en el ámbito mayorista. El menor grado de integración se muestra en el sector de seguros y en la accesibilidad del sector minorista a ofertas de productos y servicios transfronterizos. De todas formas, cabe destacar que estos avances se han ido logrando básicamente a iniciativa de las entidades, ya que aún es pronto para poder pensar que las últimas directivas aprobadas han ejercido mucha influencia.

Las últimas directivas aprobadas a lo largo de 2003 y de 2004 introducen cambios de un calado profundo en los mercados de valores europeos. Suponen, en primer lugar, una regulación homogénea y completamente definida de las prácticas que suponen una merma a la integridad de los mercados, es decir, el uso indebido de la información privilegiada y la manipulación de los mercados. Los supervisores ya están actuando de manera coordinada en la persecución de estos delitos. El logro de que el tratamiento de la infracción más grave contra los mercados se haga de forma homogénea evitará que las entidades busquen un arbitraje regulatorio en este tema y contribuirá a que los inversores consideren que realmente intervienen en un mercado integrado.

Las directivas de folletos y de transparencia homogenizan los requisitos informativos que tienen que proporcionar las empresas cuando apelen al ahorro en cualquier estado miembro y establece el

pasaporte de folletos. La principal ventaja será reducir el coste de la financiación, ya que la apelación al ahorro de varios países se realizará de forma mucho más sencilla. En el caso de la directiva de OPAs también introduce un marco común en los procesos de toma de control, en el que destaca el principio de anulación de las medidas de blindaje cuando se reciban ofertas y el principio de reciprocidad en su aplicación en los diferentes países miembros.

Por último, la directiva de mercados de instrumentos financieros supone un marco nuevo en las posibilidades operativas de las empresas de servicios de inversión y, especialmente, en la regulación del ámbito de la negociación de valores. No es exagerado decir que esta directiva puede cambiar completamente el sector de los mercados de valores en el horizonte de los próximos diez años.

Una vez finalizado el FSAP, la Comisión Europea ha anunciado que sus planes para los próximos años se centran en valorar los efectos de la regulación aprobada. Además, se plantea instaurar mecanismos que permitan mejorar el proceso regulatorio; es decir, la evaluación de los costes y beneficios de cualquier nueva propuesta y la búsqueda de la simplificación normativa. Dado que el principal objetivo a partir de ahora será la aplicación de las normas, se hace preciso avanzar en los niveles 3 y 4 de la propuesta Lamfalussy. Esto implica que las autoridades supervisoras deben jugar un papel importante en el logro de una aplicación homogénea de la regulación europea y de una supervisión similar.

En principio, la actuación de los supervisores debe realizarse en el marco de las instituciones existentes. Es decir, debe basarse más en la cooperación que en la instauración de nuevas estructuras europeas. Este planteamiento supone un reto, ya que las entidades supervisoras se pueden ver enfrentadas al conflicto de interés de contribuir al mercado europeo o de fomentar o proteger la industria nacional. No obstante, el riesgo reputacional también afecta a los supervisores, con lo que es previsible que se avance en la mejora de la llamada "red de supervisores", que puede establecer criterios y recomendaciones que sean valoradas por las entidades y los mercados. El nuevo plan de la Comisión Europea y el período establecido por CESR para valorar la efectividad de la red de supervisores abarcan el quinquenio 2005-2010, período que puede ser de renovación profunda de la industria financiera de valores.

NOTAS

(*) M^a Nieves GARCÍA SANTOS es Directora de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Las ideas expresadas en este artículo reflejan exclusivamente la opinión personal de la autora.

(1) London Economics en asociación con PricewaterhouseCoopers y Oxford Economic Forecasting presentó a la Comisión Europea en noviembre de 2002 un informe (*Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*) que estimaba el efecto macroeconómico de la integración de los mercados financieros de la UE en un aumento del PIB del 1,1 por 100 a largo plazo y un crecimiento del empleo del 0,5 por 100.

(2) El PASF fue aprobado por la Comisión Europea en 1999.

(3) La revisión se ha recogido en un papel publicado en febrero de 2005 titulado "A new start for the Lisbon Strategy". La estrategia de Lisboa se refiere a que el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 acordó, como objetivo estratégico para la década lograr que Europa fuera la economía más competitiva y dinámica del mundo basada en el conocimiento, que fuera capaz de lograr un importante ritmo de crecimiento y de creación de empleo, a la vez que avanzara en cohesión social.

(4) Informe del Grupo de Expertos para la Reforma del Mercado de Valores, 2001.

