

EL MERCADO UNICO DE VALORES: LA DIRECTIVA SOBRE SERVICIOS DE INVERSION. ALGUNAS IMPLICACIONES PARA ESPAÑA

Antonio Hernández García (*)

I. INTRODUCCION: EL MERCADO UNICO DE VALORES COMO PIEZA DEL AREA FINANCIERA INTEGRADA

En 1985, dos hechos van a justificar la elaboración del Libro Blanco del Mercado Interior: por un lado, se observa que el objetivo básico del Tratado de Roma —la consecución del Mercado Común—, aún no se ha hecho realidad, en el sentido de que no existe entre los estados miembros una total libertad de movimientos de mercancías, personas y capitales; por otro, se aprecia que la CEE va perdiendo ventajas competitivas respecto a los Estados Unidos y Japón.

Como fruto del Libro Blanco se aprueba, en 1986, el Acta Unica Europea, dándose así contenido legal al objetivo de creación del mercado único en 1993; en efecto, mediante una reforma del Tratado de Roma, el Acta Unica Europea tratará de lograr que en enero de 1993 no subsista ningún tipo de fronteras físicas, técnicas o fiscales que impidan la libre circulación de mercancías, personas y capitales, incluyendo la libre prestación de servicios y el derecho de establecimiento (es decir, la libre apertura de sucursales).

Es en el ámbito financiero de ese objetivo donde se enmarca el «Mercado Unico Financiero», que implica la libre prestación de servicios financieros y el derecho de establecimiento de sucursales para aquellas entidades financieras que, autorizadas por sus respectivos países de origen, pertenezcan al sector bancario (*v.g.*, las entidades de crédito), al asegurador (*v.g.*, las compañías de seguros), o al relativo a los mercados de valores (*v.g.*, las empresas de inversión).

El Mercado Unico de Valores —una de las piezas del Mercado Unico Financiero o Area Financiera Integrada—, va a suponer un nuevo logro, ya que no sólo persigue la libre prestación de servicios de inversión y el derecho de establecimiento para las empresas de inversión autorizadas por algún estado miembro, sino que obliga a liberalizar el acceso directo de tales empresas de inversión (incluyendo a las entidades de crédito que presten servicios de

inversión) a los mercados regulados comunitarios, cuestión especialmente polémica en lo que atañe a los mercados bursátiles de los países latinos, cuyo acceso directo está muy restringido (e incluso prohibido para las entidades de crédito, que tienen que recurrir a alguna empresa de inversión que sea miembro para ejecutar las órdenes de compra o venta de sus clientes). Como se verá, esta polémica es una de las razones que justifica el retraso que ha sufrido la consecución del Mercado Unico de Valores con respecto a la fecha inicialmente prevista: el 1 de enero de 1993.

Por otra parte, de cara a la consecución del Area Financiera Integrada se estimó indispensable el logro de la plena liberalización de los movimientos de capital, puesto que para garantizar un mejor y más eficiente reparto del ahorro entre los distintos estados miembros, se requiere, aparte de un sistema financiero liberalizado, una libre canalización de los recursos financieros hacia sus usos más productivos dentro de la Unión Europea (en adelante, UE), objetivo que quedó consagrado en la Directiva 88/361/CEE, ya en vigor para todos los estados miembros excepto Grecia.

Antes de analizar cómo se ha ido articulando el Mercado Unico Financiero (en adelante, MUF), conviene justificar, desde un punto de vista económico y financiero, por qué es necesario alcanzarlo, pudiéndose destacar varios motivos:

1) La importancia del sector financiero en la economía comunitaria, puesto que genera en torno al 7 por 100 del PIB de la UE y emplea, aproximadamente, al 3 por 100 de su población.

2) El papel clave que desempeña el sistema financiero en la instrumentación de las políticas económicas; especialmente el sistema bancario, en lo que concierne a la transmisión de los impulsos monetarios al sector real. En particular, contar en el seno comunitario con un sistema financiero eficiente y competitivo —que permita una canalización ágil de las medidas de política económica—, constituye un factor esencial de cara a la consecución de la Unión Económica y Monetaria; ello se debe a que una de las condiciones necesarias —aunque no

suficiente—, para que varios países puedan mantener un área de tipos de cambios fijos —y, más adelante, establezcan una moneda única—, es el logro de una adecuada coordinación de las políticas económicas de tales países.

3) La significativa reasignación de recursos a nivel empresarial generada por la consecución del Mercado Único en los demás ámbitos, que exige un sistema financiero eficiente capaz de poner en contacto a oferentes y demandantes de fondos, aspecto en el que resulta esencial el papel de los mercados de valores.

4) La propia virtualidad de tal proceso de integración financiera, ya que como fruto del mismo se prevé:

a) Un abaratamiento de los servicios financieros, debido al aumento del nivel de competencia entre las entidades financieras de la UE.

b) Un fortalecimiento de las posibilidades de crecimiento y creación de empleo ante la mejora de la eficacia marginal del capital, derivada de que los flujos financieros se canalicen hacia sus usos más rentables.

5) En la esfera concreta de los mercados de valores, la necesidad de crear un entorno lo suficientemente competitivo, liberalizado y eficiente en el seno de la UE para afrontar la competencia de otros centros financieros internacionales, como los Estados Unidos y Japón (*v.g.*, las Bolsas de Nueva York y Tokio); razón especialmente importante de cara a aprovechar el negocio ligado a la reasignación de recursos derivada de los procesos de privatización de los países de Europa Central y del Este.

Pues bien, la creación en el seno de la UE de un Área Financiera Integrada, en sus tres ámbitos —el bancario, el asegurador y el relativo a los mercados de valores—, se ha ido plasmando en varias directivas. Entre tales directivas destacan, por un lado, las que regulan el conocido «pasaporte» comunitario, por el que cualquier entidad financiera autorizada en su país de origen puede operar libremente en los demás estados miembros (sin tener que someterse a una nueva autorización) a través de sucursales o en libre prestación de servicios (1), y, por otro, las directivas que regulan las condiciones de supervisión prudencial de la solvencia de las entidades financieras; en efecto, teniendo en cuenta que, en virtud de ese «pasaporte», las entidades autorizadas a operar en cualquier país miembro (país de origen) pueden hacerlo libremente en el resto de la UE, ha sido preciso armonizar los requisitos mínimos que en materia de solvencia se les exige, evitando así el «arbitraje regulador», es decir, que algún estado miembro trate de atraer negocio a su propio territorio reduciendo las exigencias prudenciales a tales niveles que se pudiera poner en peligro la estabilidad financiera de la UE en su conjunto.

En el ámbito del mercado de valores estas disposiciones son, respectivamente, la Directiva 93/22/CEE, sobre Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables (en adelante, DSI) y la Directiva 93/6/CEE, sobre la Adecuación de Capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (en adelante, DAC), aprobadas en 1993 y que entrarán en vigor en 1996:

a) La DSI regula el «pasaporte» comunitario en los mercados de valores, es decir, la libre prestación de servicios de inversión, el derecho de establecimiento y la libertad de acceso a los mercados regulados en condición de miembros por parte de las empresas de inversión, siempre que éstas cumplan los requisitos exigidos para su autorización y para el ejercicio de la actividad que se regulan en dicha norma.

b) La DAC, entre otras cuestiones, establece las exigencias mínimas de capital y recursos propios de las entidades que actúen en los mercados de valores comunitarios en virtud de dicho «pasaporte».

En este trabajo se analizará la DSI, centrándose en su contenido y en las implicaciones que su adopción va a tener para nuestro país, tanto desde un punto de vista jurídico (cambios generales a acometer en la Ley 24/88, sobre el Mercado de Valores), como financiero (estrategias a adoptar por las empresas de inversión y los mercados de valores españoles).

Como veremos, la DSI, en un entorno de creciente internacionalización y globalización de los mercados, supone el desencadenamiento de dos importantes fuerzas competitivas: por un lado, en la esfera de los mercados de valores comunitarios que, ante la libertad de acceso, tendrán que afrontar la competencia del centro financiero londinense; por otro lado, en el campo de las empresas de inversión, quienes, como consecuencia de la libertad de entrada, deberán hacer frente a nuevos competidores, incluyendo a las entidades de crédito, lo que implica necesariamente la adopción de alguna estrategia «competitiva» para mantener la misma «cuota de mercado» y, en algunos casos, para «sobrevivir» a la competencia.

II. LA DIRECTIVA SOBRE SERVICIOS DE INVERSIÓN

1. Objetivos

La normativa comunitaria elaborada en el ámbito de los mercados de valores, velando por la protección de los inversores y la eficiencia de los mercados, se basa en cuatro principios:

1) El principio de la «integración financiera», del que se deriva la libre prestación de servicios, el

derecho de establecimiento y la libertad de acceso a los mercados regulados en condición de miembro.

2) El principio de la «información equivalente», por el que cualquier sociedad cotizada en más de una Bolsa comunitaria debe divulgar la misma información en cada una de ellas.

3) El principio de la «transparencia» de las operaciones realizadas en los mercados regulados.

4) El principio del «juego limpio» (*fair play*) en las transacciones sobre valores mobiliarios.

Para lograr dichos objetivos, se han ido aprobando varias directivas en distintas materias (cuadros núms. 1 y 2):

I) Condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial.

II) Folleto de admisión a cotización bursátil.

III) Folleto de Oferta Pública de Venta de valores.

IV) Información periódica de sociedades cotizadas en Bolsa.

V) Información sobre participaciones significativas en sociedades cotizadas en Bolsa.

VI) Uso ilícito de información privilegiada.

VII) Instituciones de inversión colectiva.

VIII) Libre prestación de servicios de inversión y derecho de establecimiento.

**CUADRO NUM. 1
DIRECTIVAS EN EL AMBITO DE LOS MERCADOS DE VALORES**

<i>Materia</i>	<i>Directiva</i>	<i>Reconocimiento mutuo</i>	<i>Entrada en vigor</i>
Condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en Bolsa.	Directiva 79/279/CEE, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores. Directiva 82/148/CEE, por la que se modifican la Directiva 79/279/CEE y la Directiva 80/390/CEE.	No	1981 (1982 en el caso de haberse introducido junto con la Directiva sobre folleto de admisión a cotización). Julio 1983.
Folleto de admisión a cotización bursátil.	Directiva 80/390/CEE, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión, del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa. Directiva 82/148/CEE, por la que se modifican la Directiva 79/279/CEE, y la Directiva 80/390/CEE. Directiva 87/345/CEE, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE. Directiva 90/211/CEE, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE. Directiva 94/18/CEE, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE.	Sí	Julio 1983. Enero 1990 (enero de 1991 para España). Abril 1991. Mayo 1994.
Folleto de Oferta Pública de Venta de valores negociables.	Directiva 89/298/CEE, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables.	Sí	Abril 1991.
Información periódica de sociedades cotizadas.	Directiva 82/121/CEE, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores.		Julio 1983.
Información sobre participaciones significativas.	Directiva 88/627/CEE, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa.		Enero 1991.
Operaciones con información privilegiada.	Directiva 89/592/CEE, sobre la coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.	No	Junio 1992.
Instituciones de Inversión Colectiva en valores mobiliarios.	Directiva 85/611/CEE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Directiva 88/220/CEE, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE.	Sí	Octubre 1989 (abril 1992 para Grecia y Portugal). Octubre 1989 (abril 1992, para Grecia y Portugal).
Libre prestación de servicios, derecho de establecimiento y libertad de acceso a los mercados regulados.	Directiva 93/22/CEE, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.	Sí	Enero 1996.
Exigencias prudenciales (capitales iniciales mínimos y recursos propios).	Directiva 93/6/CEE, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.		Enero 1996.

