

LAS IMPLICACIONES DEL MERCADO UNICO DE VALORES SOBRE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSION ESPAÑOLAS

Rafael Mínguez Prieto

I. INTRODUCCION

1. La situación actual de los mercados de valores españoles

El objetivo del presente artículo es analizar el *status* resultante para las empresas de servicios de inversión españolas como consecuencia de la incorporación a nuestro ordenamiento interno de la Directiva de Servicios de Inversión (en adelante DSI) y describir los previsibles efectos de toda índole de este nuevo reto para los mercados financieros españoles.

Se puede afirmar sin duda alguna que la Ley del Mercado de Valores del año 1988 representó el que podría ser denominado primer *big bang* de nuestros mercados de valores. Efectivamente, el esquema diseñado por el legislador de 1988 para nuestros mercados supuso un paso adelante importantísimo en la modernización y aproximación a los modelos y estructuras de mercado propias de los países de nuestro entorno económico.

Pues bien, ese modelo, del que hoy se podría predicar su consolidación, se enfrenta en el momento presente al reto que viene dado por la creación del denominado «Mercado Unico de Valores» dentro del «Mercado Financiero Unico», como consecuencia de la adopción en 1993 y posterior necesidad de transposición al ordenamiento interno de la ya citada DSI. A este particular, tampoco puede dejarse a un lado la trascendencia que para esa construcción tiene la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, norma que, con un esquema idéntico al de la DSI, representa otro de los cimientos del Mercado Financiero Unico.

En suma, la idea que late detrás del esquema mencionado no es sino la interrelación de los mercados financieros de los estados miembros de la Unión Europea. Por consiguiente, desde esta perspectiva debe analizarse la dimensión comunitaria de la actuación de las empresas de servicios de inversión españolas.

El modelo de la Ley de 1988, en lo que a sujetos del mercado se refiere, tuvo como una de sus mayores preocupaciones la de arbitrar una transición ordenada de un sistema de intermediarios de base personal, cualificados por la dación de fe pública, propia de los mercados de valores continentales, a un sistema de base societaria en el que se abandona la fe pública, optando por la agilidad del tráfico, cualidad propia de los mercados anglosajones.

En el escenario anterior se limitó también a los bancos el acceso a la operativa en Bolsa, requiriendo la constitución de entidades especializadas. La realidad fue así hasta que el mercado bursátil se bancarizó, si bien por la vía de hecho.

Se aprecia que el legislador quiso abordar fundamentalmente el problema del mercado bursátil, ya que el resto de mercados no escogieron la senda del diseño de aquél.

Otro factor que no se puede olvidar es que, en el momento que se promulga la Ley del Mercado de Valores, la Bolsa era el mercado por excelencia, aunque ya había comenzado a desarrollarse desde 1987 el de deuda pública e, incluso, la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) ya era un embrión en dichos momentos. Ante esta situación, el escenario en el que se han movido los sujetos del mercado con posterioridad a la Ley se ha visto completado por la creación de mercados de futuros y opciones, factor que ha ampliado el campo de actuación de nuestras empresas.

Un dato a resaltar para comprender los efectos que se avecinan es el de que la Ley de 1988 dio casi por completo la espalda al fenómeno exterior en materia de empresas de servicios de inversión. Con excepción de lo contemplado en la disposición adicional sexta, la regulación de los sujetos del mercado no afronta ni la presencia en España de sucursales de empresas de inversión extranjeras, ni la exterior de las nuestras.

2. Rasgos esenciales del esquema de la DSI para las empresas de servicios de inversión

Como ya se ha señalado, para delimitar el estatuto de las empresas de servicios de inversión comunitarias tiene que tenerse en cuenta tanto la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria como la DSI, si bien la primera tiene una vigencia transitoria en los aspectos de mercados financieros hasta que entre en vigor la segunda (1 de enero de 1996).