(5) London Economics, PricewaterhouseCoopers y Oxford Economic Forecasting (2002). Demuestran que los costes de negociación son mayores cuando el tamaño del mercado es menor, hay menor actividad de negociación y hay mayor volatilidad.

(6) Para evaluar el avance logrado gracias al PASF, la Comisión Europea formó cuatro grupos de expertos de los sectores bancario, de seguros, valores y de gestión de activos. Los primeros informes de esos grupos se publicaron en mayo de 2004 y recogen las opiniones de los miembros del grupo sobre el grado de integración de los mercados financieros en Europa así como las preocupaciones existentes sobre la aplicación del PASF. Posteriormente, la Comisión realizó una consulta pública sobre las conclusiones de los grupos que finalizó en septiembre de 2004. Basado en esos informes y respuestas públicas, la Comisión ha publicado su informe valorando la situación en noviembre de 2004. Dicho informe, así como el del grupo de expertos en valores están incluidos en la bibliografía.

(7) CESR es el comité de reguladores de valores europeos que aglutina a las comisiones de valores. Su instauración obedece a una recomendación del Informe Lamfalussy que proponía la existencia de dos Comités: el de Valores, cuyo papel es la aprobación de las normas de nivel 2 por delegación del Consejo Europeo, y el de Reguladores, cuyo papel es el asesoramiento técnico a la Comisión Europea y al Comité de Valores sobre el contenido de las normas de nivel 2. CESR también podría jugar un papel en la aplicación de las normas; es decir, en el nivel 3 de Lamfalussy.

(8) La trasposición se ha realizado en el caso español a través del Real Decreto-Ley 5/2005 de 11 de marzo. La aplicación de las disposiciones europeas sobre folletos se completará a través de un Real Decreto sobre requisitos de admisión y ofertas públicas de valores que sustituiría al Real Decreto 291/92 y a otras disposiciones de rango inferior. Asimismo, está prevista la aprobación de una Orden que desarrolle el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, concretando determinados aspectos de la regulación del folleto exigible en la admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales y en las ofertas públicas de venta o suscripción.

(9) Además del Reglamento, la aplicación de la Directiva de Folletos debe considerar las Recomendaciones del Comité Europeo de Reguladores de Valores aprobadas el 28 de enero de 2005. Estas recomendaciones se refieren, fundamentalmente, a la cumplimentación por los emisores de determinados requisitos de información de los folletos informativos. En ellas se señala el tipo de información y el grado de detalle que los supervisores de la UE esperan encontrar en los folletos.

(10) Esta definición supondrá cambios en el caso español, ya que la legislación anterior sólo eximía de folleto a las emisiones dirigidas a 50 inversores, a aquellas con una suscripción mínima de 150.000 euros o las dirigidas a inversores institucionales (concepto que no incluía sociedades no financieras, PYME ni personas físicas). También se eximía de folleto a las ofertas cuyo importe global era inferior a 6.000.000 de euros. En el caso de las ampliaciones liberadas, sí debían presentar folleto si las acciones cotizaban.

(11) Otros casos en los que la Directiva exime del folleto de emisión y de admisión son las fusiones, las OPA, las ofertas a los empleados, y exime folleto de admisión a las ampliaciones de menos del 10 por 100 del capital, a las acciones emitidas para la conversión de otros valores y los valores ya admitidos a cotización en otro mercado regulado. La legislación española previa exigía folleto en estos casos.

(12) También hay libertad de elección en el caso de los derivados sea cual fuere el nominal, tanto para emisores de la Unión Europea como fuera de ella.

(13) Las obligaciones de información señaladas no se aplicarán a emisores que emitan sólo obligaciones con nominal unitario superior a 50.000 euros o importe equivalente, ni al estado o entidades regionales, locales, bancos centrales en su calidad de emisores. Los estados miembros puede establecer, adicionalmente, algunas excepciones de comunicación.

(14) Estas obligaciones no se aplicarán a los custodios de valores sino a los creadores de mercado en general, siempre que no puedan ejercer los derechos de voto asociados.

(15) Las notificaciones deben incluir la situación resultante, la fecha en que se alcanzan los umbrales, la identidad del accionista y de la persona con derecho a ejercer los derechos de voto, y la cadena de empresas a través de las que se ejercen tales derechos. Estas notificaciones deben hacerse, a más tardar, con un desfase de cuatro días desde que se produce. La Directiva recoge también las obligaciones de comunicación de las empresas matrices y de las controladas. La Directiva contiene diversos mandatos a la Comisión Europea para establecer formularios comunes en la Unión para notificar esta información, calendarios de días de mercado, y otros términos de la misma. La obligación de esta notificación también se aplica a instrumentos que den derecho a adquirir acciones ya emitidas con derechos de voto, y la Comisión también tiene mandato para determinar estos instrumentos y el contenido de la información que se debe realizar.

