

INCIDENCIA DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION SOBRE EL MERCADO DE DEUDA PUBLICA

Gloria Hernández García (*)

I. INTRODUCCION

Como es sabido, la consecución de un mercado único a nivel comunitario prevista en el Acta Unica Europea de 1986 exige no sólo la creación de un gran mercado interior de bienes sino también la integración de los mercados financieros, cuyos pilares básicos son la libre circulación de capitales —alcanzada ya en 1992 para la mayoría de los países de la Unión Europea, tras la entrada en vigor de la Directiva 88/361/CEE, de 24 de junio de 1988—, la libertad de establecimiento y de prestación de servicios financieros y, finalmente, la armonización de la regulación, especialmente en el terreno de la supervisión y transmisión de información.

La creación de un Area Financiera Integrada, en especial en ausencia de una adecuada armonización fiscal, puede dar lugar a intensos flujos financieros que alteren la distribución del ahorro a nivel comunitario y dificulten la ejecución de las políticas económicas, en particular las monetarias y fiscales. De ahí que tal proceso se haya desarrollado más gradualmente y con un cierto retraso con respecto a la integración del mercado de bienes.

La integración financiera y, en particular, la consecución de la libertad de establecimiento, libre prestación de servicios y armonización de las condiciones de supervisión, se han abordado desde un enfoque sectorial, mediante la aprobación de un conjunto de directivas que afectan a cada uno de los sectores implicados; a saber, el sector bancario, el asegurador y el de los mercados de valores. En este último ámbito —los mercados de valores— los trabajos comunitarios se han plasmado en dos directivas:

— La Directiva de Servicios de Inversión, que consagra el principio de la autorización única de las empresas de inversión (el denominado «pasaporte» comunitario) y su supervisión por el país de origen, así como el libre acceso de los bancos a los mercados de valores, entre otros aspectos.

— La Directiva de Adecuación de Capital, que armoniza las exigencias de recursos propios de las

empresas que operan en los mercados de valores en virtud del citado «pasaporte» comunitario.

En este trabajo nos centraremos en la primera de las directivas mencionadas y, más concretamente, en aquellos aspectos de la misma que afectan al mercado español de Deuda Pública —en particular, al Mercado de Deuda del Estado—, pieza clave de los mercados de valores de nuestro país. En particular, se tratará de ir analizando la organización actual del mercado de Deuda y los cambios que habrá que introducir en su regulación y que deberán aplicarse no más tarde del 1 de enero de 1996, fecha de entrada en vigor de la citada Directiva.

La Directiva de Servicios de Inversión (en adelante DSI) no aborda de forma específica la problemática de cada uno de los mercados de valores —Bolsa, renta fija, productos derivados—, sino que se limita a establecer un conjunto de principios que han de regir de manera general en la prestación de los servicios de inversión con el objetivo básico de asegurar la competencia en los mercados de valores y garantizar la protección de los inversores. En concreto, los aspectos fundamentales en que se centra la DSI son los siguientes:

— Condiciones de acceso a los mercados de valores comunitarios y a sus sistemas de compensación y liquidación.

— Concentración de las operaciones en el mercado.

— Transparencia de las operaciones realizadas en los mercados de valores.

— Requisitos de información que han de cumplir los miembros de los mercados.

En consecuencia, abordaremos cada uno de los aspectos mencionados en lo que al mercado de Deuda del Estado se refiere, tratando de concretar el alcance de las modificaciones que en el mismo habrá de acometer para adecuarlo a las exigencias contenidas en la Directiva de Servicios de Inversión.

II. REPERCUSIONES DE LA DSI SOBRE EL MERCADO DE DEUDA DEL ESTADO

1. Configuración del mercado de deuda

Aunque la emisión de Deuda Pública para cubrir los déficit presupuestarios del Estado es un fenómeno cuyos orígenes se remontan al reinado de los Reyes Católicos (1), la creación de un mercado organizado y moderno para estos valores no se produce hasta bien entrada la década de los ochenta del presente siglo, tras la aprobación del Real Decreto 505/1987, de 19 de abril, por el que se crea el Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado.

Posteriormente, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en su artículo 31, da carta de naturaleza a dicho mercado que pasa a denominar «mercado de Deuda Pública en anotaciones» y lo configura como un *mercado secundario oficial* equiparándolo a las Bolsas de Valores y a «aquellos otros mercados, de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta, que se creen en virtud de lo previsto en el artículo 59».