Las consecuencias inmediatas del nuevo esquema comunitario es la mayor apertura e internacionalización de los mercados financieros de los estados miembros, efectos que se traducen en una competencia abierta, tanto entre mercados de cada uno de los países, como entre los sujetos o empresas que operan en los mismos. Dicha competencia se desarrollará previsiblemente, por lo menos en los primeros momentos, entre el mercado londinense y los continentales, como principal campo de batalla por lograr una cuota de mercado a nivel comunitario.

En el marco anterior, la organización y armonización de las condiciones de competencia en los mercados viene dada por la homogenización de los requisitos de autorización para el ejercicio de las actividades o servicios de inversión. Fruto de lo anterior es la distribución de competencias entre el estado de origen de las empresas y el estado de acogida donde prestarán los servicios.

En materia de autorización y supervisión prudencial la competencia se le otorga al estado de origen. Por el contrario, al estado de acogida se le reservan facultades en materia de normas de conducta y las resultantes de reglas de interés general (*v. gr.* información privilegiada —*insider trading*—, blanqueo de capitales, etc.).

En este contexto competencial es donde se explica el denominado «pasaporte comunitario» o «licencia única». En su virtud, toda empresa autorizada en un estado miembro puede desarrollar el elenco de servicios de inversión principales y complementarios contemplados en los anexos de la DSI, tanto en régimen de libre prestación de servicios como a través de sucursal. Igualmente, y como una consecuencia inmediata de lo anterior, se facilita el acceso a los mercados a las empresas de servicios de inversión de cada uno de los estados miembros para operar en los mismos, incluso sin necesidad de presencia física cuando son mercados electrónicos.

Como resultado del acceso a la operativa del mercado se establece igualmente el derecho a participar en los esquemas de compensación y liquidación. Aquí, no obstante, la directiva no deja muy clara la cuestión de la presencia física, pudiéndose inferir que se podrá exigir.

En lo que a la supervisión de los mercados se

refiere, corresponde al estado donde tiene su sede central o centro de operaciones. En el presente caso, la empresa de servicios de inversión, aunque actúe con pasaporte comunitario, debe someterse a las reglas técnicas y de organización, que la DSI reconoce su fijación como competencia de los estados de origen del mercado.

A título meramente enunciativo, por cuanto es objeto de tratamiento más extenso y profundo en otros artículos, y para facilitar la comprensión del análisis posterior, se pueden destacar los siguientes rasgos principales del *status* de las empresas de servicios de inversión, conforme al tenor de la DSI:

— La directiva considera empresa de servicios de inversión a aquellas cuya actividad principal consista en la prestación de servicios de inversión sobre instrumentos financieros, siempre que dichos servicios se presten a terceros en el marco de una actuación empresarial.

— Bajo el paraguas del *status* se comprende tanto a las personas jurídicas como a las personas físicas.

— El concepto de empresas de servicios de inversión incluye también a las entidades de crédito.

— Para obtener pasaporte comunitario debe de desarrollarse al menos una de las actividades principales. Si media este requisito, también se podrán desarrollar en pasaporte las actividades complementarias. Por consiguiente, la realización de actividades secundarias como objeto único no da lugar a pasaporte comunitario.

— Se armonizan tanto las condiciones de autorización de las empresas de servicios de inversión como las de su revocación.

— Se introduce un procedimiento de consulta entre entidades supervisoras para autorizar empresas que sean filiales de otra situada en un estado miembro diferente.

— Las relaciones con terceros países, en cuanto a filiales se refiere, pasan a tener dimensión comunitaria, garantizándose una respuesta común por todos los estados miembros en caso de trato discriminatorio por un país tercero.

— En tanto requisito de idoneidad de los titulares de empresas, se prevé un sistema de comunicación e intervención en materia de participaciones cualificadas.

— Entre las normas prudenciales específicas destaca la exigencia de la separación de fondos de la empresa y los provenientes de sus clientes.

— En materia de normas de conducta, se establecen unas mínimas, sin perjuicio de que sean los estados miembros donde se prestan los servicios, que si son transfronterizos serán los de acogida, quienes determinen y precisen aquellas.