(16) Los emisores de obligaciones admitidas a cotización en mercados regulados de estados miembros deben también proporcionar información a los tenedores de las mismas bajo el principio de igualdad de trato. Asimismo, deben asegurarse de que los obligacionistas tienen todos los medios para ejercer sus derechos y, de forma similar a los emisores de acciones, los estados miembros pueden aceptar que los emisores usen medios electrónicos para transmitir información, siempre con la decisión de la asamblea general y con el consentimiento del obligacionista.

(17) No obstante esta regla, las autoridades supervisoras pueden aceptar modificaciones del precio al alza o a la baja de acuerdo con una lista de circunstancias que los estados miembros deben elaborar previamente. También se deben definir pre-

viamente los criterios a utilizar en esos casos. Toda decisión sobre el precio debe ser motivada y pública.

(18) El período en que existirá esta limitación transcurrirá desde que se haga pública la oferta hasta que se publique el resultado.

(19) Además, cuando tras una OPA el oferente posea al menos el 75 por 100 del capital con derecho a voto serán inaplicables las restricciones a la transmisibilidad de las acciones, al ejercicio de derechos de voto y a los derechos extraordinarios de los accionistas sobre nombramiento o revocación de administradores o directivos, contempladas en los estatutos de la sociedad, en la primera junta general convocada para modificar los estatutos o revocar o designar administradores. En esa junta también los derechos de voto múltiple conferirán un solo voto. En los casos en que se supriman derechos existentes *a priori* en una sociedad, se puede establecer la obligación de una compensación a sus titulares. Esta posibilidad debe ser regulada por los estados miembros y no es aplicable a las acciones sin voto, a las sociedades cooperativas o a valores de titularidad estatal que confieran derechos especiales (compatibles con el Tratado).

(20) Pero también recoge la capacidad de las sociedades de realizar la neutralización de la Directiva a pesar de que no la exija el estado miembro. En este caso, esta decisión debe ser adoptada por la junta general de la sociedad con mayoría reforzada y debe ser comunicada los supervisores del país donde esté su sede y de donde coticen sus valores.

(21) Ambos umbrales pueden elevarse al 95 por 100.

(22) Aunque la autorización de las ESI corresponda al estado miembro de origen, las autoridades de otros estados miembros deben ser consultadas si son filiales de ESI o de entidades de crédito autorizadas en otros estados miembros o están controladas por las mismas personas que controlan ESI o entidades de crédito autorizadas en otros estados. Si las ESI son filiales de empresas de seguros o de entidades de crédito debe consultarse a las respectivas autoridades competentes.

(23) Además, si sospechan que las ESI que operan en libre prestación de servicios o con sucursal infringen las normas deben comunicárselo a las autoridades del país de origen. Si a pesar de que la autoridad de origen haya adoptado medidas, las ESI siguen con un comportamiento irregular, la autoridad de acogida puede incluso llegar a impedir su actividad. También puede llegarse a ese caso si las ESI no cumplen con las normas de conducta existentes en el país de acogida. El mismo procedimiento se establece para las actuaciones de los mercados regulados o de los SMN en los estados de acogida.

(24) También se aplica a instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado de un estado miembro, pero cuyo valor dependa de un instrumento financiero que sí lo esté.

(25) Esta definición es limitativa ya que puede considerarse que también es ilícito el uso de información relevante que no está al alcance de los inversores comunes.

(26) La DAM señala que, en primer lugar, es presumible que dispongan de información privilegiada los miembros de los órganos de administración gestión o control del emisor, los accionistas mayoritarios, los profesionales que asesoran en determinadas funciones o que prestan servicios a la empresa. Adicionalmente, por supuesto, una persona puede estar en posesión de información privilegiada debido a actividades delictivas.

(27) No obstante, no sería tan compulsiva la divulgación si los que la reciben tienen un deber de confidencialidad (por norma legal, reglamentaria estatutaria o contractual).

(28) Por último, la DAM también incluye en la regulación sobre información privilegiada a los analistas y a los periodistas. Así, establece que las personas que hagan análisis o los difundan, tanto sobre los emisores como sobre los instrumentos financieros, y las personas que recomienden inversiones al público, deben revelar sus conflictos de interés y deben presentar la información de forma adecuada, especificando fuentes y metodología utilizada.

(29) El informe está abierto a consulta hasta el primero de agosto de 2005 y su versión final, que supondrá un nuevo programa de política de servicios financieros, se presentará en noviembre de 2005.