CUADRO NUM. 2
TRANSPOSICION EN ESPAÑA DE LA NORMATIVA COMUNITARIA
EN MATERIA DEL MERCADO DE VALORES

<i>Normativa comunitaria</i>	<i>Transposición en España</i>
Recomendación de la Comisión 77/534/CEE, de 25 de julio de 1977, por la que se establece un código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a valores mobiliarios.	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, Título VII (arts. 78 a 83) sobre «Normas de Conducta». • Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.
Directiva del Consejo 79/279/CEE, de 25 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios y a cotización en una bolsa de valores.	<ul style="list-style-type: none"> • Artículos 32, 35, 46, 48 y 51 de la Ley 24/1988. • Reglamento de Bolsas aprobado por Real Decreto 1506/1967, de 30 de junio, especialmente sus artículos 22 a 37. • Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedades de Bolsas y Fianza Colectiva.
Directiva del Consejo 80/390/CEE, de 27 de marzo de 1980, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa de valores.	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 24/88, de su artículo 32, en correlación con el 26 y 28. • El vigente Reglamento de Bolsas, artículo 27.j). • Real Decreto 726/89, artículos 11, 22 y disposición adicional quinta. • Disposición adicional primera del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, y, finalmente, • Disposiciones adicionales primera a cuarta de la OM de 12 de julio de 1993 sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992.
Directiva del Consejo 89/298/CEE, de 17 de abril de 1989, por la que se coordinan las condiciones de la elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables.	<ul style="list-style-type: none"> • Artículos 26 y 28 de la Ley 14/1988. • Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo. • Orden Ministerial de 12 de julio de 1993.
Directiva del Consejo 82/121/CEE, de 15 de febrero de 1982, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores.	<ul style="list-style-type: none"> • Artículo 35 de la Ley 24/88. • OM de 18 de enero de 1991.
Directiva del Consejo 88/627/CEE, de 12 de diciembre de 1988, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa.	<ul style="list-style-type: none"> • Artículo 53 de la Ley 24/1988. • Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias. • OM de 23 de abril de 1991 que desarrolla el citado RD 377/1991.
Directiva del Consejo 89/592/CEE, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.	<ul style="list-style-type: none"> • Artículos 78 a 83 de la Ley 24/1988.
Directiva del Consejo 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, sobre Instituciones de Inversión Colectiva.	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. • Su Reglamento, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre. • Orden Ministerial de 20 de diciembre de 1990. • Orden Ministerial de 12 de julio de 1993.
Directiva del Consejo 93/6/CEE, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (DAC).	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 13/1992, de 1 de junio, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras. • Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, que desarrolla la Ley 13/1992. • Orden Ministerial de 29 de diciembre de 1992 sobre recursos propios de Sociedades y Agencias de Valores. • Orden Ministerial de 30 de diciembre sobre normas de solvencia de las entidades de crédito. • Circular 6/1992, de 30 de diciembre de la CNMV sobre exigencias de recursos propios de Sociedades y Agencias de Valores y sus grupos consolidables. • Circular 1/1993, de 3 de marzo de la CNMV sobre normas contables de consolidación aplicables a los grupos y subgrupos de Sociedades y Agencias de Valores. • Circular 4/1993, de 26 de marzo, del Banco de España, de modificación de la circular 4/1991, de normas de contabilidad. • Circular 5/1993, de 26 de marzo, del Banco de España, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito. • Circular 11/1993, de 17 de diciembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre modificación de la circular 4/1991, sobre normas de contabilidad y modelos financieros. • Circular 12/1993, de 17 de diciembre, del Banco de España, modifica la circular 5/1993, de 26 de marzo sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.
Directiva de Servicios de Inversión en valores mobiliarios (DSI).	<ul style="list-style-type: none"> • Pendiente (modificará la Ley 24/1988, del Mercado de Valores).

IX) Supervisión de la solvencia (2).

Es en la materia de libre prestación de servicios y derecho de establecimiento donde se enmarca la DSI, ya que su *objetivo principal* es trasladar al

campo de las «casas de valores» o empresas de inversión el «pasaporte» europeo, al igual que la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (Directiva 89/646/CEE), la Tercera Directiva de Seguros Generales (Directiva 92/49/CEE) y la Tercera Direc-

tiva sobre el Ramo de Vida (Directiva 92/96/CEE) lo han introducido, respectivamente, en el sector bancario y asegurador (3).

De este modo, a partir del 1 de enero de 1996, fecha de entrada en vigor de la DSI, cualquier empresa de inversión autorizada en un estado miembro (y, por tanto, cumpliendo los requisitos mínimos que impone la Directiva en lo relativo a la concesión de la autorización y a su mantenimiento), podrá realizar en el resto de países comunitarios todas o alguna de las actividades contempladas en su autorización y reguladas en la Directiva, tanto mediante el establecimiento de una sucursal como en libre prestación de servicios, siendo el país que otorga la autorización (países de origen) el encargado de supervisar sus condiciones de solvencia.

Como ya se indicó anteriormente, para que todos los países comunitarios hayan aceptado ceder su soberanía en materia de supervisión de la solvencia de las empresas de inversión de otros estados miembros que operen en sus mercados en virtud del «pasaporte» comunitario, ha sido necesario armonizar las exigencias prudenciales mínimas que tales entidades deben cumplir, materia de la que se ocupa la DAC.

Un *segundo objetivo básico* de la DSI es liberalizar el acceso a los mercados regulados en condición de miembro, cuestión especialmente polémica en el contexto de los mercados bursátiles. Esta polémica ha sido una de las causas que ha justificado el retraso que ha sufrido la aprobación de esta Directiva y, por ende, su entrada en vigor, hecho que supone una discriminación de las empresas de inversión con respecto a las entidades de crédito y las empresas de inversión filiales de entidades de crédito.

En efecto, la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, que entró en vigor el 1 de enero de 1993, ha consagrado el «pasaporte» europeo para un concepto de banca «universal» que incluye entre las actividades bancarias sujetas a reconocimiento mutuo la prestación de servicios de inversión. Así pues, se produce una relativa discriminación de las empresas de inversión con respecto a las entidades de crédito, puesto que, mientras que las entidades de crédito pueden prestar servicios de inversión en los mercados de valores europeos desde principios de año —siempre que cuenten con la autorización de su país de origen—, las empresas de inversión deberán esperar hasta el 1 de enero de 1996.

Por otra parte, hasta que entre en vigor la DSI, podrá existir un trato diferenciado entre empresas de inversión por el hecho de pertenecer o no a un grupo bancario, puesto que el artículo 18.2 de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria prevé que pueda extenderse, desde enero de 1993, el «pasaporte» comunitario de las entidades de crédito a aquellas entidades financieras, incluidas las empresas de inversión, que cumplan determinados requisitos (entre ellos, que la entidad de crédito matriz posea como mínimo el 90 por 100 de su capital y estén incluidas

en la supervisión consolidada del grupo financiero en el que la entidad de crédito matriz se integre).

De este modo, las empresas de inversión que cumplan tales requisitos no tendrán que esperar al 1 de enero de 1996 para prestar servicios de inversión libremente en cualquier país miembro, siempre que estén autorizadas para prestar tales servicios en su país de origen.

Es preciso, por tanto, antes de profundizar en el contenido de la DSI, justificar por qué, a pesar de la distorsión competitiva asociada al hecho de que la DSI entre en vigor más tarde que la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, ese retraso se ha producido finalmente.

2. Razones del retraso en la aprobación de la DSI: la dificultad de armonizar las diferentes estructuras de los mercados de valores comunitarios

Dos han sido las razones básicas que han justificado el retraso en la aprobación y entrada en vigor de la DSI.

En primer lugar, la ardua negociación entre la postura «anglosajona», más liberal, en la que se intenta minimizar la intervención pública en los mercados, y la postura «latina», más conservadora, en la que los mercados deben estar suficientemente regulados para garantizar la máxima protección de los inversores.

En segundo lugar, el hecho de que la Directiva en sí no haya pretendido implantar una estructura concreta de mercado, sino que haya intentado compatibilizar, en la medida de lo posible, las estructuras de mercado existentes; cuestión planteada especialmente en los mercados bursátiles, ya que coexisten los mercados de órdenes (*order-driven markets*), típicos de los países latinos —en los que los clientes dan órdenes de compra o venta de valores que se compensan con operaciones de signo opuesto de otros clientes—, con los mercados guiados por precios (*quote-driven markets*), como el SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) International de Londres —en los que los creadores de mercado dan cotizaciones de compra y venta a las que los clientes pueden comprar o vender.

El resultado de esta dialéctica ha quedado reflejado, principalmente, en tres materias: el requisito de la transparencia, la concentración y la libertad de acceso a los mercados regulados.

3. Las cuestiones polémicas de la Directiva: la «transparencia», la «concentración» y el acceso de las entidades de crédito a los mercados bursátiles

A. El requisito de «transparencia»

El requisito de la *transparencia*, esto es, la exi-

gencia de que las transacciones —cotizaciones y volúmenes negociados— deban hacerse públicas con rapidez y exactitud, planteó la siguiente polémica: mientras que los países «latinos», defensores de los mercados de órdenes, abogaban por unas exigencias de información relativamente estrictas, los países anglosajones (4), en defensa de los mercados guiados por precios, trataban de minimizar esos requisitos.

La razón esgrimida por los países «mediterráneos» era que la transparencia es necesaria en los mercados de órdenes para proteger a los inversores, ya que les permite conocer las últimas cotizaciones y, en consecuencia, el precio aproximado al que se van a ejecutar sus órdenes. Asimismo, conociendo las últimas cotizaciones, el volumen negociado y el precio mínimo y máximo al que se han realizado las operaciones sobre un valor negociable concreto, los inversores pueden hacerse una idea de la liquidez del mercado, así como comprobar a posteriori las condiciones de ejecución de sus órdenes.

En contraste, los países anglosajones señalaban que los mercados guiados por precios pueden verse negativamente afectados por una transparencia excesiva, ya que la operativa de los creadores de mercado puede verse encarecida. Así, por ejemplo, si la publicación de la información sobre las operaciones es muy rápida, un creador de mercado que haya realizado una operación de venta de gran volumen y no haya tenido tiempo para reajustar su *stock* de ese valor antes de que la operación se haya hecho pública en el mercado, puede tener que soportar un coste adicional en ese reajuste si otros operadores reaccionan ante esa información realizando operaciones de compra previas a las del creador de mercado, sabiendo que éste deberá comprar una relevante cantidad de ese valor para rehacer su *stock*, presionando al alza sobre su cotización, ocasionándoles las consiguientes plusvalías si proceden a su venta. En consecuencia, si la transparencia es excesiva, los creadores tenderían a aumentar los márgenes, esto es, la diferencia entre los precios que ofrecen en las compras y ventas de cada valor, reduciéndose la liquidez del mercado (5).

De esta manera, al elaborar la Directiva ha sido necesario establecer requisitos de información equilibrados para no poner en peligro ni la protección de los inversores en los mercados de órdenes, ni la liquidez de los mercados guiados por precios, evitando, en todo caso, la imposición de exigencias muy estrictas que pudiesen generar un trasvase de operaciones desde los mercados de valores comunitarios a los de países terceros con requisitos más flexibles.

El compromiso al que se ha llegado en la DSI (artículo 21) es que todos los mercados regulados de la UE contarán con una publicación mínima de información. En concreto, al principio de cada jornada

será preciso hacer público el precio medio ponderado, los precios máximo y mínimo, y el volumen negociado en el transcurso de la jornada precedente. Además, en los mercados continuos habrá que hacer pública esa información durante el transcurso de la jornada de forma periódica (6). No obstante, estos requisitos podrán reducirse en circunstancias especiales, como, por ejemplo, en los casos de operaciones excepcionales de gran envergadura en relación al tamaño medio de las operaciones sobre ese valor o en el caso de valores de escasa liquidez (7). Obviamente, como se trata de exigencias de información *mínimas*, los estados miembros podrán imponer disposiciones más estrictas si lo consideran oportuno.

B. *La «concentración» en los mercados regulados*

El segundo tema polémico ha sido el de la *concentración*, esto es, exigir que la prestación de los servicios de inversión contemplados en la Directiva se efectúe en los mercados de valores organizados (mercados regulados). Mientras que los países «latinos» abogaban por la concentración como principio básico de la protección del inversor, los países más liberales, como el Reino Unido, defendían la posibilidad de actuación fuera de los mercados organizados, puesto que la concentración atentaría contra la competencia al limitar la libre elección por parte de los inversores de la mejor oferta, que podría tener lugar fuera de tales mercados (por ejemplo, en una operación expresamente diseñada entre dos partes, esto es, una operación *Over-The-Counter*).

La solución de compromiso que se ha adoptado definitivamente en la DSI (apartados 3 y 4 del artículo 14), es que únicamente se permite a los estados miembros imponer la exigencia de concentración en mercados organizados para inversores residentes que realicen operaciones referidas a algún instrumento negociado en un mercado regulado de tal estado. No obstante, como lo que se pretende con este requisito es proteger a los inversores, éstos tienen el derecho a efectuar transacciones fuera de los mercados regulados si así lo desean, bastando con que autoricen explícitamente al intermediario para ello (8).

C. *El acceso de las entidades de crédito a los mercados bursátiles*

El tercer tema controvertido ha sido el del *acceso de los bancos a los mercados bursátiles en concepto de miembros*. En efecto, mientras que algunos países se mantuvieron claramente a favor de dicho acceso (9), la postura de los países «mediterráneos», con el objetivo de evitar el previsible conflicto de intereses que traería consigo el que los bancos pudiesen operar directamente en las bolsas como miembros, se decantó en contra.

El acuerdo finalmente alcanzado en la DSI (apartado 3 del artículo 15) permite que en los estados miembros en los que los bancos sólo pueden acceder a las bolsas a través de filiales especializadas (10), se mantenga esa situación hasta el 31 de diciembre de 1996, e incluso, en algunos países, como España, Grecia y Portugal, hasta el 31 de diciembre de 1999.

Una vez analizados los objetivos fundamentales de la DSI y las causas que han justificado el retraso que ha sufrido su aprobación, podemos adentrarnos en su ámbito de aplicación y en su contenido.

4. Ambito de aplicación

El *ámbito de aplicación* de la DSI es muy amplio, ya que afecta a todas las empresas de inversión y a las entidades de crédito cuya autorización incluya alguno de los servicios de inversión que contiene la Directiva en la Sección A de su Anexo, que se analizará posteriormente.

De esta manera, en términos generales, el «pasaporte» comunitario se extiende a todas las entidades que actúen en los mercados de valores de la UE.

No obstante, esta afirmación es matizable, puesto que, entre otras entidades, la DSI no se aplicará ni a las instituciones de inversión colectiva, ni a las entidades aseguradoras, ni a las empresas que no puedan tener en depósito fondos o títulos de sus clientes y, en consecuencia, no puedan hallarse en situación deudora respecto a los mismos.

5. Contenido esencial

Con respecto a su *contenido*, además de lo expuesto, la DSI:

1.º Introduce algunas *definiciones básicas*, como la de empresa de inversión, servicios de inversión y mercado regulado (art. 1).

Por *empresa de inversión* se entiende toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consistan en prestar cualquier servicio de inversión de carácter profesional a terceros. No obstante, se permite a los estados miembros que incluyan en el concepto de empresa de inversión a las *personas físicas* siempre que sean objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a sus estructuras jurídicas y siempre que su régimen jurídico garantice a los intereses de terceros un nivel de protección equivalente al ofrecido por las personas jurídicas. No obstante, cuando las personas físicas presten servicios relacionados con la tenencia de fondos o valores negociables de terceros, se les exigirán requisitos adicionales (auditoría de sus cuentas anuales, protección de los derechos de terceros sobre sus fondos o valores en caso de insolvencia,

sujeción a normas de supervisión de su solvencia..., etcétera).

Por *servicio de inversión* se entiende cualquiera de los servicios que se incluyen en la Sección A del Anexo de la Directiva. En concreto:

1) La recepción y transmisión de órdenes de inversores en relación con uno o varios de los instrumentos a que se refiere la Sección B del Anexo de la DSI (11) y/o la ejecución de tales órdenes por cuenta de terceros en una Bolsa o mercado.

2) La negociación por cuenta propia de cualquier instrumento de la Sección B del Anexo de la Directiva (por ejemplo, dar contrapartida a la orden de un cliente con valores de la propia cartera de la entidad).

3) La gestión de carteras de inversión, esto es, la gestión discrecional e individualizada de carteras de valores compuestas por uno o varios de los instrumentos contemplados en la Sección B del Anexo de la DSI, con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores.

4) El aseguramiento de emisiones de cualquiera de los instrumentos a que se refiere la Sección B del Anexo de la Directiva y/o la colocación de las mismas (distribución a los inversores).

Esta definición es importante, ya que la DSI incluye en su Anexo una *Sección C sobre servicios auxiliares* que sólo serán susceptibles del reconocimiento mutuo si la empresa de inversión autorizada realiza esos servicios de forma complementaria a alguno de los servicios de inversión propiamente dichos incluidos en la Sección A. Es decir, en ningún caso podrá concederse la autorización sujeta a reconocimiento mutuo para empresas de inversión que sólo vayan a prestar servicios de la Sección C del Anexo. Si en algún país miembro se concediese a alguna empresa una autorización de este tipo, tal autorización no disfrutaría del «pasaporte» comunitario. Entre esos servicios auxiliares, destacan:

1) La custodia y administración de uno o varios instrumentos de la Sección B.

2) El asesoramiento profesional en materia de inversiones sobre uno o varios instrumentos de la Sección B.

3) Los servicios relacionados con el aseguramiento de emisiones.

Por *mercado regulado* se entiende aquel mercado en el que se negocien los instrumentos de la Sección B del Anexo de la Directiva cuyo funcionamiento y condiciones de acceso estén establecidos por las autoridades competentes, y que cumpla los requisitos mínimos que la DSI contiene en materia de concentración, transparencia y obligaciones de información a las autoridades competentes. Asimismo, para que sea objeto de reconocimiento mutuo, cada mercado regulado en cuestión deberá estar

incluido en la lista de mercados regulados que cada estado miembro debe elaborar y comunicar a la Comisión y a los demás países comunitarios.

2.º) Regula las condiciones de acceso a la actividad de las empresas de inversión, esto es, los requisitos necesarios para conceder la autorización única reconocida en todos los países miembros. En particular, se indica que las autoridades competentes sólo podrán conceder la autorización cuando:

a) La empresa de inversión cuente con un capital inicial suficiente, de acuerdo con lo previsto en la DAC (art. 3.3).

b) Las personas que dirijan de hecho las operaciones de la empresa de inversión cumplan los requisitos de honorabilidad y experiencia (art. 3.3).

c) Los accionistas de la entidad, tanto directos como indirectos, sean considerados idóneos, en el sentido de garantizar una gestión sana y prudente de la entidad (art. 4).

3.º) Fija las condiciones del ejercicio de la actividad, haciéndose especial hincapié en el cumplimiento de lo dispuesto en la DAC que, como se indicó anteriormente, introduce las exigencias prudenciales en materia de solvencia que debe cumplir toda empresa de inversión susceptible de actuar libremente en los mercados de valores de cualquier estado miembro en virtud del «pasaporte» comunitario que consagra la DSI. En particular, la DSI señala expresamente que la supervisión prudencial de las empresas de inversión corresponderá a las autoridades competentes del estado miembro de origen, sin perjuicio de las competencias de los países miembros de acogida en materia de normas de conducta y de interés general (art. 8).

Asimismo, se exige a los estados miembros que establezcan normas que obliguen a las empresas de inversión a contar, en todo momento, con una buena organización administrativa y contable y con procedimientos de control interno adecuados (artículo 10). Esta es una cuestión importante de cara a la polémica internacional sobre si es o no preciso regular el uso de los instrumentos derivados (*swaps*, futuros y opciones..., etc.), puesto que si tales mecanismos con los que cuentan las entidades son adecuados, no parece lógico en principio que se deba imponer un corsé regulatorio adicional al ya establecido coeficiente de recursos propios.

4.º) Establece el principio de «preferencia comunitaria», es decir, la imposibilidad de aplicar por parte de cualquier estado miembro mejor trato a las sucursales de empresas de inversión de terceros países respecto a las sucursales de empresas de inversión comunitarias en lo que concierne al desarrollo de su actividad (art. 5).

5.º) Regula las relaciones con países terceros, siguiéndose el principio de la reciprocidad en lo que respecta a las solicitudes de autorización de filiales

o de adquisición de participaciones en empresas de inversión. Con ello se pretende obtener unas condiciones de competencia para las empresas de inversión comunitarias equiparables a las de las empresas de inversión de terceros países, especialmente, en lo que concierne al acceso efectivo al mercado (artículo 7).

6.º) Introduce determinadas obligaciones de transmisión de información a las autoridades competentes respecto a las participaciones significativas en empresas de inversión, esto es, participaciones, directas o indirectas, que representen al menos el 10 por 100 del capital o los derechos de voto o que permitan el ejercicio de una influencia notable en la gestión de la empresa en cuestión (art. 9). Se controla, pues, la idoneidad de los accionistas no sólo en el momento de la autorización de la empresa de inversión, sino también durante el ejercicio de su actividad.

7.º) Se obliga a los estados miembros a establecer normas que, por un lado, aseguren una adecuada separación del efectivo y valores que los clientes hayan confiado a las empresas de inversión —especialmente para protegerles en caso de insolvencia de las mismas— y, por otro, eviten que las empresas de inversión utilicen por cuenta propia los fondos de los inversores (art. 10).

8.º) Exige a los estados miembros el establecimiento de normas de conducta para las empresas de inversión, de modo que éstas estén obligadas, entre otras cuestiones, a ejercer su actividad leal y equitativamente, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado. Asimismo, se aclara que, sin perjuicio de las decisiones que se adopten en el marco de una armonización de las normas de conducta, la puesta en práctica y el control del cumplimiento de las mismas seguirá siendo competencia del país de acogida, esto es, en el que se preste el servicio (art. 11).

9.º) Prevé la armonización a nivel comunitario de algún esquema de protección a los inversores similar al establecido para garantizar los depósitos bancarios (art. 12). En la actualidad ya se cuenta con una Propuesta de Directiva para regular esta materia (ver nota 2).

10.º) Establece que, sin perjuicio de las libertades de establecimiento y de prestación de servicios, en virtud de la autorización «única» sujeta a reconocimiento mutuo, los estados miembros de acogida velarán porque las empresas de inversión autorizadas por cualquier otro estado miembro (país de origen) para ejecutar órdenes por cuenta de terceros o para negociar por cuenta propia respecto a los instrumentos contemplados en la Sección B del Anexo de la Directiva, puedan tener acceso o hacerse miembros, directa o indirectamente, de los mercados regulados de los estados de acogida, siempre que los servicios prestados sean similares. Asimismo los países de acogida velarán porque

dichas empresas puedan tener acceso o hacerse miembros de los sistemas de compensación y liquidación allí existentes para uso de los miembros de los mercados regulados (art. 15.1).

En consecuencia, los estados miembros de acogida deberán dar a todas las empresas de inversión la opción de hacerse miembro de sus mercados regulados o de tener acceso a ellos, bien directamente, a través de la creación de una sucursal, o bien indirectamente, mediante la creación de una filial o la adquisición de alguna empresa existente en el estado de acogida que ya sea miembro o que tenga acceso a dichos mercados (art. 15.3) (12).

Para ello, los estados miembros derogarán cualesquiera reglamentos, leyes nacionales o estatutos de mercados regulados que limiten el número de personas admitidas, aunque se permite cierta flexibilidad de adaptación para aquellos mercados cuyo acceso sea limitado por motivos técnicos o de estructura jurídica (art. 15.1).

Un hecho significativo es que el acceso estará supeditado al cumplimiento de las normas vigentes para dichos mercados regulados y sistemas de compensación y liquidación (art. 15.2), siempre que tales normas no sean discriminatorias entre las empresas de inversión o entidades de crédito del estado miembro en cuestión y las del resto de países comunitarios.

Por último, como ya se indicó anteriormente, los estados miembros que apliquen en el momento de la adopción de la presente Directiva una legislación que sólo permita a las entidades de crédito ser miembros de un mercado regulado o acceder al mismo a través de una filial especializada, podrán seguir manteniendo hasta el 31 de diciembre de 1996 esta misma restricción para las entidades de crédito originarias de otros estados miembros, siempre que sea de un modo no discriminatorio. Ese plazo podrá extenderse hasta el 31 de diciembre de 1999 para España, Grecia y Portugal (artículo 15.3).

11.º Establece, no obstante, que en los mercados regulados en cuya operativa no se requiera la presencia física (por ejemplo, mercados que funcionan electrónicamente) las empresas de inversión podrán adquirir la condición de miembros o acceder a ellos sin necesidad de constituir un establecimiento en el país de acogida. Para permitir que sus empresas de inversión sean miembros o sean admitidas en un mercado regulado de este tipo en cualquier otro estado miembro, los países de origen permitirán que los mercados regulados de los países de acogida establezcan en aquellos las instalaciones apropiadas. De este modo, para actuar en un mercado electrónico español, como podría ser el mercado de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (AIAF), una empresa de inversión del Reino Unido podría hacerlo a través de un terminal de ordenador instalado en Londres, sin necesidad

de contar con una sucursal en España, no pudiendo las autoridades británicas negarse a que los técnicos del mercado español estableciesen en Londres las instalaciones informáticas necesarias (art. 14.4).

12.º Consagra el principio de colaboración estrecha entre las autoridades supervisoras de las empresas de inversión de los distintos estados miembros y entre las diversas autoridades competentes en un mismo estado miembro (art. 23).

13.º Establece las competencias de los estados miembros de acogida en materia de información a exigir a las empresas de inversión que operen en su territorio vía sucursal o en libre prestación de servicios (para fines estadísticos, para el ejercicio de sus responsabilidades en materia de política monetaria..., etc.). Lógicamente, dichas exigencias de información *no* podrán ser más estrictas que las impuestas para las empresas nacionales (art. 19).

14.º Establece las obligaciones mínimas de información y conservación de datos que los estados miembros de origen exigirán a las empresas de inversión por ellos supervisadas, a fin de garantizar que las autoridades de supervisión puedan disponer de la información necesaria para el ejercicio de sus cometidos (art. 20).

15.º Regula los requisitos que deben reunir las autoridades responsables de la concesión de la autorización y supervisión de las empresas de inversión. En particular, se exige que los organismos de supervisión sean, o bien autoridades públicas, o bien organismos reconocidos en el ordenamiento jurídico nacional o por las autoridades públicas que hayan sido expresamente facultadas para dicho fin por la legislación nacional (art. 22). De esta manera, se están reconociendo los diversos esquemas de supervisión hoy vigentes en los estados miembros. Por un lado, el esquema de supervisión británico regulado en la *Financial Services Act*, de 1986, en el que el SIB (*Securities and Investments Board*) es el «supervisor de supervisores», ya que se encarga de supervisar la labor de los diversos organismos autorregulados por él reconocidos (las *Self-Regulatory Organizations —SROs—*), que formulan y aplican sus propias reglas de actuación y supervisan directamente los mercados; y, por otro lado, el de los países «latinos», en los que existe un único supervisor, similar a la SEC (*Securities and Exchange Commission*) americana: por ejemplo, el caso de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) española, la COB (*Commission des Opérations de Bourse*) francesa y la CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) italiana.

16.º Introduce el secreto profesional de todas las personas que estén o hayan estado al servicio de las autoridades competentes, así como de los auditores o expertos que actúen en nombre de dichas autoridades, de modo que ninguna información confidencial que pudieran recibir en el ejercicio

de sus funciones podrá ser divulgada a persona o autoridad alguna, salvo de forma genérica o colectiva, de tal manera que no sea posible identificar a empresas de inversión concretas, sin perjuicio de la responsabilidad penal (art. 25) (13).

No obstante, esta disposición no será obstáculo para que las autoridades competentes de los distintos estados miembros realicen los intercambios de información necesarios para el cumplimiento de sus respectivas obligaciones y tampoco para que se revele a los bancos centrales la información que pudieran necesitar para el ejercicio de sus facultades en materia de política monetaria.

III. ALGUNAS IMPLICACIONES PARA ESPAÑA: CAMBIOS EN LA LEY 24/1988 DEL MERCADO DE VALORES

La trasposición de la DSI en nuestro país va a tener importantes implicaciones, siendo necesario modificar la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y su normativa de desarrollo.

Los cambios a introducir van a afectar, principalmente, a la autoridad de supervisión (Comisión Nacional del Mercado de Valores), a los sujetos del mercado (sociedades y agencias de valores) y a los mercados organizados.

1. Cambios en relación a la autoridad de supervisión: la Comisión Nacional del Mercado de Valores

En lo que concierne a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), los cambios más relevantes a introducir en la nueva normativa, son los siguientes:

1) Ampliación de su ámbito de actuación territorial, ya que, como autoridad competente del país de origen, deberá supervisar a las sucursales de las empresas de inversión españolas que presten en cualquier otro estado miembro los servicios de inversión y, en su caso, servicios auxiliares (14), que estén incluidos en su autorización.

2) Fortalecimiento de los canales de colaboración entre la CNMV y las autoridades competentes de los demás estados miembros.

3) Regulación de las potestades de la CNMV en materia de normas de conducta de todas las entidades que operen en el mercado de valores español, incluso cuando estén supervisadas por las autoridades competentes de cualquier otro estado miembro (su país de origen), ya que dicha materia es competencia de los países de acogida (hasta hoy, a diferencia de lo que ocurre en banca, no se contemplaba la figura de la «sucursal extranjera»).

2. Cambios que afectarán a los sujetos del mercado: las Sociedades y Agencias de Valores

En relación con los sujetos del mercado, deberán introducirse en la nueva normativa varios cambios:

1) Se distinguirán dos conceptos. Por un lado, el de *empresas de inversión autorizadas por la CNMV*, que incluirá a las entidades que, en virtud de esa autorización, puedan actuar tanto en nuestro mercado de valores como en el de los restantes países miembros y, por otro, el de *sujetos del mercado*, que abarcará a todas las empresas de inversión que actúen en el mercado de valores español, hayan sido autorizadas por nuestras autoridades competentes o por las de cualquier otro estado miembro (en la actualidad, en este concepto sólo se incluye a las sociedades y agencias de valores, de modo que ninguna sucursal extranjera actúa en nuestro mercado de valores). Será preciso, por tanto, extender nuestro concepto de sujetos del mercado a las empresas de inversión autorizadas en cualquiera de los restantes países miembros, es decir, tanto a las personas jurídicas como a las personas físicas que cumplan todos los requisitos que prevé la Directiva (en todo caso, aunque se trate de empresas de inversión no autorizadas por la CNMV, tendrán que cumplir las normas de conducta españolas y, si operan en alguno de nuestros mercados regulados, deberán cumplir sus normas de funcionamiento).

2) Como el acceso a la condición de miembro del mercado bursátil se liberalizará, las sociedades y agencias de valores y *Bolsa* (es decir, las sociedades y agencias de valores que son accionistas de alguna de las cuatro bolsas españolas), ya no serán las únicas entidades que podrán ejecutar órdenes en el mercado bursátil; cualquier empresa de inversión comunitaria que cumpla las condiciones de acceso al mercado bursátil podrá ejecutar en él órdenes.

3) Deberá incluirse entre las empresas de inversión españolas a las sociedades gestoras de carteras, puesto que la actividad que realizan —la gestión individualizada de carteras de valores según los mandatos conferidos por los inversores—, pertenece a la lista de «servicios de inversión propiamente dichos».

4) Se regularán las actividades relativas a instrumentos financieros que gozarán de «pasaporte» comunitario, es decir, se distinguirá, tal como se hace en la DSI (15), entre servicios de inversión y servicios auxiliares, de modo que las entidades autorizadas a prestar alguno de los servicios auxiliares, sólo podrán actuar libremente en el resto de estados miembros cuando, además, hayan sido autorizadas a prestar alguno de los «servicios de inversión propiamente dichos».

5) Tal y como se indicó en la introducción del apartado 3, para evitar que nuestras sociedades y

agencias de valores compitan en desigualdad de condiciones con otras empresas de inversión comunitarias, quizá resulte conveniente reducir los capitales iniciales mínimos que actualmente se les exige, ya que son bastante más elevados que los que prevé la DAC (16). No obstante, existen dos argumentos a favor de que dicha reducción no sea excesiva:

1.º Un factor esencial para que una entidad financiera sea competitiva y, en consecuencia, atraiga clientes, es su solvencia, que depende directamente del importe de su capital social (*ceteris paribus* la cuantía de los riesgos asumidos y el importe de otros componentes de los recursos propios: reservas, financiación subordinada..., etc.). Este aspecto resulta esencial para nuestras sociedades y agencias de valores, ya que tendrán que hacer frente a la competencia que en un futuro próximo podrán ejercer en nuestro mercado de valores las empresas de inversión comunitarias (especialmente, aquellas con renombrada presencia internacional).

2.º Uno de los principales argumentos a favor de unos capitales iniciales bajos —evitar imponer «barreras de entrada» en la industria de los mercados de valores a entidades de pequeña o mediana dimensión—, no parece que sea aplicable en España, puesto que para el volumen de actividad de nuestros mercados de valores puede decirse que existe un excesivo número de empresas de inversión.

6) Será preciso regular algún sistema de protección a los inversores, hoy por hoy inexistente en nuestro país, para lo cual habrá que acogerse a lo que disponga la futura Directiva relativa a los sistemas de garantía de inversiones.

7) Habrá que regular el régimen de las participaciones significativas en las empresas de inversión españolas previsto en la DSI.

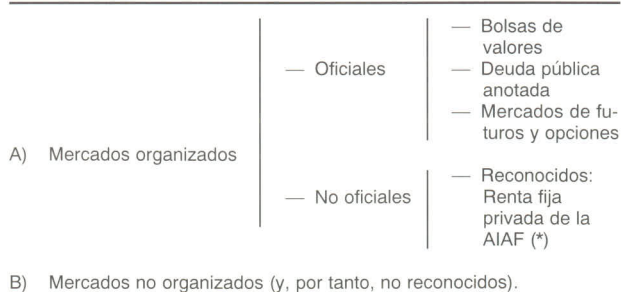
8) Habrá que regular algún mecanismo de separación en relación con el efectivo y los valores confiados por los clientes a las empresas de inversión españolas.

3. Cambios que afectarán a los mercados regulados de valores

Los cambios más relevantes que deberá recoger la nueva normativa en cuanto a los mercados regulados son los siguientes (17):

1) Será preciso adoptar la clasificación de mercados de valores de la DSI, que distingue entre mercados regulados y no regulados, en función de que cumplan o no unos requisitos mínimos (18). En consecuencia, no tendrá sentido mantener la clasificación de mercados vigente hoy en España, en la que se diferencia entre:

ESQUEMA 1 ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES



(*) El mercado de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (AIAF), además del segmento de renta fija, en el que se negocian bonos, obligaciones, pagarés de empresa y valores hipotecarios (entre ellos, los bonos de titulización hipotecaria), incluye un segmento de bonos «matador», esto es, títulos de renta fija, normalmente a largo plazo (entre siete y diez años), denominados en pesetas y emitidos por no residentes.

- Mercados organizados y no organizados.
- Mercados oficiales y no oficiales.
- Mercados reconocidos y no reconocidos.

De este modo, el mercado bursátil, el de deuda pública anotada, el de futuros y opciones (MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable) y el de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (mercado de la AIAF) pasarán a formar parte del concepto de «mercado regulado» que se recogerá en la nueva normativa (se hace notar que la terminología utilizada en el Proyecto de Reforma de la Ley 24/88 para los mercados regulados es la de mercados oficiales, que abarca ahora los cuatro mercados citados).

2) Será preciso liberalizar el acceso a la condición de miembros en los mercados regulados a las empresas de inversión comunitarias y a las entidades de crédito, tanto españolas como comunitarias. En el mercado bursátil, sin embargo, podrá retrasarse la liberalización de la entrada de entidades de crédito hasta el 31 de diciembre de 1999, puesto que la DSI nos permite mantener hasta esa fecha la situación actual (hoy por hoy, la única posibilidad que tienen las entidades de crédito para ejecutar operaciones en bolsa es indirectamente a través de alguna filial especializada: sociedad o agencia de valores y *Bolsa*).

3) Una cuestión polémica es la liberalización del acceso a nuestro mercado «continuo» de negociación bursátil (el Sistema de Interconexión Bursátil —SIB), ya que cabrían dos interpretaciones. Por un lado, si se considera que el SIB es un mero apéndice de las cuatro bolsas, en las que se requiere la presencia física, sí podría obligarse a las empresas de inversión comunitarias a tener que comprar acciones de alguna de las sociedades rectoras de las bolsas y establecerse en España para poder ser miembros del mismo (al igual que se exige a las empresas de inversión españolas). Por

otro lado, si se entiende que el SIB se comporta como un mercado, al no requerir su operativa la presencia física por funcionar electrónicamente, no debería obligarse a las empresas de inversión o entidades de crédito comunitarias que desearan ser miembros a establecer en España una sucursal, pudiendo operar como miembros directamente desde sus países de origen. El Proyecto de Reforma de la Ley de Mercado de Valores probablemente se decantará por la primera alternativa.

4) En aquellos mercados cuya operativa no requiera la presencia física (como el de renta fija privada de la AIAF), deberá permitirse el acceso a la condición de miembro a entidades de crédito y empresas de inversión comunitarias aunque no cuenten con un establecimiento permanente en España, es decir, deberá permitirse el acceso directo mediante terminales de ordenador o comunicación telefónica (19). No obstante, todo miembro, tenga o no establecimiento permanente en nuestro país, deberá cumplir las reglas de funcionamiento establecidas en ambos mercados.

5) No podrá exigirse a los no residentes la concentración de las operaciones en los mercados regulados, ni tampoco a los residentes cuando la operación se realice fuera de España o hayan autorizado explícitamente al intermediario para actuar fuera de tales mercados organizados. Con respecto a esa autorización, en la nueva regulación se tendrá en cuenta lógicamente la naturaleza del inversor, permitiendo unas condiciones de autorización más flexibles para los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros); en cuanto a los inversores individuales, para evitar la tentación de que cualquier empresa de inversión dé contrapartida a una orden con algún activo de su cartera a un precio inferior al de mercado, probablemente se exigirá que, en todo caso, para que un inversor individual residente pueda operar fuera del mercado la operación deberá garantizarle un mejor precio que el fijado en el mercado.

Como consecuencia de esta disposición de la DSI (art. 14.3), será preciso modificar el artículo 36 de la Ley del Mercado de Valores, ya que en él se exige que las operaciones sobre valores negociados en bolsa sean intervenidas obligatoriamente por, al menos, un miembro del mercado, considerándose nulas de pleno derecho en caso contrario (20).

No obstante, aunque en este tipo de «operaciones fuera de mercado» no intervenga ningún miembro del mercado en cuestión, sí que deberá intervenir, bien directamente o bien indirectamente a través de alguna entidad «adherida», el sistema encargado de la liquidación y compensación, puesto que de no hacerlo no se produciría la necesaria modificación de las titularidades de los valores objeto de transmisión. Como se verá en el siguiente epí-

grafe, contar con unos sistemas de compensación y liquidación ágiles y eficientes constituye una condición necesaria —aunque no suficiente— para que no se produzca una deslocalización significativa de nuestros mercados.

Por otra parte, nuestras empresas de inversión también deberán cumplir los requisitos de conservación de datos y declaración de operaciones a las autoridades competentes (21) cuando tales operaciones se realicen sobre instrumentos negociados en algún mercado organizado, independientemente de que dichas operaciones se hayan llevado a cabo fuera o «dentro» de dicho mercado regulado.

6) Los mercados regulados deberán cumplir los requisitos mínimos que impone la DSI, especialmente en materia de transparencia de la información.

IV. CONCLUSION: LA NECESIDAD DE ACTUAR ANTE EL NUEVO ENTORNO

Como puede desprenderse de todo lo expuesto, la DSI va a tener importantísimas implicaciones sobre los mercados de valores comunitarios, y especialmente sobre los mercados bursátiles.

1. Estrategias competitivas de los distintos centros financieros europeos: ¿mantendrá Londres su hegemonía?

Una de las consecuencias de la DSI (incluso antes de su aprobación definitiva) y del imparable proceso de internacionalización y globalización de los mercados, ha sido que varios países europeos han procedido a introducir relevantes modificaciones en sus mercados de valores, con el fin de ser más competitivos en el nuevo entorno; dentro de estos países pueden destacarse, a título de ejemplo, tres actuaciones diferentes:

1) El caso de Alemania que, desde 1992, a través de varios cambios normativos, pretende crear en su territorio un nuevo «centro financiero internacional»; en particular, en enero de 1993, se ha procedido a reagrupar las bolsas alemanas (incluyendo la relativa al mercado de futuros, DTB —Deutsche Terminbörse—) en una única entidad llamada Deutsche Börse AG, con el fin de centralizar la operativa en la plaza de Frankfurt, eliminándose la tradicional segmentación derivada de la falta de integración de las diferentes bolsas regionales.

2) La actuación de la Bolsa de Amsterdam que, con el fin de recuperar la negociación de los valores holandeses en mercados foráneos (especialmente en Londres), ha inaugurado dos nuevos sistemas: el AIDA (Amsterdam Interbroking Trading System) —para cotizar y casar grandes órdenes—, y el

ASSET (Amsterdam Stock Exchange Trading System) —sistema continuo guiado por precios para ejecución inmediata.

3) La estrategia seguida por las bolsas nórdicas (Copenhague, Helsinki, Oslo y Estocolmo), que han procedido a fortalecer su ya tradicional cooperación, extendiéndose ésta a la armonización de los reglamentos bursátiles y al desarrollo de proyectos comunes para la cotización y negociación de valores en tales mercados (sistema «Nordquote»). Por su parte, dos países nórdicos (Finlandia y Suecia) deberán adaptar su normativa a la DSI de cara a su integración en la Unión Europea.

Ante estas estrategias competitivas adoptadas en varios países se ha llegado a poner en tela de juicio si Londres seguirá siendo el centro financiero más importante de la Unión Europea, lugar que ocupa especialmente desde la reforma de su mercado bursátil en 1986 (el conocido *Big Bang* de la Bolsa londinense) (22). En efecto, además de la problemática que plantea la competencia de otros mercados, la Bolsa de Londres (SEAQ, para valores domésticos, y SEAQ International, para valores extranjeros) adolece hoy en día de varios problemas que podrían poner en peligro su primacía en los próximos años. Entre tales problemas destacan:

1. La falta de eficiencia de su «arcaico» sistema de compensación y liquidación, vigente desde principios del siglo pasado; cuestión agravada por el fracaso del proyecto Taurus, un moderno sistema de liquidación y compensación que, tras seis años de estudio, debía haber comenzado a operar en 1993.

2. Los elevados márgenes de los creadores de mercado que configuran su sistema de negociación guiado por precios; esta crítica es, sin embargo, rebatible, en la medida en que los mayores diferenciales (*spreads*) constituyen una «prima natural» derivada de la posibilidad que ofrece el mercado londinense a los inversores para contratar grandes paquetes de acciones (negociación de «bloques»).

3. La falta de transparencia de la negociación, en contraste con los mercados continentales guiados por órdenes.

4. La competencia de los sistemas de contratación electrónica extrabursátiles guiados por órdenes que, al poner en contacto directo a los gestores de fondos, consiguen ofrecer un servicio relativamente barato. Aunque de momento estos sistemas no ofrecen suficiente liquidez, en la medida en que se haga más uso de ellos incrementarán su liquidez, haciéndose cada vez más atractivos, especialmente para la inversión institucional. Esta competencia se plantea de forma más aguda en cuanto al sistema de negociación de acciones domésticas (SEAQ), que no cuenta con un sistema guiado por órdenes; un ejemplo lo constituye *Tradepoint*, un nuevo sistema de negociación electrónico extrabursátil de acciones británicas guiado por órdenes.

5. El hecho de que los inversores institucionales, que ocupan hoy un peso esencial en los mercados de valores, invierten una proporción creciente de sus activos en sus propios mercados domésticos.

No obstante, no está claro que esos problemas vayan a desembocar irreversiblemente en la sustitución de Londres como centro financiero, ya que existen varios argumentos que respaldan el poderío de esta plaza financiera:

En primer lugar, es directamente aplicable la «teoría de los costes hundidos o costes irre recuperables» (*sunk costs*) (23), ya que, desde 1986, a raíz del *Big Bang*, la mayoría de los grandes bancos y empresas de inversión internacionales se establecieron en Londres, asumiendo el desembolso de unos importantes costes «irrecuperables», asociados a la inversión en activos específicos con un valor escaso, o incluso nulo, en otros usos; de este modo, asentarse en cualquier otro centro financiero implicaría asumir de nuevo unos costes irre recuperables, haciendo menos atractiva, e incluso económicamente inviable, esa alternativa.

En segundo lugar, el hecho de que Londres sea uno de los lugares donde se concentran más inversores institucionales (junto con los Estados Unidos y Japón), caracterizados, a su vez, por su elevada propensión a invertir en renta variable y en activos denominados en diferentes divisas (en contraste con los inversores institucionales del resto de países europeos).

En tercer lugar, el buen funcionamiento del sistema de negociación guiado por precios (creadores de mercado), que permite la contratación de grandes bloques de acciones, cuestión esencial para atraer a los inversores institucionales.

En cuarto lugar, el que ya exista un nuevo proyecto de sistema de liquidación y compensación de valores, conocido como «Proyecto Crest», que sustituirá al deficiente sistema actual. Además, como muestra de la preocupación de la Bolsa de Londres en esta materia, en julio de 1994 se ha dado un primer paso para reducir el retraso en los plazos de liquidación del mercado londinense con respecto a las grandes bolsas internacionales; en efecto, se ha conseguido reducir el plazo de liquidación a diez días hábiles, previéndose que en 1995 se logre la liquidación en D+5.

En quinto término, las perspectivas de que a mediados de 1996 sea sustituido el sistema de negociación SEAQ, por otro más moderno, conocido como SEQUENCE.

Por último, la gran tradición histórica con que cuenta Londres como centro financiero internacional, lo que se refuerza con las medidas de «capitalismo popular» emprendidas en el Reino Unido a raíz de las privatizaciones de diversas empresas públicas, incentivando la compra de acciones de las

compañías objeto de privatización por parte de los inversores individuales.

En definitiva, aunque no está claro que el papel de Londres como centro financiero vaya a ser sustituido por alguna otra plaza europea, sí es cierto que en la mayoría de los países comunitarios se están tomando medidas para poder competir en el nuevo entorno derivado del «Mercado Unico de Valores». En nuestro país no debemos quedar al margen de todos estos cambios, siendo necesario reaccionar.

2. Estrategias competitivas de las empresas de inversión y los mercados de valores españoles

A. Factores de competitividad: una aplicación del «Nuevo Paradigma de Competitividad de Porter»

Para analizar las estrategias competitivas de nuestras empresas de inversión y mercados de valores, es preciso partir del análisis de la situación actual, para lo cual puede utilizarse el «Nuevo Paradigma de Competitividad» de Michael Porter. Este autor, que lleva varios decenios estudiando los factores que determinan el grado de competitividad en una economía, ha llegado a varias conclusiones, entre las que destacan tres:

1. La competitividad no se crea en una economía en su conjunto, sino en sectores específicos.
2. La competitividad es un fenómeno dinámico que se deriva de varios factores, especialmente si éstos actúan de modo interrelacionado.
3. La competitividad se suele desarrollar debido a la existencia de varios sectores o industrias que interactúan (los denominados *clusters*).

Porter utiliza un diagrama que permite analizar de forma conjunta los factores de competitividad de un sector industrial. Ese *Diagrama* —conocido como «Diamante de Porter»— consta de cuatro puntos esenciales que determinan la competitividad:

- a) El grado de competencia existente entre las empresas del sector.
- b) Los factores productivos.
- c) Las condiciones de la demanda.
- d) La existencia de sectores o industrias relacionadas.

De esta manera, y dicho en pocas palabras, cuanto más exigentes sean estos factores y mayor interacción exista entre ellos, mayor presión se ejercerá sobre el sector en concreto y tanto más competitivo tenderá éste a ser; veamos:

- Cuanto mayor sea el grado de competencia entre las empresas del sector, más eficientes tendrán que ser éstas para mantenerse en el mercado.

- Los factores productivos pueden actuar de dos modos: si se cuenta con los factores productivos idóneos, se mantiene una ventaja competitiva de cara al resto de competidores (caso de la localización estratégica de Londres, como veremos); sin embargo, si no se cuenta con los factores productivos necesarios, es posible que se supla la tecnología de producción por otra que no utilice esos factores y sea más eficiente (caso de la producción de flores en Holanda; aunque en este país las condiciones climatológicas para producir flores son nefastas, se ha conseguido, a través de un nuevo modo de producción basado en modernos invernaderos, colocar la producción holandesa de flores entre los primeros puestos en el *ranking* mundial).

- La demanda también juega un papel clave, puesto que cuanto más exigente sea, tanto más competitivos deberán ser los oferentes del producto demandado (en el caso de Holanda, por ejemplo, el elevado consumo de flores per cápita ha constituido un importante acicate para la producción local).

- Por último, el que existan sectores interrelacionados también estimula la competitividad, bien porque ofrezcan bienes intermedios a la industria en cuestión, bien porque puedan ofrecer productos sustitutivos.

De este modo, un sector industrial en el que existan muchas empresas compitiendo entre sí, que no cuente con todos los factores productivos idóneos, y que se enfrente a una demanda relativamente sofisticada y a la competencia de industrias con él interrelacionadas, tendrá muchas probabilidades de ser competitivo, tanto a nivel nacional como a nivel internacional.

Aplicando este «Diagrama» o «Diamante» a nuestro mercado de valores podemos analizar sus factores de competitividad (gráfico 1):

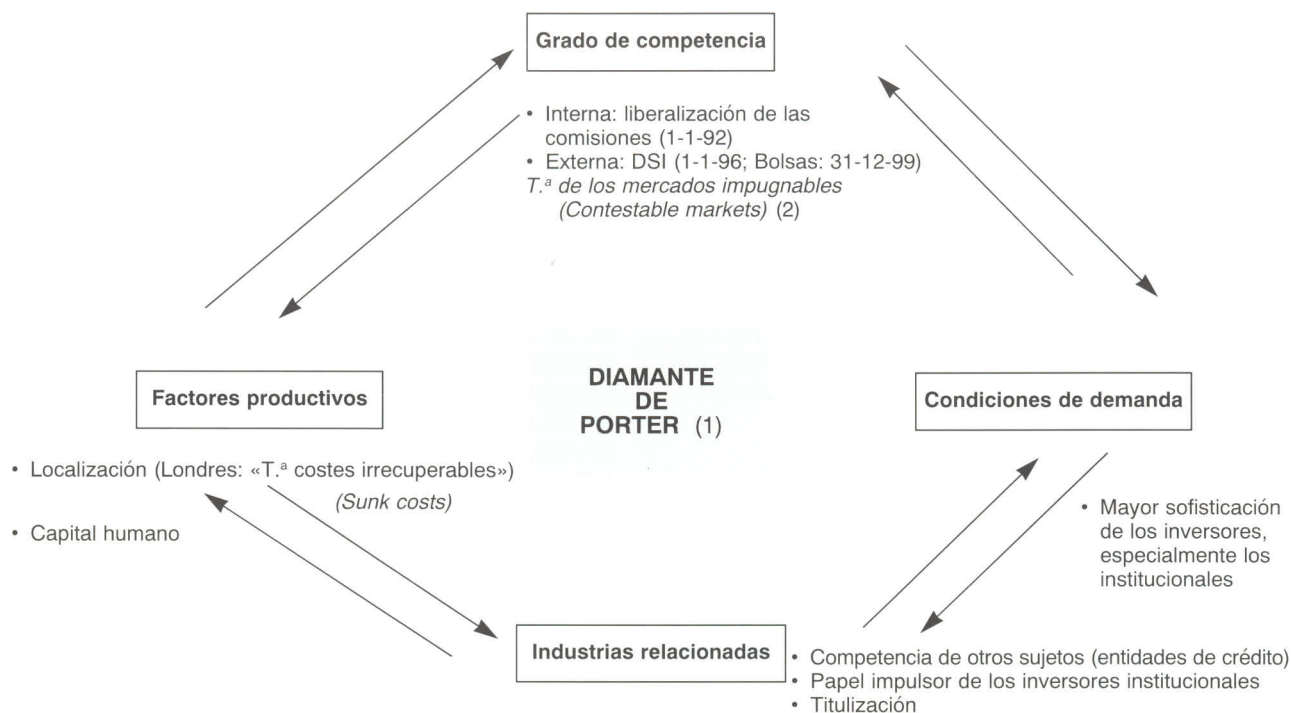
a) Grado de competencia

Este aspecto es preciso desdoblarlo en su perspectiva interna y externa.

Desde el punto de vista interno, puede decirse que la liberalización de las comisiones aplicadas por las sociedades y agencias de valores en enero de 1992, ha constituido un acicate esencial para la competencia interna entre las entidades que componen el sector.

Desde el punto de vista externo, la entrada en vigor de la DSI en enero de 1996, aplazada a enero del año 2000 en lo que concierne al acceso directo de las entidades de crédito al mercado bursátil, constituye un factor clave de competitividad. No hace falta, sin embargo, esperar a esas fechas para que se produzcan efectos competitivos: basta con aplicar la teoría de los «mercados impugnables» (*contestable markets*) (24) para comprenderlo; en

GRAFICO 1
FACTORES DE COMPETITIVIDAD DE NUESTRO MERCADO DE VALORES
 Una aplicación del paradigma de competitividad de M. Porter



(1) Diamante o diagrama de competitividad de Porter:

- La competitividad se crea en sectores particulares, no en la economía.
- La competitividad depende de varios factores interrelacionados (dinámico).
- La competitividad se desarrolla en sectores interrelacionados (clusters).

(2) T.^a de los mercados impugnables

- En un mercado competitivo que se abre a nuevas empresas (es decir, con libre entrada), la entrada potencial, y no sólo la entrada efectiva, de nuevas empresas (incluso sin presencia física) en la industria, más eficientes y con menos costes que las ya establecidas, es una condición suficiente para que los beneficios del sector se mantengan bajos por un período largo de tiempo, lo que exige la adopción de estrategias a las ya establecidas.

efecto, según esta teoría, en un mercado competitivo que se abre a nuevas empresas (las foráneas y las entidades de crédito, en este caso), la entrada *potencial*, y no sólo la entrada efectiva, de empresas más eficientes y con menos costes de estructura que las ya establecidas (factor que se agrava en el caso de entrada sin presencia física en los mercados de contratación electrónica), es una condición suficiente para que los beneficios del sector se mantengan bajos por un período largo de tiempo, lo que exige alguna reacción competitiva de las empresas ya establecidas, esto es, nuestras sociedades y agencias de valores.

b) Factores productivos: localización estratégica

En lo que respecta a este segundo elemento es necesario considerar la importancia de Londres co-

mo centro financiero europeo e internacional. Si se pretende atraer negocio a nuestro mercado de valores, en el sentido de que se constituyan nuevas entidades que, aparte de operar en los mercados de valores españoles, generen cierto valor añadido en términos de empleo e inversión productiva en España, es preciso tener presente que ya existe en Londres una base financiera primordial que ejerce una fuerza atractiva esencial, como se ha visto en el epígrafe anterior. Es, pues, preciso tener en cuenta de nuevo la «teoría de los costes irre recuperables» (*sunk costs*), puesto que para cambiar de centro de negocios, los operadores asentados en la *City* londinense tendrían que dar por perdidos (total o parcialmente) los desembolsos que hicieron, especialmente a raíz del *Big Bang*, en activos específicos (tanto materiales como humanos) para operar desde ese centro. En definitiva, el mercado de valores español, al igual que los demás mercados de valores comunitarios, está en una clara desventaja

competitiva con respecto a Londres, ya que para atraer a nuestro territorio a los operadores asentados en ese centro sería necesario ofrecerles un negocio lo suficientemente rentable como para, cuanto menos, compensar los mencionados costes irrecuperables. Además, si se tiene en cuenta que la DSI permite la operativa sin sucursal en los mercados electrónicos (cuya operativa no requiere la presencia física), la cuestión se ve agravada, ya que los operadores asentados en Londres podrían operar en los mercados electrónicos españoles directamente desde allí, a través de pantallas de ordenador y conexión telefónica.

En todo caso, para atraer negocio a nuestros mercados de valores, con o sin presencia física en España, es necesario contar con unos mecanismos de negociación, compensación y liquidación eficientes, cuestión en la que, desde el proceso de modernización y reforma de nuestro mercado de valores, acometido tras la aprobación de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, no se ha dejado de trabajar.

c) Condiciones de la demanda

Este tercer elemento también ha generado presiones en el sector, puesto que los inversores particulares son cada vez más sofisticados y los inversores institucionales desempeñan un papel creciente y esencial en los mercados de valores españoles desde principios de los años noventa.

d) Industrias relacionadas

También este último elemento ejerce una importante presión sobre el sector.

Por una parte, la competencia de las entidades de crédito en la medida que, entre sus actividades permitidas, se incluye la prestación de servicios de inversión. La única operativa que les está limitada, al menos hasta enero del año 2000 (fecha límite que establece la Directiva para eliminar esta restricción), es la ejecución de operaciones en Bolsa.

Por otra parte, el papel cada vez más significativo de los inversores institucionales (fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones) en nuestro mercado de valores, que supone un claro estímulo para su desarrollo; se puede hablar incluso de una relación «biunívoca», ya que el crecimiento de la inversión institucional incentiva el desarrollo y modernización del mercado de valores, hecho que, a su vez, estimula la inversión institucional.

De cara al futuro, el desarrollo del proceso de titulación de activos, por el que se emiten valores negociables respaldados por determinados préstamos o derechos de crédito (en principio no negociables), también constituirá un importante acicate de competitividad de nuestros mercados de valores, en la medida que éstos tendrán que competir para atraer la negociación de los «bonos de titulación» emitidos.

Por último, es fácil comprobar cómo interactúan los cuatro elementos del «Diagrama de Porter»; pues bien, las exigencias de la demanda (especialmente la institucional) ejercen una importante presión sobre las empresas del sector, que compiten no sólo en precios (comisiones), sino en calidad del servicio, aspecto al que se une la presión competitiva de las industrias relacionadas (entidades de crédito e inversores institucionales). Además, la necesidad de competir con otros centros financieros, con una mejor dotación de factores productivos (en el caso de Londres: la localización) incide enormemente sobre la estructura y funcionamiento de nuestros mercados, no debiéndose dejar de actuar en cuestiones de eficiencia operativa (negociación, compensación y liquidación).

En definitiva, con sus más y sus menos, aplicando el «Diagrama de Porter», puede decirse que nuestro mercado de valores reúne los factores esenciales para constituir un sector competitivo en el horizonte del Mercado Unico de Valores, si bien se requiere una estrategia activa por parte tanto de nuestras empresas de inversión como de los mercados en sí.

B. Estrategias competitivas de nuestras empresas de inversión (sociedades y agencias de valores)

En lo que respecta a las empresas de inversión españolas, podrían destacarse cuatro estrategias esenciales:

a) Prioridad al objetivo de eficiencia operativa

Para poder hacer frente a los nuevos competidores, es preciso que nuestras entidades operen de forma eficiente, para lo cual deberán:

— Controlar estrictamente los gastos de explotación.

— Buscar economías de escala (alcanzando la dimensión óptima, lo que en algún caso puede aconsejar la fusión entre entidades).

— Buscar economías de alcance (prestando la adecuada gama de servicios cuya producción se obtenga a partir de costes complementarios).

— Adaptarse rápidamente a las innovaciones tecnológicas.

b) Búsqueda de una dimensión europea

Dado que los mercados regulados comunitarios tienen que liberalizar su acceso, las grandes empresas de inversión españolas podrían participar en ese negocio haciéndose miembros; así podrían compensar la posible pérdida de cuota de mercado

doméstico que probablemente se derivará de la apertura de nuestros mercados a nuevos miembros.

Asimismo, teniendo presente el proceso de globalización e internacionalización de la inversión, el logro de una dimensión europea, a través de acuerdos de colaboración o intercambios accionariales con entidades foráneas, constituiría una estrategia acertada.

c) Aprovechamiento del proceso de desintermediación bancaria

Algunas de nuestras empresas de inversión están aprovechando el proceso de desintermediación bancaria. Un ejemplo se encuentra en el desarrollo de la inversión colectiva —manifestación de dicho proceso—; en efecto, algunas sociedades y agencias de valores participan en el desarrollo de la inversión colectiva en dos sentidos: por un lado, comprando acciones de sociedades gestoras de fondos de inversión y, por otro, prestando los servicios que tales fondos requieren (v.g., colocación de participaciones).

Este tipo de estrategia es también importante en lo que concierne a la titulación de activos, articulada en España a través de los fondos de titulación —encargados de la emisión de los valores respaldados por préstamos o derechos de crédito—, y las sociedades gestoras de fondos de titulación —que se ocupan de la gestión de tales fondos. Aunque este fenómeno es aún poco importante en nuestro país (con la excepción de la titulación de préstamos hipotecarios), teniendo en cuenta sus indudables ventajas, es muy probable que alcance un significativo desarrollo a medio y largo plazo.

d) Concesión de una mayor importancia a la «diferenciación de producto»

Ante la entrada de nuevos competidores y las mayores exigencias de la demanda —especialmente la institucional—, las empresas de inversión tendrán que prestar una atención creciente a la calidad de los servicios prestados, así como al *marketing* de los productos y servicios que ofrecen.

C. Estrategias competitivas de nuestros mercados de valores

En lo que respecta a nuestros mercados, pueden también destacarse varias estrategias, algunas de las cuales ya se están llevando a cabo.

a) Búsqueda de una dimensión europea

Dada la mayor competencia que se avecina entre los mercados de valores comunitarios, una de las

posibles estrategias es mantener acuerdos de colaboración con posibles competidores, alcanzando así los distintos mercados domésticos una dimensión europea. Esta es la estrategia que ha adoptado nuestro mercado de futuros y opciones (MEFF), que pretende colaborar con los mercados de futuros y opciones francés (MATIF) y alemán (DTB).

b) Especialización en segmentos concretos de mercado

Ante la gran competencia existente en el ámbito de la negociación de las acciones más importantes (los *bluechips*), los mercados regionales deberán especializarse en segmentos concretos de mercado, como, por ejemplo, el fortalecimiento de los segundos mercados para valores emitidos por pequeñas y medianas empresas.

Este tipo de estrategias ya se aprecia en España; en particular, en la Bolsa de Bilbao, en lo que atañe a la negociación de valores de PYMES, y en la Comunidad Valenciana, en cuanto a la puesta en marcha del primer mercado de futuros y opciones sobre cítricos (frescos) existente en el mundo.

c) Aprovechamiento del proceso de desintermediación bancaria

Como consecuencia del desarrollo y modernización de los mercados de valores y el crecimiento de la inversión institucional, se ha acelerado el proceso de desintermediación bancaria, de modo que empresas que antes sólo podían financiarse mediante préstamos bancarios ahora pueden recurrir al mercado de capitales. De esta manera, ante la mayor competencia, los mercados de valores tendrán que tratar de ser atractivos para captar todo el negocio derivado de la desintermediación bancaria, tanto por el lado de los oferentes de fondos —la inversión institucional, con un peso cada vez mayor en las economías— como por el lado de los demandantes: los emisores.

Asimismo, de cara al futuro, será importante satisfacer las necesidades de unos nuevos emisores —los fondos de titulación— que, con el respaldo de activos en principio no negociables, emiten valores negociables (bonos de titulación); aunque en la actualidad sólo se emiten en España bonos de titulación hipotecaria, respaldados en última instancia por préstamos hipotecarios, es muy probable que, con la nueva regulación sobre titulación de activos y debido a las ventajas que ésta presenta, la titulación de otro tipo de préstamos o derechos de crédito alcance un importante desarrollo a medio plazo.

d) Prioridad al objetivo de eficiencia operativa

También de cara a la mayor competencia entre mercados será preciso incidir en la eficiencia operativa.

Por una parte, habrá que conseguir una negociación flexible que satisfaga la contratación de grandes volúmenes («bloques») por parte de los inversores institucionales, cuyo peso en los mercados de valores es cada vez más decisivo. Esta cuestión es importante de cara a afrontar la competencia del sistema londinense —el SEAQ International— que, al estar guiado por precios (es decir, por compromisos de compra y venta de grandes bloques por parte de los creadores de mercado), ejerce una importante fuerza «centrípeta».

Por otra parte, habrá que seguir trabajando en la eficiencia y rapidez de nuestros sistemas de compensación y liquidación, ya que, aunque hoy por hoy tales sistemas sean bastante más competitivos que el de la Bolsa de Londres, casi todos los mercados de valores —incluido, por supuesto, el londinense— están tratando de mejorar sus propios sistemas de compensación y liquidación; entre otros objetivos, para lograr la liquidación en D+3.

Esta cuestión resulta esencial de cara al futuro, ya que, como consecuencia de la DSI, los no residentes podrán realizar operaciones fuera de mercado sobre valores negociados en cualquiera de los mercados regulados españoles y, si no se cuenta en nuestro país con un eficiente sistema de compensación y liquidación, podría ocurrir que tanto la negociación como la liquidación y compensación de los valores españoles se desplazase hacia otros centros financieros más competitivos.

3. Conclusión

Así pues, la conclusión más relevante del presente artículo es que la DSI, en un contexto de creciente internacionalización y globalización de los mercados (como muestra, por ejemplo, el «Proyecto Eurolist», por el que aquellas empresas que cumplan determinados requisitos podrán estar cotizadas simultáneamente en varias bolsas comunitarias), va a introducir un nuevo e importantísimo reto para nuestro mercado de valores, lo que exige un gran esfuerzo, tanto de los sujetos del mercado como de los mercados en sí y sus sistemas de compensación y liquidación.

En efecto, los sujetos del mercado deberán actuar para hacer frente a la competencia de nuevas empresas (incluidas las entidades de crédito, que podrán acceder directamente al mercado bursátil); los mercados «regulados», a su vez, tendrán que seguir trabajando en cuestiones de eficiencia operativa e internacionalización, con el fin de evitar un posible incremento de la deslocalización de la

negociación, compensación y liquidación de los valores emitidos por empresas españolas hacia otras plazas.

Asimismo, es preciso tener presente que ese reto se verá acentuado cuando sea una realidad la moneda única en la Unión Europea, ya que, al eliminarse el riesgo de cambio, la inversión en los valores comunitarios ya no dependerá, entre otros factores, de los diferenciales de tipos de interés o de las expectativas de tipos de cambio de las monedas de cada estado miembro, sino de la eficiencia con la que ese valor se negocie, compense y liquide en los mercados en los que esté admitido a cotización.

NOTAS

(*) Agradezco los valiosos comentarios de Gloria Hernández, Gregorio Arranz, Rafael Mínguez y Jaime García. La responsabilidad del artículo es exclusiva del autor.

(1) La precursora de estas disposiciones es la Directiva 85/611/CEE, por la que se armonizan algunas figuras de inversión colectiva, ya que en ella se regula por primera vez el principio del reconocimiento mutuo en la esfera financiera, permitiendo la libre comercialización en el territorio comunitario de las participaciones de aquellas instituciones de inversión colectiva que sean autorizadas y operen conforme a lo dispuesto en la misma.

(2) Aparte de estas directivas es preciso hacer mención de:

1) La Recomendación de 1977 de la Comisión relativa al Código de Conducta Europeo para las transacciones sobre valores negociables (Recomendación 77/534/CEE), que contiene un conjunto de principios éticos de general aceptación necesarios para asegurar la protección de los inversores.

2) La Propuesta de Directiva sobre OPAS, que regula los requisitos mínimos de las ofertas públicas de adquisición de acciones en el seno de la Unión Europea.

3) La Propuesta de Directiva sobre Garantía de Inversiones, que obliga a los estados miembros a establecer mecanismos de protección del efectivo y los valores entregados por los clientes a las empresas de inversión. En particular, tales mecanismos, en los que no se permiten aportaciones públicas, deben cubrir al menos 20.000 ECUS por inversor. Se protege así, mínimamente, a los clientes respecto a dos tipos de riesgos relativos a la empresa de inversión a la que hayan confiado su dinero o sus valores: el de fraude (por ejemplo, que se realice un depósito fraudulento y el dinero del cliente se emplee en fines diferentes) y el de quiebra o suspensión de pagos mientras que el efectivo entregado por el cliente no se haya materializado en la titularidad de una inversión (cuando la inversión se ha registrado y consta la titularidad a favor del cliente la quiebra o suspensión de pagos ya no le afectará, pues existe derecho de separación a su favor).

(3) El contenido esencial de las demás directivas aprobadas en el ámbito de los mercados de valores puede consultarse en el artículo «El Mercado Único de Valores: especial referencia a la Directiva sobre Servicios de Inversión y a la Directiva sobre Adecuación de Capital. Algunas implicaciones para España», publicado en la revista *Noticias de la Unión Europea*, núm. 17, de octubre de 1994.

(4) Esencialmente, el Reino Unido.

(5) Se dice que el mercado de un título es líquido cuando un

cliente que desee comprar puede encontrar vendedor al precio de demanda más bajo y un cliente que desee vender puede encontrar comprador al precio de oferta más alto, siendo la diferencia entre el precio de demanda más bajo (precio de venta para el creador de mercado) y el de oferta más alto (precio de compra para el creador de mercado) relativamente pequeña.

Asimismo, se dice que un mercado es profundo si una cantidad significativa del valor puede ser comprada (vendida) a un precio cercano al precio de demanda más bajo (precio de oferta más alto). La profundidad es una medida de la sensibilidad de las cotizaciones respecto al tamaño de las operaciones, de modo que cuanto más profundo sea un mercado, menor será la variación de las cotizaciones con respecto a la magnitud de las transacciones.

(6) Estas exigencias de información son:

1) Al final de cada hora de funcionamiento del mercado, debe publicarse el precio medio ponderado y el volumen negociado con respecto al período de seis horas de negociación que haya finalizado dos horas antes.

2) Cada veinte minutos, durante las horas de negociación, debe publicarse el precio medio ponderado y los precios máximo y mínimo —pero no el volumen—, con respecto al período de negociación de dos horas que finalizó una hora antes.

(7) Para operaciones sobre obligaciones o instrumentos similares las autoridades competentes podrán aplicar disposiciones más flexibles, principalmente por lo que respecta a los plazos de publicación.

(8) Esta cuestión ha sido importante en relación al mercado de eurobonos, puesto que algunos países pretendían que las operaciones sobre eurobonos se realizasen a través de mercados organizados. En la versión final de la DSI la concentración sólo es aplicable sobre los instrumentos negociados en algún mercado regulado del estado miembro en cuestión, de modo que aquellos países de la UE en los que no se negocien eurobonos no podrán exigir el requisito de la concentración. Asimismo, como la mayoría de las emisiones de eurobonos se negocian en el Reino Unido (Londres) y Luxemburgo, países que, en principio, no van a invocar la provisión de la concentración, no se espera que la DSI distorsione el funcionamiento de este mercado.

(9) Especialmente, Alemania, para mantener los derechos de su tradicional banca «universal».

(10) En España, a través de las sociedades o agencias de valores y *Bolsa*.

(11) Los *instrumentos* que contempla la Sección B del Anexo de la DSI son:

1. Los valores negociables, incluidas las participaciones en instituciones de inversión colectiva.
2. Los instrumentos del mercado monetario.
3. Los contratos financieros a plazo (FRAS..., etc.).
4. Los futuros y opciones.
5. Los contratos de permuta financiera (*swaps*) sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones o índices bursátiles (*equity swaps*).

(12) Aunque tanto la sucursal como la filial deben cumplir las normas del mercado regulado en el que actúen, existen diferencias sustantivas:

1) Mientras que la sucursal no tiene personalidad jurídica propia, la filial sí que la tiene.

2) La sucursal pertenece al ámbito de la supervisión prudencial del país de origen y la filial al del país de acogida (salvo en lo relativo a la supervisión en base consolidada, ya que la filial formaría parte del grupo consolidable de entidades de crédito supervisado por las autoridades del país de origen).

(13) Esta disposición es matizable para empresas de inver-

sión que hayan sido declaradas en quiebra o estén en proceso de liquidación.

(14) Recuérdese que si una empresa de inversión está autorizada en un país miembro para realizar algún servicio auxiliar (regulados en la Sección C del Anexo de la DSI), pero no para realizar ninguno de los servicios de inversión propiamente dichos (contemplados en la Sección A del Anexo de la DSI), dicha entidad no gozará de «pasaporte» comunitario.

(15) Recuérdese que en el Anexo de la DSI se especifican expresamente las actividades que deben considerarse servicios de inversión (Sección A) y aquellas que deben considerarse servicios auxiliares (Sección C).

(16) En concreto, en esta Directiva se fijan tres capitales iniciales mínimos, en función de las actividades que puedan o no realizarse:

a) A las empresas de inversión no autorizadas a tener en depósito fondos o valores mobiliarios de sus clientes, ni a operar por cuenta propia, ni a asegurar emisiones, se les exige 50.000 ecus (en torno a 8 millones de pesetas).

b) A las empresas de inversión que puedan mantener fondos o valores de sus clientes, gestionar carteras individuales, y recibir y transmitir órdenes por cuenta de los mismos, pero que no puedan ni realizar operaciones por cuenta propia ni asegurar emisiones, se les exige 125.000 ecus (en torno a 19 millones de pesetas). Entre éstas estarían incluidas las agencias de valores, a las que se les exige en la actualidad un capital inicial mínimo de 150 millones de pesetas.

c) Al resto de empresas de inversión, se les exige 730.000 ecus (en torno a 112 millones de pesetas). En este ámbito se incluirían las sociedades de valores, que en la actualidad deben contar con un capital inicial mínimo de 750 millones de pesetas.

(17) Es preciso aclarar que la DSI sólo se refiere a los mercados *de valores*, es decir, no afecta a otros mercados que también pueden estar organizados, como los interbancarios. No será, por tanto, preciso introducir ningún cambio en los mercados interbancarios españoles:

— El mercado interbancario de depósitos.

— El mercado interbancario de Certificados del Banco de España.

(18) En el apartado II.5 de este artículo está plasmada la definición de mercado regulado que introduce la DSI.

(19) Hay que distinguir el acceso a la negociación del acceso a los sistemas de liquidación y compensación, pues puede ocurrir que, aunque la negociación no requiera la presencia física, la liquidación y compensación sí, de modo que para acceder a la condición de miembro «liquidador» sea preciso contar con un establecimiento permanente en España.

(20) También será necesario modificar el RD 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, ya que desarrolla dicho artículo.

(21) Según la DSI (art. 20.1), la declaración a las autoridades competentes sólo será necesaria cuando las operaciones se refieran a:

— Acciones u otros instrumentos que den acceso al capital.

— Obligaciones u otros instrumentos equivalentes a obligaciones.

— Contratos a plazo normalizados referentes a acciones.

— Opciones normalizadas referentes a acciones.

Por otra parte, el artículo 20.3 de la DSI permite que las empresas de inversión lleven a cabo la declaración de operaciones a las autoridades competentes a través de los mercados regulados, es decir, que las empresas envíen la información al mercado y éste, a su vez, se la comunique a las autoridades supervisoras.

(22) En octubre de 1986 se produjo lo que se ha conocido como el «Big Bang londinense», reforma que supuso, entre otras cuestiones, la libre entrada de bancos y entidades extranjeras a la Bolsa de Londres, hecho que vino a añadirse a la adopción, en 1985, de un sistema de negociación electrónico (pantallas y teléfono) para acciones foráneas, conocido como SEAQ International, basado en la actuación de creadores de mercado (es decir, guiado por precios: *quote-driven system*).

(23) Los costes «hundidos» se derivan de la inversión en activos específicos con un valor pequeño o inexistente en otros usos. No deben confundirse con los costes fijos de la teoría neoclásica tradicional, puesto que los costes fijos son aquellos que no dependen del nivel de producto.

(24) Esta teoría se debe al economista americano William J. BAUMOL.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ABELLA SANTAMARÍA, Jaime (1994), «La Directiva relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los Valores negociables y la Ley del Mercado de Valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año XIII, enero-marzo.

AMIHUD, Yakov, y MENDELSON, Haim, *How (not) to integrate the European Capital Markets*.

ANDRÉS MALDONADO, Víctor (1991), «España ante la creación del Área Financiera Europea», *Revista ICE*, núm. 690, febrero.

APARICIO, Luis (1992), «Los mercados se preparan para competir», *Diario Cinco Días*, 25 de abril.

— (1992), «La duda de la viabilidad pende sobre las bolsas», *Diario Cinco Días*, 11 de julio.

BLANCO ALVAREZ, Cristóbal (1994), «Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los Valores negociables», *Actualidad Mercado Financiero*, núm. 2, febrero.

BOLSA DE MADRID (1993), «El “Big Bang” italiano», núm. 7, enero.

— (1993), «La unificación de las bolsas alemanas», núm. 7, enero.

— (1993), «La Bolsa de Amsterdam, presente, pasado y futuro», número 12, junio.

— (1993), «Hacia la unidad del Mercado Financiero en Europa», número 16, noviembre.

— (1993), «Las bolsas nórdicas estrechan su cooperación», número 16, noviembre.

— (1993), «La batalla por el control de los mercados de acciones», núm. 17, diciembre.

— (1994), «Bolsas alemanas: consolidación del modelo», núm. 21, abril.

COHEN, Norma (1993), «Surrounded by the hungry pack», *Financial Times*, 18 de octubre.

CÓRDOBA, Miguel (1991), «Mercados de renta fija: una asignatura pendiente», *Papeles de Economía Española*, núm. 49.

CHERNOFF, Joel (1992), «London, Continental Exchanges Square off», *Pensions & Investments*, 14 de septiembre.

DALE, Richard (1990), «The EEC's approach to capital adequacy for investment firms», *The Journal of International Securities Markets*.

DYER, Geoff (1993), «Make money not gimmicks», *Euromoney*, julio.

Euromoney (1993), «Global perspective client focus», julio.

— (1993), «Mees Pierson a European Merchant Bank», julio.

Financial Regulation Report (1993), «London stock exchange recommends closure of the unlisted securities market», enero.

FORBES, William P. (1993), «The integration of European Stock Markets: the case of the banks», *Journal of Business Finance Accounting*, abril.

GARCÍA-VAQUERO, Víctor (1993), «Los Mercados de Valores españoles ante el espacio financiero común. Evolución reciente y perspectivas», *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre.

GUTIÉRREZ JUNQUERA, Fernando (1993), «El Sistema Financiero y la integración europea», *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, número 43.

IWASAKI, Akira (1993), «Blueprint for Financial System reforms finalized», *Financial Regulation Report* (Japón), enero.

LARGO GIL, Rita (1994), «Crónica sobre la Banca y el Mercado de Valores en la Comunidad Económica Europea (1991-1993)», *Noticias de la Unión Europea*.

LECEA FLORES DE LEMUS, Antonio (1991), «Los sectores de la Banca y del Seguro españoles ante el Mercado Unico», *Revista ICE*, núm. 690, febrero.

LEE, Peter (1993), «The Fight to gain control of World Equities», *Euromoney*, julio.

LÓPEZ PASCUAL, Joaquín (1994), «Evolución del Mercado de “Bonos Matador”», *Actualidad Financiera*, núm. 48, 27 de diciembre de 1993 a 2 de enero.

MAROTO ACÍN, Juan Antonio (1994), «Estrategias competitivas de las entidades financieras ante el Mercado Unico y la Unión Monetaria», *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, núm. 45.

MARTÍN FERNÁNDEZ, Miguel (1993), «El sector financiero y el Mercado Unico Europeo», *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, núm. 43.

MARTÍN ALBALADEJO, Teresa, y MUÑOZ, Luis (1994), «La inversión extranjera en sociedades cotizadas». [Un avance de los flujos de inversión durante 1993 (enero a septiembre)], *Revista ICE*, número 2.399, del 31 de enero al 6 de febrero.

MARTÍNEZ ARÉVALO, Luis (1993), «La europeización del Mercado de Valores de Londres», *Revista ICE*, núm. 2.385, del 4 al 10 de octubre.

MENDELSON, Morris y PEAKE, Junios W. (1991), «Securities trading systems (1): the Myth of Quote-Driven Superiority», *The Journal of International Securities Markets*.

ORTEGA, Raimundo (1992), «Mercado Bursátil Europeo: entre la competencia y la colaboración», *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 37.

— (1993), «Los intermediarios bursátiles, situación actual y problemas futuros», *Papeles de Economía Española*, núm. 54.

PARKER, Stephen (1991), «Securities: Will London become the single market?», *EIU European Trends*, núm. 3.

PARRY, John (1994), «Spanish Matadors have a fight on their hands», *Euromoney*, enero.

PRADO LORENZO, José Manuel, y MARTÍNEZ ARIAS, Antonio (1993), «Información financiera y Mercado de Valores», *Actualidad Financiera*, núm. 44, del 29 de noviembre al 5 de diciembre.

RODRÍGUEZ DE CASTRO, Gonzalo (1991), «Hacia un Mercado Común Europeo de Valores», *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 34.

ROSS, Stanley (1990), «Market-Making - A price too far», *The Journal of International Securities Markets*.

SCOTT-QUINN, Brian (1992), «Networks and the changing structure of the European Securities Industry», *The Journal of International Securities Markets*.

SHORE, Graham, «Trading, liquidity and the future of London as an Equities Centre».

The Economist (1994), «The London Stock Exchange's Race against time (Europe's biggest stock exchange must pedal harder to stay ahead of its rivals)», abril.

— (1993), «Too many trading places», 19 de junio.

TONKS, Ian, y WEBB, David, *The reorganisation of the London stock market: the causes and consequences of «Big-Bang»*, London School of Economics.

WALMSLEY, Tom (1990), «Ise chairman advocates single european market», *Financial Regulation Report*, abril.

WALTER, Ingo, «European Financial integration and its implications for the United States».

WATERS, Richard (1993), «Survival through a part-exchange», *Financial Times*, 22 de abril.

— (1994), «The price of a share in the cake», *Financial Times*, 31 de enero.

WUNSCH, R. Steven (1991), «Securities trading systems (2): the myths of continuous central markets», *The Journal of International Securities Markets*.