Actualmente sólo el mercado de futuros y opciones se puede encuadrar dentro de este último grupo tras haber sido autorizado como «mercado secundario oficial» por el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones.

Siguiendo a Miguel Pellicer (2), la consideración del mercado de Deuda Anotada como «mercado secundario oficial» supone, entre otros aspectos:

— Que se trata de un mercado «organizado», es decir, que debe contar con un organismo rector responsable de establecer y controlar el cumplimiento de las normas de acceso al mercado, de cotización y contratación de las operaciones que en él se realicen y la difusión de la información. Como veremos, el organismo rector del Mercado de Deuda Pública Anotada es la Central de Anotaciones.

— Que ha de ser un mercado «cerrado» en el sentido de que sólo pueden operar en él los miembros autorizados. En consecuencia, son nulas las operaciones en las que no participe un miembro del mercado.

— Que las obligaciones mínimas de los miembros con sus clientes están reguladas. El gobierno puede prohibir o limitar operaciones que puedan poner en peligro la transparencia y buen funcionamiento del mercado o la protección de los inversores.

El artículo 1.º de la DSI, sin embargo, establece una nueva tipología de mercados de valores, clasificándolos en mercados regulados o no regulados, en función de que cumplan unas determinadas con-

diciones mínimas. En particular, se considerarán mercados «regulados» los siguientes:

— Mercados que tengan un funcionamiento regular.

— Mercados cuyas condiciones de funcionamiento y de acceso a los mismos hubieran sido establecidas por norma de carácter legal.

— Mercados en los que se imponga el cumplimiento de todas las obligaciones de declaración y transparencia contenidas en la propia DSI, a las que más adelante nos referiremos.

Además, es requisito imprescindible para obtener la condición de mercado «regulado» que las autoridades del país de origen del mismo lo incluyan en una lista que se habrá de confeccionar y comunicar a los demás estados miembros a efectos del reconocimiento mutuo y de la aplicación de la DSI. Las listas de los mercados regulados serán publicadas por la Comisión, al menos una vez al año, en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*.

El Mercado de Deuda del Estado en Anotaciones cumple ya los requisitos para ser calificado como un mercado «regulado», de manera que no va a ser necesario introducir ningún cambio en su regulación. Además, el Borrador del Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores ha optado por no modificar la tipología actual de los mercados de valores manteniendo, pues, el carácter de mercados secundarios oficiales para aquellos que cumplan los requisitos expuestos anteriormente. En consecuencia, si bien desde el punto de vista comunitario el Mercado de Deuda será un mercado regulado —y se incluirá, por tanto, en la lista que las autoridades españolas presenten ante la Comisión de la Unión Europea y a los Estados Miembros—, su calificación, de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, seguirá siendo la de «mercado secundario oficial».

2. Organismo rector del mercado

El mercado de Deuda Pública, como todo mercado «organizado», cuenta con un organismo rector.

El artículo 57 de la Ley del Mercado de Valores confiere esta función a la Central de Anotaciones. Sin embargo, al carecer de personalidad jurídica propia, su gestión la tiene encomendada el Banco de España.

En cuanto a sus funciones, el Real Decreto 505/1987 configura la Central de Anotaciones como un servicio público que gestionará, por cuenta del Tesoro, el Banco de España. Tal configuración se mantiene en el Real Decreto 1009/1991, de 21 de junio, por el que se modifica aquél para adecuarlo a la Ley del Mercado de Valores; sin embargo, es poco comprensible, en el marco actual del mercado de valores, que la Central de Anotaciones

pueda mantener esa naturaleza de servicio público, con lo que no sería descabellado que, aprovechando la transposición a la normativa española de la DSI, se modificase este aspecto.

De acuerdo con el Real Decreto citado, las funciones encomendadas a la Central de Anotaciones son:

— Gestionar la emisión y amortización de los valores incluidos en el Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado, los pagos de los intereses devengados por dichos valores y las transferencias de saldos que se originen por su transmisión en el mercado secundario.

— Organizar un mercado secundario entre los titulares de cuenta en la propia central, estableciendo con este fin los procedimientos de cotización y negociación, así como los de compensación y liquidación derivados de aquellos, velando por su transparencia.

— Proponer al Ministro de Economía y Hacienda el otorgamiento o la retirada de la condición de miembro del mercado.