— Aunque no se regule en la DSI, ya que será objeto de una directiva específica, hoy en fase de discusión, se introduce la obligación de adhesión al sistema de garantía de los inversores para operar, en tanto instrumento que garantiza una indemnización a los inversores, si como consecuencia de una situación de insolvencia pierden los valores o los fondos confiados a una empresa de servicios de inversión.

— Se establece un principio de desconcentración de mercados, lo cual permite que se realicen operaciones fuera de los mecanismos normales de aquellos y sin la intervención de un miembro, siempre y cuando no exista una conexión personal y objetiva con el mercado en el que se negocia el instrumento en cuestión. En todo caso, la operación podrá efectuarse fuera de mercado si existe autorización del inversor.

— Para hacer efectivo el pasaporte comunitario, en materia de mercados se reconoce el «acceso directo», sin perjuicio de la estructura particular que pueda presentar cada mercado. Cuando se habla de acceso, se hace referencia a la posibilidad de ejecutar operaciones en el mercado de que se trate, con independencia de que conlleve o no la obligación de obtener la condición de accionista o asociado al órgano rector del mismo.

— En estos términos, se reconoce la posibilidad de acceso directo a todos los mercados de las entidades de crédito en general, sin distinción.

— Se garantiza también la participación o acceso a los sistemas de compensación y liquidación, como una consecuencia directa del acceso a los mercados.

— Se fijan, con carácter general, unas obligaciones de información a las autoridades supervisoras competentes.

— Finalmente, y con objeto de garantizar la protección de los inversores y facilitar información de las operaciones realizadas en cada mercado, se establecen las denominadas obligaciones de transparencia.

II. LAS IMPLICACIONES PARA LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLAS

1. De naturaleza interna

1. Para situar las consecuencias a nivel interno del nuevo *status* comunitario de las empresas, el punto de partida es la necesaria reforma de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y, más en particular, de sus títulos V y VI, que en la actualidad son los que regulan la cuestión.

2. La primera implicación a destacar es la resultante de la definición de empresa de servicios de

inversión que acoge la DSI. Y ello, porque comprende tanto a las personas jurídicas como a las personas físicas cuya actividad o profesión habitual consista en prestar servicios de inversión a terceros, si bien las segundas deben de acreditar un grado de cumplimiento de requisitos muy parecido al de las primeras.

Salvo cambios de último momento, lo normal será que nuestro legislador no dé marcha atrás en la decisión adoptada en el año 1988, cuando se decidió por un sistema de personas jurídicas en detrimento de las personas físicas, que sólo mantuvieron un *status* personalizado e individual en el caso de miembros de las bolsas de valores, y que, en la actualidad, ya no quedan vestigios al haber desaparecido todos.

Otra implicación, muy importante para el campo bursátil, es la consideración de las entidades de crédito como empresas de servicios de inversión, dándoles un tratamiento idéntico a las que no gocen de dicha condición.

La delimitación del concepto por la DSI comprenderá tanto a las Sociedades y Agencias de Valores como a las Sociedades Gestoras de Carteras, entidades éstas que quedarán definitivamente bajo el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores. No obstante, cabe que: por una parte, se creen entidades financieras de orden interno que no dispongan de pasaporte comunitario (*v. gr.*, entidades financieras especializadas en la intermediación de futuros sobre subyacentes no financieros); por otra, que entidades que se acomoden a los esquemas actuales no tengan licencia única (*v. gr.*, Sociedades de Valores cuyo único objeto sea la administración de valores mediante anotaciones en cuenta); y, por último, entidades con pasaporte que realizarán actividades que no dispongan de aquel.

De lo mencionado se infiere que el esquema actual de reserva de actividades que se contempla en los artículos 70, 71 y 76 de la LMV será sustituido por un esquema de delimitación de servicios sobre instrumentos, conforme a los postulados de la directiva. Es decir, la LMV deberá contener el *status* de actividades que determine el pasaporte mediante la distinción de actividades principales y complementarias, conforme a los Anexos de la directiva. Asimismo, dichos servicios se referirán a los instrumentos financieros igualmente recogidos en el Anexo. Por tanto, los servicios sin pasaporte, o bien se reflejarán en la nueva enumeración, o bien se dejarán al desarrollo reglamentario.

La delimitación de instrumentos financieros sobrepasa con creces el elenco de activos comprendidos a nivel normativo, por cuanto se comprenden instrumentos como las permutas financieras (*swaps*) que en la actualidad no son mencionados. Asimismo, la noción «instrumentos financieros» supera el concepto de valores negociables en tanto pilar fundamental del régimen jurídico de la Ley. Por ello, y

para hacer frente igualmente a la situación que se plantea en la actualidad, donde la normativa de valores se aplica a instrumentos como los derivados, que difícilmente podrían considerarse como valores, sería aconsejable que el legislador recogiese expresamente que la Ley, y su régimen jurídico, resultan de aplicación a instrumentos financieros que no gozan de la cualidad de valores.

3. Un segundo grupo de cuestiones a referir son las relativas a las condiciones de autorización. La DSI opta porque la autorización de las autoridades competentes determine el elenco de actividades concretas que puede desarrollar una empresa. Esta disposición, en cuanto a entidades de crédito se refiere, ya se prevé en la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, con lo que también será aplicable, en lo que a su actuación en los mercados de valores se refiere. También se exige como requisito de la autorización la presentación de un programa de actividades, lo que obligará al legislador interno a concebirlo como tal, por cuanto en la actualidad era más bien un documento complementario a presentar en el momento de solicitar la condición de Sociedad o Agencia de Valores.

De igual manera, en la DSI se comprenden supuestos específicos de revocación que completan los actualmente contemplados en la LMV, motivo por el cual deberán ser ampliados los hoy previstos en el artículo 67 de la LMV.

Por último, dentro de este apartado, merece mención especial el requisito de idoneidad de los socios o accionistas de la entidad que se pretende constituir, en tanto barrera de entrada a una actividad reservada que garantice la cualificación de los promotores de una empresa de servicios de inversión. Esta previsión deberá igualmente incorporarse a los requisitos de autorización que en la actualidad se contemplan en el artículo 66 de la Ley del Mercado de Valores.

Otro conjunto de disposiciones a destacar son las relativas a las condiciones de ejercicio de la autorización o para su conservación. La primera a comentar es la relativa a la separación de los fondos y valores de los clientes para evitar usos indebidos de los mismos que puedan suponer una pérdida para los inversores. Ello obligará, en lo que a entidades no crediticias se refiere, a arbitrar medidas de separación de efectivos de los clientes, evitando que, en casos de procedimientos concursales de las empresas de servicios de inversión, los fondos se integren a la masa de la quiebra, limitando la recuperación por los inversores.

La consecuencia inmediata del régimen de separación será la de impedir las cuentas transitorias de efectivo que en la actualidad mantienen los clientes en una Sociedad o Agencia de Valores. Por tanto, o se deberán mantener en una entidad de crédito o, como otra posible solución, autorizar para la disposición de las cuentas a las empresas de servicios de

inversión, si bien la titularidad la mantendrán los inversores.

En el presente bloque temático, y en el marco de las condiciones que faciliten la licencia única, es de destacar el conjunto de normas prudenciales que preconiza la Directiva para que las aseguren los estados de origen. Por tal motivo, se obliga al mantenimiento de una adecuada estructura organizativa de la empresa en cuestión, así como a un sistema de registro de las operaciones que facilite la supervisión por el citado estado, y la de los estados de acogida en materia de normas de interés general. Ambos requisitos deberán concretarse en la LMV, especialmente el primero, si bien en la actualidad representa un requisito de autorización. La consecuencia evidente es que se abre la puerta para que dichos motivos puedan dar lugar a sanciones y, en casos extremos, a la revocación de la autorización.

En tercer lugar, y como aspecto del que deben velar los estados de acogida, las normas de conducta mínimas que impone la Directiva son comprendidas en el momento presente por nuestro ordenamiento interno, ya que se tuvieron en consideración a la hora de elaborar el Real Decreto 629/1993 sobre normas de actuación y registros obligatorios. Ahora bien, sería aconsejable que el legislador recogiese expresamente que la existencia de un código de conducta interno de las empresas de servicios de inversión sea un requisito imprescindible para la autorización de las mismas, en tanto instrumento que evita conflictos de intereses.

Por último, dentro del presente grupo de temas, hay que destacar el régimen de las denominadas «participaciones cualificadas» que deberá ser incorporado a nuestro ordenamiento interno. Hay que matizar que estas reglas son diferentes al régimen hoy vigente de participaciones significativas, cuya finalidad es meramente informativa o de transparencia, pero sin implicaciones de intervención administrativa por la CNMV.

En virtud de lo previsto en la DSI, se faculta a las autoridades supervisoras del estado miembro de origen para que controlen y aprueben, en su caso, la toma de participaciones significativas en el capital de una empresa de servicios de inversión. Esta normativa supone, en definitiva, un medio de control que garantice una orientación adecuada de las empresas de servicios de inversión, de forma tal que mantengan las condiciones de idoneidad de los accionistas que en su día motivaron la autorización que, a la postre, determinan la licencia única. La importancia de estas reglas es tal que se faculta a los estados a arbitrar medidas de toda índole, incluso de orden sancionador, que garanticen su cumplimiento. Hay que significar que la disciplina es de aplicación igualmente a la toma de participaciones por entidades no residentes.

Desde una perspectiva interna, en la Ley del Mer-

cado de Valores se deberá: primero, determinar los porcentajes que se considerarán como constitutivos de participaciones cualificadas; segundo, las facultades de intervención, y, en su caso, de denegación de la CNMV, cuando considere inoportuna una toma de participación; tercero, la delimitación de las consecuencias del incumplimiento por parte de las empresas y sujetos obligados a comunicar.

4. Continuando el análisis, en lo que a ordenación de los mercados se refiere, la Directiva tiene una importante implicación en cuanto al esquema de miembros de nuestros mercados de valores y, en particular, en lo que al mercado bursátil se refiere. Efectivamente, la Directiva hace posible el acceso directo de las entidades de crédito a cualquier mercado. Esta prescripción, trasladada al caso español, se traduce en que los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito podrán ser miembros directos de nuestras Bolsas de Valores, rompiendo uno de los pilares fundamentales de nuestra reforma de 1988.

Pero la regla que tendrá una mayor incidencia nuevamente en el mercado bursátil es la que preconiza la desconcentración de operaciones en un mercado cuando exista una autorización del inversor. Esta norma sí que supone una auténtica carga de profundidad para la actual ordenación de la operativa en Bolsa de Valores, bendiciéndose de esta manera la realización de operaciones al margen de los mercados, y sin la intervención de sus miembros, en particular, cuando los que actúan son inversores institucionales. Esta disposición, orientada a impulsar la negociación fuera de los sistemas ordinarios, supone un cambio importante para un mercado bursátil como el nuestro donde el marchamo histórico era el de la concentración y la intervención de los miembros, sancionada en caso de inobservancia con la nulidad de la operación.

Esta medida de liberalización de los mercados traerá consigo una profunda modificación del esquema de operaciones contemplado en los artículos 36 y 37 de la Ley, así como de la normativa de desarrollo. Desaparecerán casi con toda seguridad las hoy denominadas operaciones bursátiles especiales, lo que representará un reto considerable para los miembros del mercado por la posible pérdida de negocio.

5. En contrapartida a la opción desconcentrada que recoge la directiva, la protección del inversor y la garantía de una adecuada supervisión se consiguen mediante el establecimiento de las denominadas obligaciones de información (*reporting*) y de «transparencia».

Al albur de la primera, se obliga a que las empresas de servicios de inversión tengan a disposición de las autoridades supervisoras de su país de origen toda la información relativa a los servicios prestados u operaciones realizadas con relación a instrumentos negociados o no en mercados de valo-

res. Lo anterior se ve completado por la posibilidad que se brinda a los estados de acogida de exigir información respecto a la operativa de empresas vía sucursal o en libre prestación de servicios, tanto por motivos o fines estadísticos como para salvaguarda de normas de conducta o de interés general (*v. gr., insider trading, etc.*).

Esta reorientación de la información, en su vertiente interna, supondrá la necesidad de precisar, conforme a las pautas de la directiva, el régimen de información a la CMNV y a los órganos rectores de los mercados de las operaciones efectuadas, dentro o fuera de mercados, por las empresas españolas.

Por lo que a obligaciones de transparencia se refiere, la Directiva obliga a las autoridades supervisoras a hacer pública la información sobre el resultado de las operaciones de mercado. Esta disposición, pensada especialmente para las denominadas por la Directiva operaciones de mercado, plantea la incógnita de si puede hacerse extensiva a las operaciones realizadas al margen del mercado. Ciertamente, la Directiva sólo piensa en las primeras, pero por motivos de interés general deberá muy probablemente considerarse la necesidad de informar sobre las segundas.

En cuanto a implicaciones internas, la obligación de transparencia requerirá un cumplimiento de obligaciones muy similar al que se efectúa en el momento presente, si bien se atenderá al desarrollo reglamentario de la obligación para cumplir con la prescripción de la DSI.

6. Finalmente, y aunque la Directiva no lo desarrolle, una implicación importante será la consecuente del establecimiento de un Sistema de Garantía de los Inversores a nivel interno, similar al que existe en ciertos países comunitarios. La adhesión a dicho sistema será obligatoria para operar, y el cumplimiento de las obligaciones resultantes del mismo supondrán un requisito para mantener la autorización. Por el momento, la Directiva que regulará este sistema se encuentra en fase de discusión, si bien sería aconsejable que en la reforma de la Ley del Mercado de Valores se prevea ya su establecimiento.

En relación a este tema conviene mencionar su aplicación a las entidades de crédito, dada su condición de empresas de servicios de inversión. Por consiguiente, a nivel interno, deberá optarse entre si se amplía el ámbito operativo de los actuales Fondos de Garantía de Depósitos Bancarios o, en su caso, crear un Fondo especial para entidades de crédito que haga frente a los riesgos por operaciones de los mercados de valores.

De lo que no cabe la menor duda, y algunos ejemplos se han comprobado recientemente en nuestros mercados, es que, si bien el sistema representará un esfuerzo económico añadido a nuestras empresas de servicios de inversión, los que en defi-

nitiva resultarán beneficiados serán los inversores pequeños y medianos. Lo anterior no empece, en buena lógica, a considerar que las aportaciones a dicho esquema se sufragarán mediante la correspondiente repercusión de costes a los inversores.

2. De naturaleza externa

2.1. Actuación transfronteriza

Como ya se destacó, la DSI implica que nuestras empresas de servicios de inversión se benefician del pasaporte comunitario.

Desde un plano económico, la consecuencia evidente es la posibilidad de hacerse un espacio en los mercados financieros de la Unión Europea, ya sea mediante la vía de la sucursal, ya mediante la libre prestación de servicios. Dicha pretensión, por el momento, se manifiesta como una hipótesis, dada la insignificante presencia exterior de nuestras empresas de servicios de inversión.

En la perspectiva de delimitar el *status*, conforme a las prescripciones de la directiva, la LMV deberá regular la actuación transfronteriza de nuestras empresas de servicios de inversión, previendo los procedimientos de interrelación con autoridades supervisoras de otros países para facilitar el control prudencial.

Desde el plano supervisor, las empresas con actuación transfronteriza deberán someterse a las regulaciones de los estados de acogida en materia de normas de conducta y de interés general que se prevean en el marco de la directiva. Por consiguiente, en materia de *reporting* acomodarán la remisión de información a las reglas que establezcan los mencionados estados.

En estrecha relación con lo citado, cabe mencionar que la regla de desconcentración obra también en beneficio de la obtención de cuotas de mercado respecto a valores que se negocien en mercados de otros estados, haciendo posible la realización en España de operaciones con residentes y no residentes respecto a valores que se negocien en mercados de otros países comunitarios.

También en directa relación con el tema del pasaporte, el reconocimiento de acceso a los mercados de cualquier estado miembro supondrá que las empresas españolas puedan adquirir la condición de miembros de cualquiera de aquellos, incluso sin presencia física cuando los mercados sean electrónicos, y, por consiguiente, operar desde España. Asimismo, se posibilita la participación en los sistemas de compensación y liquidación de los mercados donde se negocia, lo cual abre otro segmento de negocio a las empresas españolas.

Todas las cuestiones expuestas ponen de manifiesto los posibles horizontes de actuación que se le

abren a las empresas españolas, entre los cuales indudablemente deben de estar los de los mercados de los países de la Unión Europea. Y eso en un primer momento, por cuanto la mayor interrelación de dichos mercados obligará a adoptar estrategias de fortalecimiento de toda índole de nuestras empresas para que puedan hacer frente a la competencia que se les avecina.

2.2. La competencia exterior

Este apartado es la otra cara de la moneda de las implicaciones externas de la DSI. De forma simétrica, los derechos reconocidos en la norma comunitaria a nuestras empresas lo son igualmente para las empresas de la Unión Europea.

El resultado es que el pasaporte en sus dos facetas es un factor de competencia al facilitar la presencia en nuestros mercados de sucursales y de empresas comunitarias actuando en libre prestación de servicios. Por tanto, además de poder operar fuera de nuestros mercados, las empresas comunitarias tienen la posibilidad de ser miembros de todos y cada uno de los mismos.

Con independencia de la estructura particular de cada mercado, la cuota de negocio se repartirá entre un mayor número de entidades. Por consiguiente, entre los efectos posibles se podría augurar desde la desaparición de firmas sin capacidad competitiva, a la posible fusión de firmas de mediana entidad para hacer frente a la competencia externa, sin descartar una mayor especialización de las actuales, y sin olvidar una muy posible mayor bancarización.

Igualmente, el negocio de la compensación y liquidación, sin perjuicio de las especialidades de cada mercado, será un segmento de competencia.

III. CONCLUSIONES

Sin ánimo de ser exhaustivo, y a los meros efectos de sintetizar, las principales consecuencias o implicaciones que la DSI puede tener para las empresas de servicios de inversión españolas podrían ser:

- 1.^a) Desde un punto de vista económico, una mayor competencia externa.
- 2.^a) La dimensión exterior de la actividad de las empresas españolas deberá ser uno de los principales objetivos a perseguir.
- 3.^a) Se definirá un nuevo estatuto de la actuación interna y externa de nuestras empresas.
- 4.^a) La competitividad de nuestros mercados dependerá en buena medida de la fortaleza que les impriman las empresas españolas.

Como señalábamos al principio del artículo, la Ley del Mercado de Valores representó para nuestros mercados un primer gran cambio, *big bang* en terminología anglosajona. Pues bien, con independencia de la perspectiva euroescéptica o euroeufórica, la realidad es que se avecina el segundo *big bang*.

Por tanto, lo único que cabe esperar es que nuestras empresas de servicios de inversión y, en definitiva, nuestros mercados financieros sepan hacer frente a ese hito crucial que representa la Directiva comunitaria de Servicios de Inversión para forjar un sistema financiero eficaz, eficiente y competitivo frente a los mercados financieros exteriores.