(30) La consulta se hace con los ciudadanos de los países miembros, con los consumidores, con el Parlamento Europeo, con el Banco Central Europeo y con las autoridades competentes supervisoras, como CESR —Comité de Reguladores de Valores Europeos— y sus homólogos CEBS, en el ámbito bancario, y CEIOPS, en el de seguros.

(31) En julio de 2005 se presentará otro “informe verde” sobre la industria de gestión de activos. La Comisión considera que esta industria, que maneja casi 5 billones de euros, requiere alguna mejora en su eficiencia.

(32) Existe un Plan de Acción sobre gobierno corporativo y derecho de sociedades que incluye actuaciones en la aplicación de los estándares internacionales de contabilidad, la aceptación de los estándares internacionales por terceros países, mejora de las estructuras de accionistas, mejoras en el gobierno corporativo, etcétera.

(33) Ver npp 20.

(34) Enfoque *bottom up*.

(35) La Comisión está estudiando la posibilidad de aplicar un régimen propio, diferente de los regímenes existentes en la actualidad (25 países), para ciertos productos financieros minoristas; sería un régimen número 26. No obstante, esta propuesta parece difícil de aplicar en la realidad.

(36) El Informe Himalaya es un documento publicado por CESR en Octubre 2004 con el título “Preliminary Progress Report: Which Supervisory Tools for the EU Securities Markets? An Analytical Paper by CESR”. La denominación del mismo como “Himalaya” se debe al carácter de planteamiento fundamental de las cuestiones que plantea.

(37) El Informe Himalaya contempla un horizonte de cinco años.

(38) En este punto se plantea el reto de definir y aplicar el papel de CESR en el nivel 3 de Lamfalussy. La *cooperación* entre los supervisores podría mejorar si CESR se convirtiera en un “supervisor de los supervisores nacionales” y sirviera para canalizar mecanismos de “presión mutua” (*peer review*). No obstante, este posible papel no parece factible que se acepte por algunos países de la Unión Europea.

(39) La supervisión de los mercados de valores es, fundamentalmente, competencia de los reguladores del país de origen donde la empresa tenga su sede, donde se haya autorizado a la ESI, reconocido al mercado o autorizada la UCIT.

(40) El Informe pone como ejemplo que la creación de Euro-next ha requerido a los reguladores de los países participantes firmar MOUs *ad hoc* sobre como los reguladores van a actuar y como se debe coordinar la supervisión de la bolsa. Los reguladores que supervisan Euronext son “iguales” y, cada uno de ellos, tiene poder de veto sobre cualquier materia de la entidad regulada.

(41) La coordinación internacional en la investigación de la manipulación realizada por Citigroup sobre los mercados de bonos europeos, en verano de 2004, ha sido un ejemplo positivo.

BIBLIOGRAFÍA**Documentos**

CESR (2004): "Preliminary Progress Report: Which Supervisory Tools for the EU Securities Markets? An Analytical Paper by CESR", CESR/04-333f.

— (2004): "The Role of CESR at Level 3 under the Lamfalussy Process: Action Plan for 2005", CESR/04-527b.

EUROPEAN COMMISSION (1999): "Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan", COM (1999) 232, 11/05/99.

— Securities Expert Group (2004): "Financial Services Action Plan: Progress and Prospects", *Final Report*, may.

— (2004): "Turning the Corner. Preparing the challenge of the next phase of European capital market integration", *Tenth Progress Report. Financial Services*, Brussels, 2 june.

— (2004): "Annex. Progress on the Financial Services Action Plan", 2 june.

— (2004): "The Application of the Lamfalussy Process to EU Securities Markets Legislation", *A preliminary assessment by the Commission services, Commission Staff Working Document*, SEC (2004) 1459, Brussels, 15/11/2004.

— (2005): "Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)", COM (2005) 177.

— (2005): *Lamfalussy Review. Summary of responses to the consultation organised by the European Commission*, A working document of the Internal Market and Services Directorate-General, 21/04/2005.

LAMFALUSSY, Alexander (2001): "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", Brussels, 15 february.

LONDON ECONOMICS, PRICEWATERHOUSECOOPERS, OXFORD ECONOMIC FORECASTING (2002): *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, Final Report to The European Commission, Directorate-General for the Internal Market, november.

Legislación europea de primer nivel

Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse

en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

Legislación europea de segundo nivel

Directiva 2004/72/CE de la Comisión de 29 de abril de 2004 a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

Directiva 2003/125/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.

Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado.

Reglamento (CE) n.º 2273/2003 de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

Reglamento (CE) n.º 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004 relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como el formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad.