

IMPLICACIONES DEL MERCADO UNICO DE VALORES SOBRE LOS DISTINTOS MERCADOS ESPAÑOLES. UNA VISION INSTITUCIONAL

Gregorio Arranz Pumar

I. INTRODUCCION

En este trabajo me propongo hacer un examen sobre cómo las previsiones de la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93/22/CE, del 10 de mayo de 1993, en adelante DSI) que tratan de los mercados regulados van a afectar a la regulación española de los distintos mercados secundarios de valores. Mi exposición va a caracterizarse por las siguientes dos notas:

a) Pretendo hacer un análisis más bien de tipo general, pues entiendo que un estudio detallado de las implicaciones de la DSI para cada uno de los mercados españoles es objeto de otros trabajos.

b) Sigo un enfoque institucional, tratando de analizar cómo las principales soluciones que adopta la DSI van a obligar a modificar el marco jurídico regulador que la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988, de 28 de julio, en adelante LMV) y sus normas de desarrollo han diseñado para nuestros mercados.

De acuerdo con el método expuesto examinaré las siguientes cuestiones:

- a) Concepto de mercado regulado.
- b) Acceso a los mercados regulados.
- c) Exigencia de realizar las operaciones dentro de un mercado regulado.
- d) Reglas sobre conservación de datos, información a las autoridades y publicidad de las operaciones.

II. CONCEPTO DE MERCADO REGULADO

Habitualmente se afirma que la DSI no ha pretendido armonizar las reglas de funcionamiento de los distintos mercados existentes en la Unión Europea, a diferencia de la solución adoptada en cuanto al régimen de las empresas de inversión. La afirmación es cierta sólo si se relativiza. En efecto, la DSI (y desde otra perspectiva también la Directiva

de Adecuación de Capital; Directiva 93/6/CE) ponen el énfasis en establecer una regulación básica uniforme de las empresas de inversión que las permita, a través de lo que se conoce como el pasaporte comunitario para los servicios de inversión (1), operar en el conjunto de la Unión. Pero es evidente que dichos servicios se prestan fundamentalmente en los mercados organizados. Por ello, la Directiva no sólo consagra en su artículo 14 las libertades de establecimiento y de prestación de servicios para las empresas de inversión (2), sino que también contiene una previsión en su artículo 15, que luego examinaremos con detalle, donde se contiene un derecho mucho más específico a favor de las empresas de inversión (3) a «tener acceso o ser miembros» de los distintos mercados regulados.

Ahora bien, el derecho reconocido a participar en los mercados regulados podría ser fácilmente burlado por los Estados miembros si se dejara a éstos la facultad de establecer, de forma totalmente discrecional, en qué consisten éstos (4). De ahí que la DSI contenga unas mínimas normas armonizadoras que tratan de la definición y funcionamiento de los mercados regulados que vamos a estudiar a continuación.

Se trata, pues, de una armonización muy reducida y, como acabamos de ver, con una finalidad claramente instrumental. Salvando lo dicho, es totalmente cierto que la Directiva no persigue establecer unas reglas armonizadas sobre la estructura (5) y el funcionamiento de los mercados organizados, tarea por otro lado innecesaria, y quizá utópica si tenemos en cuenta las muy diferentes formas que revisten los mercados, incluso dentro de cada país (6).

El análisis de las reglas mínimas aplicables a estos mercados regulados debe comenzar con la definición de los mismos.

Según el número 13 del artículo 1 «a efectos de la presente Directiva se entiende por mercado regulado el mercado de instrumentos financieros contemplados en la sección B del Anexo (7),

— incluido en la lista contemplada en el artículo 16 por el Estado miembro que sea el Estado

miembro de origen a efectos de la letra c) del punto 6 del artículo 1;

— de funcionamiento regular;

— caracterizado por el hecho de que las disposiciones establecidas o aprobadas por las autoridades competentes definen las condiciones de funcionamiento del mercado y de acceso al mercado, así como, cuando sea de aplicación la Directiva 79/279 CEE, las condiciones de admisión a la negociación fijadas por dicha Directiva, y cuando ésta no es aplicable, las que debe cumplir un instrumento financiero para poder ser efectivamente negociado en el mercado;

— que imponga el cumplimiento de todas las obligaciones de declaración y de transparencia establecidas con arreglo a los artículos 20 y 21».

Dado el carácter genérico de los requisitos citados entiendo que todos los mercados que, según la LMV (art. 31) y sus normas de desarrollo, tienen la consideración de mercados secundarios oficiales, esto es, las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, y los dos mercados de futuros y opciones autorizados (8) pueden cumplir los mismos y ser considerados como mercados regulados. Incluso el Mercado de Renta Fija de la AIAF, reconocido mediante una Orden del Ministerio de Economía y Hacienda del 1 de agosto de 1991 como organizado, pero no oficial entraría, a mi juicio, dentro de los términos amplísimos de la definición.

En efecto, todos los mercados citados cumplen los siguientes requisitos:

a) En ellos se negocian valores y otros instrumentos financieros de los contemplados en la Sección B del Anexo de la Directiva.

b) Funcionan de forma regular.

c) Existen unas reglas, incorporadas a normas de diferente rango (Bolsas de Valores, Mercado de Deuda Pública) u objeto de aprobación administrativa (Reglamento del Mercado-mercado de derivados y mercado AIAF) que definen las condiciones de funcionamiento y de acceso al mercado.

d) Existen unas reglas que regulan la admisión de los instrumentos financieros a la negociación, reglas que, como la propia DSI recuerda, sólo serán las bursátiles (Directiva 79/279 CEE) cuando el mercado organizado sea una Bolsa de Valores (art. 32 de la LMV y normas de desarrollo para las Bolsas, incluido el Reglamento de Bolsas, aprobado por el Decreto 1.508/1967, de 30 de junio; art. 55 de la LMV y normas de desarrollo para la Central de Anotaciones; art. 4 del Real Decreto 1.814/1991 para los mercados de futuros y opciones; Reglamento del mercado AIAF de marzo de 1993, Capítulo IV).

e) Tienen reglas sobre obligación de declaración de las operaciones a la autoridad supervisora y

publicidad que se adaptan (o pueden adaptarse) a las previsiones de la DSI, cuestión que será objeto de examen posterior.

f) Todos estos mercados tienen un reconocimiento oficial, bien directamente en la LMV (Bolsa de Valores, Central de Anotaciones) (9), bien mediante actos administrativos del Ministerio de Economía y Hacienda, estando habilitado éste para ello por la propia LMV [mercados de derivados, art. 59 (10) de la Ley y Real Decreto 1.814/1991; Mercado AIAF, art. 77.3 (11) de la Ley].

Cumpliendo todos los mercados secundarios reconocidos en España los requisitos para ser considerados como mercados regulados según la DSI, una vez entre en vigor la Directiva (esto es, el 1 de enero de 1996), las autoridades españolas deberán cumplir lo previsto en su artículo 16, dándose entonces por cumplido el requisito previsto en el primer guión de la definición de mercado regulado que anteriormente transcribimos.

El artículo 16 establece que «a efectos de reconocimiento mutuo y de la aplicación de la presente Directiva, cada Estado miembro elaborará la lista de mercados regulados de acuerdo con su legislación respecto a los cuales sea Estado de origen y comunicará dicha lista, a efectos de información, a los demás Estados miembros y a la Comisión, así como las normas de organización y de funcionamiento de dichos mercados regulados. Se comunicará de la misma forma toda modificación de la lista o de las normas anteriormente mencionadas. Al menos una vez al año, la Comisión publicará en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas* las listas de los mercados regulados y sus actuaciones».

La simple lectura del precepto corrobora nuestra tesis de que la DSI incluye una regulación mínima de los mercados regulados con una clara finalidad instrumental, buscándose un cierto «reconocimiento mutuo» con la finalidad, de que las empresas de inversión y las entidades de crédito, cualquiera que sea el Estado miembro donde hayan sido autorizados, puedan operar en todos los mercados organizados de la Unión.

El hecho de que nuestros mercados organizados puedan integrarse en el ámbito de la Directiva, no excluye que su transposición presente algunas dudas. Tres son las cuestiones que, a mi juicio, deberían abordarse en la ley que reforme la actual Ley del Mercado de Valores.

— La primera se refiere a la conveniencia de que la futura ley española contemple expresamente una definición de mercado regulado ajustada a la contenida en la Directiva. Esto no es algo esencial, pero servirá para encuadrar los distintos mercados considerados hoy singularmente como oficiales en un tipo genérico, favoreciendo su catalogación y la comprensión de sus reglas de funcionamiento y haciendo más sencilla la integración conceptual de

los nuevos mercados que se creen en el futuro. En relación con esta cuestión creo preferible seguir llamando oficiales a los mercados que la Directiva llama regulados, manteniendo la terminología tradicional (12), máxime cuando, como acabamos de ver, todos cumplen los requisitos de la DSI y tienen un reconocimiento oficial.

— La segunda cuestión a dilucidar es si la Directiva obliga a los Estados miembros a crear o reconocer mercados regulados siempre que los promotores de los mismos los soliciten. La respuesta es claramente negativa a la vista de lo que establece su artículo 15.5: «Las disposiciones del presente artículo no afectarán a la facultad de los Estados miembros de autorizar o prohibir la creación de nuevos mercados en su territorio.» La creación de nuevos mercados regulados y su diseño constituyen decisiones de política financiera a tomar por las autoridades de cada país. La Directiva a lo único que obliga es que si en un país sus autoridades libremente deciden crear un mercado que reúna los requisitos del número 13 del artículo 1, deben considerarlo regulado, comunicando su creación y sus reglas de funcionamiento según lo previsto en el artículo 16, y permitiendo operar en el mismo a las empresas de otros Estados miembros.

— La última cuestión que quiero examinar es si los Estados miembros pueden considerar como regulado un mercado que no cumpla todos los requisitos de la definición de la Directiva. La respuesta, en principio, es negativa con una única excepción. Entiendo que un Estado miembro puede configurar como regulado un mercado donde se negocie un instrumento financiero que no aparezca en la lista de la Sección B del Anexo de la Directiva, siendo el caso típico el de los instrumentos derivados con subyacente no financiero. Tres razones apoyan en mi opinión esta tesis:

a) El carácter «instrumental» que tiene la regulación de los mercados regulados en la Directiva no impide, sino todo lo contrario, que un Estado sea más «liberal», permitiendo el acceso a sus mercados aun cuando no esté obligado a ello por la propia Directiva.

b) Estos instrumentos tienen carácter financiero, siendo su subyacente el que no presente esta nota. De hecho, y salvo lo relativo a la liquidación de las operaciones cuando se hace con entrega física del subyacente, su configuración y operatoria es parecida a la de los derivados con subyacente financiero. A mi juicio, un mercado de derivados con subyacente no financiero puede cumplir los demás requisitos que la Directiva impone para considerar un mercado como regulado.

c) Que según la sistemática de la definición de la DSI la referencia a los instrumentos de la Sección B del Anexo no se integra en puridad como un requisito (al no aparecer precedido de un guión), sino como un elemento de la definición.

III. ACCESO A LOS MERCADOS REGULADOS

La DSI regula con detalle el derecho de las empresas de inversión y entidades de crédito a operar en los mercados regulados. Se trata de una cuestión crucial, pues los principales servicios de inversión [ejecución de órdenes y negociación por cuenta propia, respectivamente, contemplados en la letra b) del número 1 y en el número 2 de la Sección A del Anexo] se prestan normalmente operando en los mercados.

En relación con este apartado examinaremos tres cuestiones:

a) Forma de acceso al mercado.

b) Requisitos que se pueden imponer para acceder al mercado.

c) Grado de presencia que debe tener la empresa interesada en el Estado donde el mercado tiene su sede.

a) *Forma de acceso al mercado*

La Directiva se pronuncia sobre esta cuestión en el número 1 del artículo 15, que establece:

«Sin perjuicio del ejercicio de las libertades de establecimiento y de prestación de servicios contempladas en el artículo 14, los Estados miembros de acogida velarán porque las empresas de inversión autorizadas por las autoridades competentes de su Estado miembro de origen a prestar los servicios mencionados en los puntos 1.b) y 2 de la sección A del Anexo puedan tener acceso o hacerse miembros, directa o indirectamente, de los mercados regulados de los Estados miembros de acogida, siempre que los servicios prestados sean similares y, asimismo, velarán porque puedan tener acceso o hacerse miembros de los sistemas de compensación y liquidación allí existentes para uso de los miembros de los mercados regulados.»

Los Estados miembros derogarán cualesquiera reglamentos o leyes nacionales o estatutos de mercados regulados que limiten el número de personas admitidas. Cuando, debido a su estructura jurídica o su capacidad técnica, el acceso a un mercado regulado sea limitado, los Estados miembros velarán porque dicha estructura y dicha capacidad vayan adaptándose de forma regular.»

De la lectura del texto podemos sacar las siguientes conclusiones:

— Son los Estados miembros, en relación con sus mercados, los que deben regular la forma en que las empresas pueden participar en el mercado, bien dándoles simplemente el derecho a negociar («acceso») o bien permitiéndoles ser miembros de los mismos. Esta interpretación se apoya en que la Directiva, en general, atribuye a los Estados miem-

bros la facultad de configurar sus mercados como deseen y esta facultad debe extenderse a la regulación del acceso. Además, el tenor literal del número 1 del artículo contrasta con el del número 3 donde, respecto a la forma de presencia exigible en el Estado donde se halla el mercado, claramente se da una opción a las empresas.

— Cualquiera que sea la solución que la legislación nacional adopte, la regulación del mercado en cuestión no puede, a mi juicio, establecer soluciones distintas para las empresas de inversión en función de que sean nacionales o de otro Estado comunitario, pues ello sería discriminatorio. En todo caso, lo importante es que la empresa de otro Estado miembro esté autorizada para prestar los servicios mencionados en los números 1.b) y 2 de la Sección A del Anexo (13).

— Es fundamental que la regulación nacional, cualquiera que sea la forma en que organice el mercado, permita el acceso efectivo al mismo. Esta idea tiene dos explicitaciones en el texto que comentamos:

a) Obligación de derogar cualquier regulación que consagre un sistema de *numerus clausus*.

b) Los Estados miembros deben hacer efectivo el derecho de las empresas no sólo a negociar en el mercado, sino también a valerse de los sistemas de compensación y liquidación establecidos. La forma concreta de participar en estos sistemas (acceso o miembro) se deja a la legislación nacional, pero la regulación nunca podrá ser discriminatoria (14).

— En relación con la cuestión que hemos analizado en este epígrafe creo que la legislación española se ajusta bastante bien a las previsiones de la Directiva, ya que para ninguno de los mercados oficiales (ni tampoco en el mercado AIAF) se ha establecido un sistema de *numerus clausus* (15). La normativa sí tendrá que ser modificada, como luego veremos, para permitir el acceso de empresas comunitarias pero el sistema, en sí considerado, es correcto. También nuestra normativa permite a todos los miembros de los mercados participar en los distintos sistemas de compensación y liquidación implementados (16), ya sean internos al mercado (mercado de futuros y, en cierta forma, Mercado de Deuda Pública) o externos (Bolsas de Valores y AIAF).

b) *Requisitos que se pueden imponer para acceder al mercado*

El precepto clave sobre esta cuestión es el número 2 del artículo 15 que establece:

«La condición de miembro de un mercado regulado o el acceso al mismo implica el cumplimiento de las exigencias de adecuación del capital por parte de las empresas de inversión y el control de

dicho cumplimiento por parte del Estado miembro de origen, de conformidad con la Directiva 93/6/CEE ("de adecuación de capital").

Los Estados miembros de acogida sólo estarán facultados para imponer requisitos adicionales en materia de capital en los ámbitos no cubiertos por dicha Directiva.

El acceso a un mercado regulado, la admisión como miembro y el mantenimiento de ambas prerrogativas estarán supeditadas al cumplimiento de las normas de dicho mercado regulado en lo que respecta a la constitución y administración del mercado regulado y al cumplimiento de las normas relativas a las operaciones de dicho mercado, las normas profesionales impuestas al personal que trabaja en ese mercado o en conexión con él y las normas y procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación. Las normas de desarrollo de dichas normas y procedimientos podrán adaptarse de modo adecuado, especialmente para garantizar el cumplimiento de las obligaciones que de ellos se derivan, aunque velando porque se respete lo dispuesto en el artículo 28.»

De la lectura de este texto podemos extraer las siguientes conclusiones:

— La DSI no armoniza, como sabemos, el funcionamiento de los mercados, y por ello toda empresa que pretenda acceder o ser miembro de un mercado debe comprometerse a asumir las reglas del mismo. Obviamente, esas reglas no deben ser en sí, ni aplicarse, en forma discriminatoria.

— Las reglas del mercado no pueden incidir en requisitos que son exigidos específicamente por la DSI o por la Directiva de Adecuación de Capital. La Directiva se refiere específicamente a requisitos de capital, pero sin duda la solución debe ser la misma para otros requisitos prudenciales armonizados, como los previstos en el artículo 3 o en el artículo 10 (17).

— La Directiva considera como normas del mercado, las «normas y procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación». Ello implica que para acceder a dichos procedimientos deben cumplirse los requisitos que para cada mercado se establezcan. Así cabe exigir, entre otros requisitos, la prestación de fianzas, la llevanza de unos registros especiales o, incluso, exigir capitales adicionales para cubrir el riesgo de liquidación, ya que éste no aparece armonizado en la Directiva de Adecuación de Capital.

— Para concluir este apartado creo que la actual regulación aplicable a los mercados españoles no debe sufrir cambios importantes. Todos los mercados existentes tienen una «reglamentación» del mercado y está claro que cualquier entidad que quiera ser miembro debe asumir dicha «reglamentación» del mercado. La solución adoptada, en relación a la «constitución y administración del mer-

cado», de imponer la figura del miembro-accionista (18) en los distintos mercados «privados» entiendo que es una alternativa perfectamente válida en virtud de lo expuesto. También entiendo que es respetuosa con la DSI la actual configuración del llamado «mercado continuo» como un sistema de negociación bursátil de las cuatro Bolsas (art. 49 de la LMV), ya que la Directiva considera como normas del mercado las relativas a la «operatoria» del mismo. Si dicho sistema se ha configurado como un sistema de negociación bursátil y no como un nuevo mercado, pudiendo tener acceso al mismo sólo las empresas españolas que sean miembros de alguna Bolsa, parece evidente que esta solución puede aplicarse a las empresas de inversión comunitarias que quieran utilizarlo. Finalmente, también considero conformes con la DSI los sistemas que han implementado los distintos mercados para asegurar la compensación y liquidación de las operaciones efectuadas (fianzas, previsión de la figura del miembro liquidador al que se exigen requisitos adicionales, etc.) sin perjuicio que se puedan implementar otros mecanismos.

c) *Grado de presencia que debe tener la entidad interesada en el Estado donde el mercado tiene su sede*

Los números 3 y 4 del artículo 15 de la Directiva establecen lo siguiente:

«3. Con objeto de cumplir con la obligación establecida en el apartado 1, los Estados miembros de acogida deberán dar a las empresas de inversión contempladas en dicho apartado la opción de hacerse miembros de sus mercados regulados o de tener acceso a ellos:

— bien directamente, mediante la creación de una sucursal en el Estado miembro de acogida, o

— bien de forma indirecta, mediante la creación de una filial en el Estado miembro de acogida o la adquisición de alguna empresa existente en el Estado de acogida que ya sea miembro o que tenga acceso a dichos mercados.

No obstante, los Estados miembros que apliquen, en el momento de la adopción de la presente Directiva, una legislación que sólo autorice a las entidades de crédito a ser miembros de un mercado regulado o a acceder al mismo por mediación de una filial especializada, podrán seguir aplicando hasta el 31 de diciembre de 1996 esta misma obligación de manera no discriminatoria a las entidades de crédito originarias de otros Estados miembros para el acceso a dicho mercado regulado.

El Reino de España, la República Helénica y la República Portuguesa podrán prolongar este período hasta el 31 de diciembre de 1999. Un año antes de dicha fecha, la Comisión elaborará un informe teniendo en cuenta la experiencia adquirida en la

aplicación del presente artículo y, si procede, presentará una propuesta. El Consejo, pronunciándose por mayoría cualificada sobre dicha propuesta, podrá decidir la revisión de este régimen.

4. Salvo lo dispuesto en los apartados 1, 2 y 3 cuando, para operar en un mercado regulado del Estado miembro de acogida, no se exija como requisito la presencia física, las empresas de inversión a que se refiere el apartado 1 podrán adquirir la calidad de miembros o acceder en las mismas condiciones, sin tener un establecimiento en el Estado miembro de acogida. Para permitir que sus empresas de inversión sean miembros o admitidas en un mercado regulado de un Estado miembro de acogida con arreglo al presente apartado, los Estados miembros de origen permitirán a los mercados regulados del Estado miembro de acogida establecer en aquellos las instalaciones apropiadas.»

De la lectura de estos preceptos podemos sacar las siguientes conclusiones:

— No sólo las empresas de inversión, sino también las entidades de crédito, pueden operar (tener acceso o ser miembros) en los mercados regulados. Como vimos al principio, en relación con las entidades de crédito la DSI explicita algo que ya estaba implícito en la II Directiva Bancaria.

— Las empresas de inversión (incluidas las entidades de crédito) pueden elegir dos formas de estar presente en el Estado donde esté radicado el mercado en el que quiere participar:

- La forma directa, creando unas sucursales.
- La indirecta, creando una filial o comprando una empresa que participe en el mercado.

La redacción deja claro que la opción la ejercitan los interesados, no los Estados miembros, y que se refiere a cualquier mercado organizado. No obstante, algunos Estados, entre ellos España, tienen a su favor un plazo transitorio durante el cual las entidades de crédito, sólo de forma indirecta, podrán participar en los mercados organizados.

— Aunque la regla general es que para participar en un mercado organizado se requiere que la entidad interesada esté presente físicamente (con una sucursal o una filial) en el Estado de origen del mercado en cuestión, el número 4 del artículo 15 parece exceptuar dicha regla cuando se trate de mercados que pueden funcionar sin necesidad de dicha presencia. Si existe un mercado de estas características cabría que una empresa participase en la negociación desde fuera del Estado donde está radicado el mercado (en libre prestación de servicios sin sucursal), a través de pantallas o medios similares y las autoridades del Estado de origen de la empresa deberían permitir al mercado, en su territorio, la instalación de dichos mecanismos. Mi interpretación de este precepto, quizá el más difícil de entender de la Directiva, es la siguiente: la Direc-

tiva no impone al Estado de origen de un mercado que opera sin necesidad de presencia física (mercados electrónicos, telefónicos, en general, sin «parquet») una obligación para que en la regulación del mercado tenga que permitir que participen en él empresas no establecidas, sino que se trata de una «opción regulatoria». En cambio, la Directiva sí obliga al Estado de origen de la empresa interesada a permitir que el mercado que opere sin presencia física (19) instale en su territorio las terminales que hagan posible la contratación a distancia. Esta solución la apoyo en los siguientes razonamientos:

a) El número 4 del artículo 15 comienza su texto dejando a salvo (20) lo dispuesto en los números 1, 2 y 3 anteriores. Pues bien, en el número 2, como vimos, se deja claro que el Estado de origen puede regular cada mercado, y en especial los requisitos de acceso al mismo, como quiera, siempre que lo haga de forma no discriminatoria. Si las empresas nacionales, por definición, están físicamente establecidas en el Estado de origen del mercado, no hay discriminación en exigir dicha presencia a las comunitarias.

b) El texto se refiere a cuando para «operar» no se exija como requisito la presencia física, pero un mercado, si es organizado, no es sólo un «lugar» donde se opera, sino una institución sometida a un conjunto complejo de reglas (de conducta, *reporting*, «transparencia», etc.) que pueden hacer conveniente que aunque físicamente la negociación se haga sin presencia física, los que realizan dicha negociación estén físicamente establecidos en el estado de origen del mercado.

c) Desde una perspectiva finalista, creo que la solución que definiendo se ajusta al «espíritu» de la Directiva. Esta, como he dicho en reiteradas ocasiones, no pretende armonizar la organización de los mercados, sino hacer posible que las empresas de inversión operen en los mercados de los distintos Estados miembros, aprovechándose del llamado «pasaporte comunitario». La cuestión clave, en relación con el número 4, del artículo 15, no es la forma en que el estado de origen de un mercado que opera sin necesidad de presencia física organiza el acceso al mismo, sino que cuando ejercitada la «opción regulatoria» de que el mercado no sólo «opere», sino que también «funcione» sin necesidad de que sus miembros tengan un establecimiento, dicha opción no puede verse enervada por el Estado de origen de la empresa interesada (y en cierto sentido Estado de acogida del mercado) al dificultar la instalación en su territorio de los medios técnicos precisos (21).

La interpretación dada al artículo 15.4 en relación con la negociación, es aplicable, *a fortiori*, a la compensación y liquidación de las operaciones. Aunque en aquellos sistemas donde los valores se representan a través de anotaciones contables podría hablarse de una liquidación que no requiriese

la presencia física de los liquidadores, los Estados de origen de los distintos mercados siempre podrán organizar el sistema exigiendo la apertura de un establecimiento a los miembros liquidadores. Además, pueden existir razones de «interés general» (aquí muy ligadas a la «seguridad jurídica») que aconsejen que los registros contables se instalasen en el territorio nacional donde esté ubicado el mercado.

— A diferencia de lo que ocurre con otras previsiones del artículo 15 de la Directiva, la transposición de los preceptos que acabo de comentar va a exigir importantes cambios de nuestra legislación. Estos los podemos sintetizar de la siguiente forma:

a) La incorporación de este artículo 15, así como la del artículo 14 (22), exige el regular la figura, hasta ahora desconocida en la Ley del Mercado de Valores, de la sucursal de empresas de inversión extranjera (así como la posibilidad de operar sin sucursal).

b) A las sucursales de las empresas de inversión comunitarias debe permitírseles el acceso a la condición de miembro de los distintos mercados, incluidas las Bolsas. Las entidades de crédito ya tienen prevista esta posibilidad, salvo en lo relativo a las Bolsas (23).

c) Antes de fin de siglo deberá permitirse a las entidades de crédito —nacionales o comunitarias— (sucursales) ser miembros, de forma directa, de las Bolsas de Valores.

d) En los mercados que «operan» sin necesidad de presencia física (en cierta forma todos, salvo el sistema de «corros» de las Bolsas) habrá que ponderar si para el buen «funcionamiento» de los mismos conviene exigir que sus miembros tengan, al menos, una sucursal abierta en España. La «opción reguladora» más liberal no siempre será la más correcta para la supervisión del mercado.

Por supuesto, deberemos permitir a los mercados radicados en otros Estados miembros, que «operen» y «funcionen» sin necesidad de presencia física, el instalar sus terminales en España y que nuestras empresas de inversión (miembros) las utilicen.

e) Con la interpretación que hemos dado al número 4 del artículo 15 cabe perfectamente exigir que las empresas de inversión que pretendan operar en el mercado continuo no sólo tengan que ser miembros de alguna Bolsa (como ya vimos), sino también que abran una sucursal en España.

f) Podemos seguir organizando nuestros sistemas de compensación y liquidación en la forma que estimemos más correcta y segura. No obstante, deberemos permitir que se incorporen a los mismos las empresas de inversión comunitarias, miembros de un mercado (24), en iguales condiciones que las nacionales. Por lo que anteriormente expliqué aquí

también tenemos la «opción regulatoria» de exigir a las mismas la apertura de una sucursal para participar en dichos procesos.

IV. EXIGENCIA DE REALIZAR LAS OPERACIONES DENTRO DE UN MERCADO REGULADO

La DSI consagra el derecho de las empresas de servicios de inversión a realizar su actividad en el conjunto de la Unión Europea en virtud del llamado pasaporte comunitario (art. 14.1). Como hemos visto al examinar el artículo 15, dicho derecho se extiende a operar en los mercados organizados de otros Estados miembros distintos al de su sede, cumpliendo las reglas de funcionamiento de cada mercado. Ahora bien, el derecho a operar en los mercados es una posibilidad que se concede a las empresas y no una obligación. En principio, cualquier empresa de inversión autorizada puede «realizar sus actividades en el conjunto de la Comunidad por los medios que estime adecuados» (Considerando 8) y, por tanto, la actividad intermediadora la podría realizar, en relación con un valor cotizado, dentro o fuera del mercado.

Sin embargo, la solución señalada supondría una quiebra clara de los sistemas de organización de mercados basados en la concentración de la operatoria en los mismos. De poco serviría que ciertos Estados miembros hayan optado por organizar determinados mercados buscando que la negociación se haga en ellos, imponiendo rigurosas obligaciones al efecto a sus empresas de inversión, si las empresas de otros Estados pueden operar fuera de los mismos.

Para solucionar esta contradicción se incorporaron a la Directiva los números 3 y 4 del artículo 14, que establecen lo siguiente:

«Un Estado miembro podrá exigir que las operaciones relativas a los servicios contemplados en el apartado 1 se efectúen en un mercado regulado, cuando respondan al conjunto de los criterios siguientes:

— que el inversor resida habitualmente o esté establecido en dicho Estado miembro;

— que la empresa de inversión efectúe la operación bien a través de un establecimiento principal o de una sucursal situados en dicho Estado miembro, bien en el marco de la libre prestación de servicios en dicho Estado miembro;

— que la operación se refiera a un instrumento negociado en un mercado regulado de dicho Estado miembro.

Cuando un Estado miembro aplique el anterior apartado 3 deberá otorgar a los inversores residentes habitualmente o establecidos en dicho Estado

miembro el derecho de no observar la obligación impuesta en virtud del apartado 3 y de hacer efectuar las transacciones a que se refiere el apartado 3 fuera de los mercados regulados. Los Estados miembros podrán supeditar el ejercicio de dicho derecho a una autorización explícita, habida cuenta de las distintas necesidades de los inversores en materia de protección y, en particular, de la capacidad de los inversores profesionales e institucionales de actuar lo mejor posible en favor de sus intereses. En cualquier caso, dicha autorización deberá poder concederse en unas condiciones que no impidan la rápida ejecución de las órdenes del inversor.»

En relación con el texto transcrito podemos hacer los comentarios:

— La solución de la Directiva es una solución de compromiso y, como suele ocurrir en estos casos, oscura e incompleta.

— La Directiva, aparentemente, permite a los Estados miembros el que impongan que las operaciones se efectúen dentro de un mercado organizado si se dan tres requisitos simultáneamente.

a) Que el inversor ordenante resida en el estado donde se halle el mercado. Si existen dos ordenantes bastará, a mi juicio, con que resida uno de ellos (25).

b) Que la empresa de inversión efectúe la operación (a través de una sucursal, una filial o en libre prestación de servicios) en el Estado miembro. Este precepto suscita las siguientes reflexiones:

— Es necesario que intervenga una empresa de inversión (o entidad de crédito), lo cual es totalmente lógico si se tiene en cuenta el contenido del artículo 14 donde se integra el precepto (libertad de establecimiento y de prestación de servicios). Por tanto, creo que es correcto que un Estado miembro prohíba totalmente que en su territorio se realicen operaciones fuera de mercado si en las mismas no interviene una empresa de inversión (entidad de crédito) como intermediaria.

— No es fácil determinar el lugar donde se entiende prestado un servicio de inversión. (Domicilio del inversor, de la empresa, lugar del mercado...)

— Por supuesto, los inversores siempre pueden solicitar (26) que la operación se realice por la empresa en su Estado de origen, ya que ello es inherente a la libertad de prestación de servicios reconocida en el Tratado de Roma.

c) Que el instrumento al que se refiere la operación se negocie en un mercado regulado del Estado que impone la regla de concentración. No importa, a estos efectos, si el instrumento se negocia también en otros mercados o la residencia del emisor.

— Sin embargo, la posibilidad que el número 3 de este artículo otorga a los Estados miembros de

mantener, cumpliendo ciertas condiciones, la regla de concentración para algunos de sus mercados, se ve muy reducida por la solución que la misma Directiva contiene en el número 4. La opción que se concede al inversor pretendió defenderse, cuando se discutió la Directiva, en que si el sistema de concentración se justifica para mejor proteger al inversor, éste sabe mejor que nadie lo que le interesa y, por tanto, puede renunciar a las ventajas de dicho sistema. Entiendo que la justificación es ingenua y la solución dada en contra del principio de que la DSI no pretende armonizar las reglas de funcionamiento de los mercados, ni mucho menos imponer (aun de forma oblicua) un modelo concreto del mismo (desconcentrado o descentralizado).

— Obviamente, la regulación que cada Estado dé al cumplimiento de este requisito podrá variar según la naturaleza del inversor.

— El análisis de las consecuencias que para nuestros mercados organizados va a tener el precepto que examinamos debe distinguir forzosamente entre los mismos. Sin entrar en detalle, puedo adelantar las siguientes ideas:

- Para los mercados oficiales de futuros y opciones, su propia configuración, y en especial el hecho de que la contrapartida la dé la misma sociedad rectora, hace inaplicable la solución de la Directiva.

- Para los demás mercados organizados habrá que distinguir entre operatoria realizada fuera de España y en España. Respecto a la primera, la nueva legislación deberá reconocer algo que ya es una realidad, como la importancia que tiene la negociación de determinados valores, públicos o privados, fuera de España (27). Respecto a las operaciones realizadas en España, la legislación deberá contemplar el derecho del inversor a autorizar que una determinada operación se realice fuera del mercado. Sin embargo, la previsión tiene especial sentido en relación con los mercados que se caracterizan por funcionar con un sistema de concentración de órdenes, lo que es típico de las Bolsas en sus distintas modalidades de negociación, pero no en relación con aquellos mercados que funcionan de forma desconcentrada o descentralizada (aunque también para estos mercados habrá de contemplarse una hipotética negociación sin ajustarse a sus reglas ordinarias).

- En cualquier caso, estas operaciones realizadas fuera del mercado deberán ser objeto, como luego veremos, de comunicación (*reporting*) a las autoridades supervisoras e incluso habrá que darles publicidad («transparencia») una vez efectuadas. Por otra parte, si los valores negociados fuera del mercado están representados por anotaciones en cuenta (regla general en nuestros mercados), la operación deberá ser objeto, de alguna forma, de constancia registral que acredite el cambio de titularidades. Además, nada impide que nuestra futura normativa imponga «reglas de conducta» especial-

mente rigurosas a las empresas de inversión que den contrapartida o intermedien en relación con estas operaciones (28). Existen, pues, mecanismos sobrados para que en su día la Comisión Nacional del Mercado de Valores pueda conocer y vigilar las operaciones realizadas fuera del mercado.

- En virtud de la interpretación que dimos a la Directiva en relación con esta cuestión, la normativa futura podría limitar el derecho del inversor a autorizar que una operación se realice fuera del mercado a aquellos casos en que intervenga (intermediando o dando contrapartida) una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito (obviamente sin necesidad de que sean miembros del mercado).

V. REGLAS SOBRE CONSERVACION DE DATOS, INFORMACION A LAS AUTORIDADES Y PUBLICIDAD DE LAS OPERACIONES

Como decía al principio de este trabajo, la DSI no pretende armonizar las reglas de funcionamiento de los mercados, aunque sí establece unas reglas mínimas en relación con su funcionamiento en los artículos 20 y 21 a los efectos de hacer posible un cierto reconocimiento mutuo. Las previsiones del artículo 20 relativas a las obligaciones de las empresas de inversión de conservar los datos de las operaciones y de comunicarlas (*reporting*) pretenden que la autoridad supervisora pueda detectar la comisión de infracciones que afecten a valores cotizados y una vez detectada la posible infracción, recabar la documentación pertinente de la empresa de inversión que intervino en una determinada operación, aunque se haya realizado fuera del mercado, a los efectos de poder reprimir las conductas ilícitas. Se trata de poder «seguir el rastro» (*Audit trail*) a ciertas operaciones, especialmente ante posibles casos de información privilegiada (*insider trading*), violación de la normativa sobre ofertas públicas, incumplimiento de la obligación de comunicar las adquisiciones de participaciones significativas, etc. La finalidad de la regulación del artículo 21 («transparencia») es muy distinta, ya que lo que pretende es dar publicidad a las operaciones que se realizan en un mercado regulado en beneficio del inversor. Información para el supervisor, información para el mercado, he aquí las distintas finalidades de ambos preceptos.

a) Obligación de conservación de datos

El artículo 20.1.a) establece lo siguiente:

«Sin perjuicio de las disposiciones tomadas en aplicación del artículo 10, las empresas de inversión deben conservar a disposición de las autoridades, durante cinco años como mínimo, los datos pertinentes acerca de las operaciones relativas a los

servicios mencionados en el apartado 1 del artículo 14 que hayan efectuado sobre instrumentos negociados en un mercado regulado, con independencia de que dichas operaciones se hayan realizado en un mercado regulado o no.»

Pocos comentarios cabe hacer en relación con este precepto.

— Se trata de una obligación impuesta a las empresas de inversión en relación con las operaciones que realizan con valores negociados, ya se efectúen dentro o fuera del mercado, diferente, a la genérica que se les impone en el cuarto guión del artículo 10 (29).

— Entiendo que la normativa española regula, de forma cumplida, esta obligación especialmente en el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, así como en sus normas de desarrollo (30).

b) *Obligación de suministrar la información a las autoridades*

La obligación de *reporting* aparece recogida en el artículo 20.1.b) de la DSI que establece que «las empresas de inversión declaren a una autoridad competente del Estado miembro de origen todas las operaciones mencionadas en la letra a) (anteriormente transcritas), cuando dichas 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.

Esta declaración deberá estar a disposición de la autoridad lo antes posible, en un plazo que fijará la autoridad. Dicho plazo podrá ampliarse hasta el final del siguiente día laborable cuando así lo dicten motivos de índole práctica o de funcionamiento, pero en ningún caso rebasará dicho límite.

La declaración deberá incluir, en particular, el nombre y número de los instrumentos comprados o vendidos, la fecha y la hora de la operación, los precios de la operación y la posibilidad de identificar a la empresa de inversión.

Los Estados miembros de origen podrán disponer que el requisito establecido en la letra presente del anterior apartado 1 únicamente se aplicará, en lo que se refiere a las obligaciones u otros instrumentos equivalentes, al conjunto de operaciones que se refieran al mismo instrumento.

Se trata de un deber de información establecido, como dijimos, en favor de las autoridades supervisoras del mercado, lo cual explica que se exija siempre (a diferencia con lo que ocurre con la obligación relativa a la «transparencia») la identificación de la empresa de inversión y, en cambio, no alcance a todos los instrumentos financieros que se negocian en los mercados, pudiéndose, además, transmitir la información si son obligaciones de forma agregada (31). La información obtenida a través de esta vía puede ponerse a disposición de las autoridades supervisoras de otros Estados miembros.

Aunque el destinatario último de la información es la autoridad supervisora, la Directiva, en el número 3 de este artículo 20, contempla tres formas posibles para que la empresa de inversión suministre la información:

a) Directamente por la empresa.

b) Por un sistema de confrontación de órdenes (*trade matching system*).

c) A través del propio mercado.

Por otra parte, el número 2 establece que «cuando una empresa de inversión efectúe una operación en un mercado regulado de un Estado miembro de acogida, el Estado miembro de origen podrá renunciar a sus propios requisitos en materia de declaración cuando la empresa de inversión esté sometida a requisitos equivalentes de declaración sobre la misma operación por las autoridades de las que depende este mercado». La finalidad del precepto es evitar cargas burocráticas a la empresa de inversión que opera en mercados situados en Estados distintos al suyo, ya que, de todas formas, dicha empresa deberá hacer su *reporting* al mercado a los efectos de que éste pueda cumplir sus obligaciones de publicidad («transparencia»). Obviamente, la opción de la Directiva sólo funcionará si las dos autoridades supervisoras colaboran estrechamente, intercambiándose toda la información necesaria.

— En relación con la incidencia que va a tener la obligación de información de la Directiva en nuestros mercados de valores podemos señalar lo siguiente:

a) Las previsiones de la Directiva permiten a las legislaciones nacionales organizar el *reporting* de forma distinta según los mercados. En todo caso, se trata de una regulación de mínimos, ya que expresamente el número 5 de este artículo habilita a cada Estado miembro para establecer reglas más estrictas, no sólo para sus empresas de inversión, sino también en relación con las operaciones efectuadas en mercados para los cuales es Estado de origen (32).

b) La actual LMV no distingue claramente entre *reporting* y «transparencia», estableciendo en su artículo 43 que «la identidad del valor, la cuantía, el

precio y el momento de perfección de cada una de las operaciones realizadas en un mercado secundario oficial, así como la identidad del miembro o miembros del correspondiente mercado que hubiese intervenido en ellas en virtud de lo dispuesto en el artículo 36 y el carácter de su intervención, tendrán desde el mismo momento en que aquélla se produzca, la consideración de información pública». El precepto presupone que al ser pública la información relativa a las operaciones realizadas en un mercado oficial, las autoridades supervisoras van a tener obviamente conocimiento de la misma. Sin embargo, no tiene sentido que toda operación, cualquiera que sea el mercado oficial en que se realice, se haga pública «desde el mismo momento en que aquélla se produzca» conociéndose de forma generalizada todos los datos relevantes. La regla está pensada para los mercados bursátiles, pero es de difícil aplicación en otros mercados como pueden ser los dirigidos por precios.

En la reforma de la LMV se deberían deslindar con claridad ambos conceptos y la obligación de información de las empresas de inversión debería ser objeto de regulación en un doble plano: uno genérico, en virtud del cual una empresa de inversión debería informar a la CNMV de todas las operaciones que efectúe, aunque no tengan por objeto valores negociados; otro, más específico, donde el deber se referiría sólo a los valores negociados en un mercado oficial, siendo este último el contemplado en la Directiva (con independencia de si la transacción se efectúa dentro o fuera del mercado).

c) En relación con el conducto a través del cual la información debe llegar (estar disponible) al supervisor en mi opinión, si la operación se realiza dentro del mercado, teniendo en cuenta que en todo caso su organismo rector conoce la operación (dando publicidad a la misma) (33), debería ser normalmente dicho organismo rector el que recibiera la información. Si la operación se realiza fuera del mercado, entiendo que lo más eficiente es que la autoridad supervisora también la pueda conocer a través del organismo rector. Con esta solución, se refuerza el papel de los organismos rectores y se favorece el que la operatoria se realice dentro del mercado (objetivo muy deseable como en seguida veremos). No obstante, tengo la duda de si, respecto a aquellos casos en los que interviene un organismo de registro y liquidación distinto al propio mercado, no sería más eficiente que el *reporting* se pudiera hacer a través de dicho organismo (34).

— Con independencia de las reformas legales que convendría introducir creo que nuestros actuales mercados oficiales no van a tener demasiados problemas para cumplir las previsiones de la Directiva. No corresponde a este trabajo hacer un estudio de detalle sobre esta cuestión, pero sí quiero hacer un comentario general. Respecto a los dos sistemas de contratación bursátiles (corros y mercado continuo), al tener que difundir ya información en tiempo

real, en virtud del artículo 43 de la LMV, cumplen de sobra las exigencias de la Directiva y, en cuanto a las operaciones realizadas fuera del mercado, el Real Decreto 1.416/1991 (Operaciones especiales) establece una obligación de comunicarlas en el mismo día que se realizan (art. 2.2.e, art. 3, art. 4 y art. 5). Tampoco entiendo que deben plantearse demasiados problemas en relación con el mercado de Deuda Pública Anotada, ya que negociándose en sus diferentes segmentos valores de renta fija la información puede darse, según la propia DSI, de forma agregada y, por otra parte, existe un número limitado de miembros del mercado a los que no será difícil cumplir las obligaciones de la Directiva. En los Mercados de Derivados, al actuar la Sociedad Rectora como contraparte, forzosamente debe conocer las operaciones que se efectúan, teniendo la información precisa a disposición de la CNMV. Quizá sea en relación con el Mercado AIAF, por su propia dinámica descentralizada y por no ser hasta ahora un mercado oficial, donde la implementación de la obligación de información requiera una mayor reflexión, existiendo la opción de poder utilizar el cauce del propio organismo rector o el del Servicio de Compensación y Liquidación.

— Por otra parte, entiendo que sería deseable que la legislación permitiese a nuestras empresas que sean miembros de mercados regulados de otros Estados miembros el que el *reporting* lo hicieran a través de dichos mercados (opción del artículo 20.2 de la DSI), lo cual presupone una buena colaboración entre las autoridades supervisoras de dicho mercado y las nacionales.

c) *Difusión de la información («transparencia»)*

— Esta cuestión está regulada en el artículo 21 de la DSI, cuyo número uno comienza diciendo: «A fin de permitir que los inversores evalúen en cualquier momento los términos de una operación que se propongan efectuar y comprobar después las condiciones de su ejecución, cada autoridad competente tomará, para cada uno de los mercados regulados que haya incluido en la lista contemplada en el artículo 16 medidas para proporcionar a los inversores la información que cita el apartado 2. De conformidad con las obligaciones que figuran en el apartado 2, las autoridades competentes fijarán la forma y el plazo exacto en que se deba proporcionar la información, así como los medios por los que se pondrá a disposición teniendo en cuenta la naturaleza, el volumen y las necesidades del mercado de que se trate, así como los inversores que operen en dicho mercado.»

— Por tanto, las reglas concretas de «transparencia» deberán ser fijadas en la legislación nacional de forma distinta según las peculiaridades de cada mercado, si bien la propia Directiva establece unos estándares mínimos.

Artículo 21.2. «Para cada instrumento, las autoridades competentes exigirán por lo menos:

a) La publicación, al principio de cada jornada bursátil, del precio medio ponderado, de los precios más alto y más bajo y del volumen negociado en el mercado regulado en cuestión en el transcurso de toda la jornada bursátil precedente.

b) Además, para los mercados continuos basados en la confrontación de órdenes y para los mercados dirigidos por precio, la publicación,

— al final de cada hora de funcionamiento del mercado, del precio medio ponderado y del volumen negociado en el mercado regulado en cuestión durante un período de funcionamiento de seis horas que terminará de forma que, antes de la publicación, haya un intervalo de dos horas de funcionamiento del mercado, y

— cada veinte minutos, del precio medio ponderado, del precio más alto y del precio más bajo, en el mercado regulado en cuestión, calculado en un período de funcionamiento de dos horas que terminará de forma que, antes de la publicación, haya un intervalo de una hora de funcionamiento del mercado.

Cuando los inversores tengan previamente acceso a la información sobre los precios y las cantidades en los que se pueden efectuar las operaciones:

i) La citada información deberá estar disponible en cualquier momento durante las horas de funcionamiento del mercado;

ii) Los términos anunciados para un precio y un volumen determinados deberán ser los términos con los cuales el inversor pueda efectuar dicha operación.»

— No obstante, la propia Directiva deja un margen de flexibilidad, en función de las circunstancias que puedan darse en un mercado, solución que es especialmente generosa cuando se trata de mercados donde se negocien instrumentos de renta fija. Así, el artículo 21 continúa diciendo:

«Las autoridades competentes podrán retrasar o suspender la publicación cuando dicha acción se justifique por la existencia de condiciones de mercado excepcionales o incluso, en el caso de mercados de pequeña envergadura para preservar el anonimato de empresas e inversores. Las autoridades competentes podrán aplicar disposiciones especiales en los casos de operaciones excepcionales de gran envergadura en relación al tamaño medio de las operaciones sobre el valor de que se trate en este mercado o en el caso de valores de escasa liquidez definidos de acuerdo con criterios objetivos y publicados. Además, las autoridades competentes podrán aplicar disposiciones más flexibles, por lo que respecta principalmente a los plazos de publicación, en lo relativo a las operaciones sobre obligaciones o instrumentos similares.»

— Entrando en el análisis de las consecuencias que la aplicación de este artículo 21 de la DSI puede tener para nuestros mercados, podemos destacar las siguientes cuestiones:

a) Como es habitual, la regulación contenida en la DSI es una regulación de mínimos y nada impide establecer para alguno de nuestros mercados reglas más rigurosas (35).

b) Como anteriormente dijimos, la regulación del artículo 43 de la LMV es demasiado rigurosa, especialmente si se quiere aplicar a todos los mercados organizados, y en la reforma de la Ley deberíamos sustituir dicha regulación por una mucho más general (que contuviera una remisión a las regulaciones específicas de cada mercado).

c) En relación con las Bolsas de Valores al difundirse la información en tiempo real, se cumplen de forma sobrada los requisitos de la Directiva. Mayores dificultades van a encontrar los demás mercados organizados para respetar los cortos plazos que contempla la Directiva, si bien no ha de olvidarse que para los instrumentos de renta fija caben soluciones más flexibles. No obstante sería de desear, en aras de la eficiencia y de la seguridad, que todos nuestros mercados hicieran un esfuerzo en cumplir los requisitos señalados.

— La publicidad a la que se refiere la Directiva alcanza sólo a las operaciones realizadas dentro de los mercados, a diferencia de la obligación de información que se refiere a cualquier operación con valores cotizados, sea realizada dentro o fuera del mercado. Ahora bien, esto no impide que nuestra legislación, para proteger mejor al inversor y, especialmente, para permitir que se sepan los precios reales a los que se están cruzando las operaciones con valores cotizados, obligue a dar publicidad a las operaciones realizadas fuera del mercado e incluso, cuando sean de especial cuantía, a las transmisiones realizadas a título gratuito (36). Si estas operaciones hay que comunicarlas en virtud de la obligación de *reporting*, cabría que el organismo rector del mercado no sólo tuviera la información a disposición de la autoridad supervisora, sino también que la difundiera, bajo ciertas condiciones y con requisitos obviamente no tan estrictos como los previstos para las operaciones realizadas en el mercado.

NOTAS

(1) El modelo es un claro reflejo del adoptado previamente para las entidades de crédito y compañías de seguros, donde, sin embargo, sólo se llega a la solución del pasaporte y autorización única después de la aprobación de múltiples Directivas que armonizan los rasgos fundamentales de dichas entidades.

(2) Artículo 14.1: «Los Estados miembros velarán porque puedan prestarse en su territorio, de conformidad con las disposiciones de los artículos 17, 18 y 19, los servicios de inversión y los

demás servicios enumerados en la sección C del Anexo, tanto por medio del establecimiento de una sucursal como mediante la prestación de servicios, y ello por cualquier empresa de inversión autorizada y supervisada por las autoridades competentes de otro Estado miembro con arreglo a las disposiciones de la presente Directiva, siempre que la autorización abarque dichos servicios.»

(3) Derecho que se extiende también a las entidades de crédito en el artículo 2.1 de la Directiva.

(4) Esta delicada cuestión ya se planteó a raíz de la aprobación de la II Directiva Bancaria (Directiva 89/646/CEE), en cuyo Anexo figuran los servicios de inversión como actividades a las que alcanza la autorización única, pero no se dice nada sobre su realización en los mercados regulados. La solución se encontró aplicando, en este punto, la DSI a las entidades de crédito.

(5) El Considerando 39 de la Directiva establece «que la estructura de los mercados regulados debe seguir siendo competencia del Derecho nacional, sin que por ello pueda constituir un obstáculo para la liberalización del acceso a los mercados regulados de los Estados miembros de acogida para las empresas de inversión autorizadas a prestar los servicios de que se trate en su Estado miembro de origen».

(6) En cambio, sí se ha aprobado un número apreciable de Directivas que, sin entrar a regular el funcionamiento interno de los mercados organizados, inciden en aspectos tangenciales. Todas ellas persiguen proteger al inversor y avanzar hacia un auténtico mercado único de capitales: 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; Directiva del Consejo 80/390 CEE, de 27 de marzo de 1980, sobre 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; 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; 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; 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; Directiva del Consejo 89/592 CEE, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

(7) En esta Sección figuran:

1. a) Valores negociables.
- b) Participaciones de un organismo de inversión colectiva.
2. Instrumentos de mercado monetario.
3. Los contratos financieros a plazo (futuros), incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo.
4. Los contratos a plazo sobre tipos de interés (FRA).
5. Los contratos de permuta (*swaps*) sobre tipos de interés, sobre divisas o los contratos de intercambios ligados a acciones o a un índice sobre acciones (*equity swaps*).
6. Opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos que se contemplan en la presente sección del Anexo, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo. Concretamente, se incluyen en esta categoría las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés.

(8) Mercados «MEFF, sociedad rectora de productos financieros derivados de renta variable, sociedad anónima» y «MEFF, sociedad rectora de productos financieros de renta fija, sociedad anónima» autorizados por sendas Ordenes del Ministerio de Economía y Hacienda de 8 de julio de 1992, teniendo su cobertura legal en el Real Decreto 14/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los Mercados Oficiales de Opciones y Futuros.

(9) Artículo 31 de la LMV: «Tendrá la consideración de mercados secundarios oficiales de valores: a) Las Bolsas de Valores; b) el Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta; c) aquellos otros, de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta, que se creen en virtud de lo previsto en el artículo 59.»

(10) «Se faculta al Gobierno para que, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, regule la organización y funcionamiento de los mercados secundarios oficiales de valores a que se hace referencia en la letra c) del artículo 31 de esta Ley. Dicha regulación se ajustará a los principios establecidos en esta Ley para las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta.»

(11) «El funcionamiento de los mercados secundarios organizados no oficiales de valores de ámbito nacional requerirá la previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda que atenderá en su otorgamiento, denegación o condicionamiento, a los principios establecidos en esta Ley para las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.»

(12) El único cambio se produciría en relación con el Mercado AIAF, desapareciendo la paradoja de considerarle un mercado organizado y reconocido pero no oficial.

(13) Con independencia de que en su país de origen participe o no en mercados regulados, pues el Anexo se refiere a servicios y no a cómo o dónde se prestan.

(14) El Considerando 35 de la Directiva establece que: «En determinados Estados miembros, la función de compensación y liquidación puede ser efectuada por organismos distintos de los mercados en los que se realizan las operaciones y que, por consiguiente, cada vez que en la presente Directiva se mencionen el acceso a los mercados regulados o la condición de miembro de los mismos, se entenderá que ambos conceptos incluyen el acceso a los organismos que efectúen las funciones de compensación y liquidación para los mercados regulados, así como la condición de miembro de dichos organismos.»

(15) Para las Bolsas de Valores, artículo 48 LMV, para la Central de Anotaciones, artículo 58, punto 2 y artículo 6 del Real Decreto 505/1987, para los mercados de futuros y opciones, artículos 15 y 16 del Real Decreto 1.812/1991, para el mercado AIAF, capítulo II de su Reglamento: para todos los mercados se ha optado por un sistema de miembros accionistas o en el caso del AIAF de asociados. Respecto a la Central de Anotaciones, aunque la Ley habla de miembros, creo que en un caso de acceso al no permitirle la participación de los mismos en las decisiones del mercado.

(16) Aunque a veces el miembro deba valerse de un miembro liquidador *v. gr.* (art. 15 del Real Decreto 1.841/1991, mercados oficiales de derivados).

(17) Obviamente para las empresas nacionales, en cuanto entidades financieras, y no como miembros del mercado, cada Estado miembro puede regular dichos requisitos con cierta libertad, pues la Directiva es generalmente de «mínimos».

(18) De forma clara en las Bolsas de Valores y de forma menos clara el Mercado AIAF, al ser una Asociación, o en los mercados oficiales de futuros y opciones, al preverse excepciones a la identidad miembro-accionista y existir una sociedad *holding* titular de las acciones de ambos mercados.

(19) Ello implica que previamente el Estado de origen del mercado lo permita, es decir, haya hecho uso de la «opción regulatoria» señalada.

(20) La versión inglesa emplea la expresión todavía más gráfica de *subject to*.

(21) En apoyo de esta solución hay que mencionar que en el artículo 15.4 sólo se establece un mandato claro a los Estados de origen de la empresa. (Inciso segundo.)

(22) Que consagra, como vimos, el derecho de las empresas de inversión a operar valiéndose del «pasaporte comunitario».

En la legislación bancaria la figura de la sucursal de un banco extranjero tiene una larga tradición.

(23) Esta posibilidad aparece recogida en los artículos 51 y 52 de la Ley 4/1994, por la que se transpone la II Directiva Bancaria.

(24) Si son empresas de servicios de inversión (o entidades de crédito) que no operan en el mercado (acceso o miembros) no les sería de aplicación el artículo 15 de la Directiva, sino el artículo 14, que extiende el pasaporte comunitario a la actividad complementaria de «custodia y administración de valores».

(25) Ya que estamos en presencia de una excepción a la regla general de la Directiva que se justifica por la mejor protección del inversor nacional.

(26) El Considerando 34 establece «que ningún Estado miembro podrá limitar el derecho de los inversores residentes habitualmente o establecidos en dicho Estado miembro a que les sea prestado cualquier servicio de inversión por parte de una empresa de inversión objeto de la presente Directiva situada fuera del mencionado Estado miembro y que actúe fuera de este último».

(27) Sería absurdo entender que dichas operaciones son nulas en virtud de una interpretación literal del artículo 36 de la LMV.

(28) El establecimiento y exigencia de las reglas de conducta sigue siendo competencia del Estado de acogida. Artículo 11.2 de la DSI.

(29) «El Estado miembro de origen establecerá las normas prudenciales que deberá observar, en todo momento, la empresa de inversión. Dichas normas impondrán en particular la obligación de que la empresa de inversión tome las medidas necesarias para que el registro de las operaciones realizadas permita, como mínimo, que las autoridades del Estado miembro de origen

puedan verificar el cumplimiento de las normas prudenciales de cuya aplicación son responsables; dichos registros, deberán conservarse durante el tiempo que determinen las autoridades competentes.»

(30) Véase también el artículo 86.2 de la LMV.

(31) Las infracciones que se pretenden detectar a través del *reporting* se cometen más frecuentemente con valores de renta variable.

(32) Esto también es aplicable a la obligación de conservar datos.

(33) Siempre habrá un *reporting* de la operación al mercado para hacer posible la difusión de las condiciones de la operación (transparencia).

(34) La cuestión se plantea fundamentalmente en relación con las Bolsas y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. La solución quizá venga dada por el papel que se asigne al Servicio en relación con la liquidación de las operaciones realizadas fuera del mercado.

(35) «En el ámbito regulado por el presente artículo, cada Estado miembro podrá adoptar o mantener disposiciones más restrictivas o disposiciones adicionales sobre el fondo y la forma por lo que respecta a la información que se facilitará a los inversores sobre las operaciones efectuadas en los mercados regulados para los cuales sea el Estado de origen, siempre que dichas disposiciones se apliquen independientemente de cuál sea al Estado miembro en donde esté situado el emisor del instrumento financiero o el Estado miembro en cuyo mercado regulado se haya negociado por primera vez dicho instrumento» (art. 21.3).

(36) Solución ésta ya prevista en el párrafo 2 del artículo 43 de la LMV y desarrollada en los artículos 6 y 12 del Real Decreto 1.316/1991 de operaciones especiales.