Ninguna de estas funciones es incompatible con la DSI puesto que, como se verá en el apartado relativo a la supervisión, aunque aquella otorga las competencias supervisoras al país de origen de la empresa de inversión, la regulación y supervisión del funcionamiento del mercado corresponden al estado miembro en donde esté el domicilio social del organismo rector del mercado en cuestión, lo que en la terminología de la Directiva se denomina estado de origen del mercado regulado.

En concreto, prevé que el estado de acogida pueda dictar normas de funcionamiento de cada uno de los mercados para los que sea estado de origen, siempre que su cumplimiento se exija de manera indiscriminada a todas las empresas que operen en el mercado o presten servicios de inversión relacionados con los instrumentos que en él se negocian (art. 15). Igualmente se supedita la admisión como miembro de un mercado y su mantenimiento al cumplimiento de las normas de dicho mercado regulado —más adelante profundizaremos en este aspecto al referirnos a las condiciones de acceso al mercado de Deuda.

Además, en su artículo 22, la DSI exige que el organismo concreto que vaya a ejercer tales funciones habrá de ser designado oficialmente, y podrá tratarse tanto de un organismo público como privado, siempre que en este último caso cuente con el pertinente reconocimiento oficial.

En conclusión, la Central de Anotaciones y, en su nombre, el Banco de España, deberá ser designada organismo rector del mercado de Deuda Pública y podrá seguir ejerciendo las mismas funciones que tiene encomendadas en la actualidad.

3. Participantes en el mercado

Uno de los aspectos cruciales de la DSI es la consagración del principio de libre acceso a los mercados para cualquier empresa de inversión con o sin establecimiento permanente en el país de acogida de la empresa de inversión, según se trate de mercados que exigen en su operativa la presencia física o no.

Para valorar el impacto que dicho principio puede tener sobre el mercado de Deuda es preciso conocer la estructura actual del mercado en lo que a sus participantes se refiere.

A estos efectos, podemos distinguir las siguientes categorías de participantes en el mercado:

1. *El Tesoro*. Es el emisor de los valores. Su papel consiste en:

— Establecer el calendario anual de las emisiones.

— Convocar cada una de las subastas, fijando en el caso de los bonos y obligaciones, el cupón nominal de intereses.

— Resolver las subastas determinando el volumen a emitir y el precio marginal y medio ponderado resultantes.

2. *El Banco de España*. Participa en tres niveles:

a) *Gestión de la Central de Anotaciones*:

— Supervisa la transparencia y liquidez del mercado.

— Establece las normas que rigen las operaciones realizadas entre sus miembros.

b) *Desarrollo de la función de entidad gestora*:

— Los particulares que deseen mantener sus valores en una «cuenta directa».

c) *Regulación, junto con el Tesoro, de los sistemas conexos al mercado*:

— Establece las relaciones específicas que afectan a los «creadores de mercado», y se encarga de la evaluación de la actividad de dichas entidades.

3. *Los miembros del mercado*. Tienen la condición de miembros todas las entidades financieras que pueden mantener registrados sus valores en cuentas en la Central de Anotaciones. De acuerdo con el Real Decreto 505/87, existen diversas categorías de miembros, en función de su capacidad para llevar las cuentas de quienes no estén autorizados a operar directamente con la Central de Anotaciones. Así se pueden clasificar en:

a) *Titulares de cuenta*: sólo pueden mantener saldos por cuenta propia, pero no de terceros.

b) *Entidades gestoras*: pueden mantener en sus cuentas valores registrados a nombre de terceros, distinguiéndose varios tipos:

— *Gestoras de capacidad plena*: que además de ser titulares de cuenta a nombre propio, pueden realizar todo tipo de operaciones con sus clientes.

— *Gestoras de capacidad restringida*: se diferencian de las anteriores en que sólo pueden ofrecer contrapartida por cuenta propia a sus clientes en operaciones de compra-venta simple al contado. Dentro de esta categoría de entidades gestoras se encuadran las entidades que, por su propia regulación, no pueden dar contrapartida por cuenta propia a sus clientes y, por tanto, no pueden ser titulares de cuentas a nombre propio, sino exclusivamente operar como meros comisionistas, buscando contrapartida en el mercado o realizando anotaciones por orden conjunta de las partes («toma de razón»). A esta última clase de entidades gestoras es a la única que pueden pertenecer las agencias de valores.

La condición de titular de cuenta, así como la de gestora es otorgada por el Director General del Tesoro y Política Financiera, por delegación del Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España y previo informe de la CNMV.

Según establece la Orden de 31 de octubre de 1991, los requisitos necesarios para obtener la condición de titular de cuentas en la Central son los siguientes:

— Contar con unos recursos propios de, al menos, 200 millones de pesetas.

— Pertenecer a alguna de las siguientes categorías de entidades:

- a) Instituto de Crédito Oficial.
- b) Entidades de crédito de capital público estatal.
- c) Bancos privados.
- d) Cajas de ahorros confederadas.
- e) Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- f) Cooperativas de crédito.
- g) Sociedades mediadoras del mercado de dinero.
- h) Sociedades de valores.
- i) Entidades de financiación.
- j) Sociedades de arrendamiento financiero.
- k) Sociedades de crédito hipotecario.
- l) Fondo de regulación del mercado hipotecario.
- m) Sociedades de garantía recíproca.
- n) Sociedades mixtas de segundo aval.
- o) Sociedades y fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario.
- p) Entidades de seguros.

q) Fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito.

r) Consorcio de Compensación de Seguros.

s) Organismos financieros internacionales de los que España sea miembro.

t) Bancos centrales de países pertenecientes al Fondo Monetario Internacional.

De acuerdo con la citada Orden, para obtener la condición de entidad gestora se han de cumplir los siguientes requisitos:

— Contar con un capital mínimo desembolsado de 150 millones de pesetas (caso de las entidades gestoras de capacidad restringida) o de 750 millones (caso de las entidades gestoras de capacidad plena) y, posteriormente, unos niveles mínimos de recursos propios proporcionados al volumen de actividad y a los riesgos asumidos.

— Reconocida honorabilidad comercial o profesional en todos los miembros de su Consejo —que deberán ser al menos tres— y en sus directores generales.

— Que ninguna de estas personas se encuentre procesada o tenga antecedentes penales por delitos de falsedad contra la Hacienda Pública, de infidelidad en la custodia de documentos, de malversación de caudales públicos, etcétera.

— Que la entidad se comprometa a contar con una organización y unos medios personales y materiales adecuados al carácter y volumen de la actividad a desarrollar.

— Que la entidad pertenezca a alguno de los siguientes grupos:

a) Sociedades y agencias de valores.

b) Bancos, cajas de ahorro, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorros, Instituto de Crédito Oficial y entidades de crédito de capital público estatal.

c) Cooperativas de crédito.

— Que la entidad se comprometa a mantener una amplia base de clientes, lo que supone unos saldos mínimos en su cuenta de terceros de 20.000 millones de pesetas —caso de las entidades gestoras de capacidad plena— y de 1.000 millones —caso de las entidades gestoras de capacidad restringida.

Un subconjunto de las entidades gestoras han asumido compromisos especiales adquiriendo así el estatuto de «creador de mercado». Estos compromisos son, entre otros:

— Participar regularmente en las subastas del Tesoro.

— Negociar activamente en el mercado secundario.

— Mantener una amplia presencia en la negociación a través del denominado «mercado ciego».

Además de estas entidades existen otras entidades gestoras que reciben el nombre de «aspirantes a creador de mercado» que, aunque también asumen compromisos de participación en los mercados primario y secundario, éstos son de menor cuantía.

El Banco de España evalúa su actividad y elabora una clasificación periódica de «creadores». En consecuencia, la condición de «creador de mercado» no es permanente sino que depende del cumplimiento de los compromisos asumidos.

Como contrapartida de dichos compromisos, los «creadores de mercado» tienen una serie de derechos: recibir información periódica sobre la situación de financiación del Tesoro; acudir en exclusiva a las segundas vueltas de las subastas de deuda; canalizar las intervenciones diarias que el Banco de España realiza para drenar e inyectar liquidez y canalizar las emisiones de deuda que el Tesoro realice por procedimiento distinto al de subasta.

4. *Los intermediarios.* Agentes que intermedian las operaciones entre los miembros del mercado. Dentro de ellos hay que destacar, por su especial relevancia a los Mediadores entre Negociantes (MEDAS): agentes que intermedian las operaciones realizadas entre los «creadores de mercado» y «aspirantes a creadores», a través de un sistema electrónico de pantallas: el denominado «mercado ciego», en el que se cotizan precios en firme y sin conocimiento de la contrapartida. A estos intermediarios especializados se les conoce como «*brokers ciegos*». Actualmente son cuatro las entidades que realizan esta función.

5. *Los inversores finales.* Aquellas personas físicas o jurídicas que adquieren los valores a través de una entidad gestora. Pueden ser:

— Particulares: empresas no financieras y familias.

— Institucionales: tanto nacionales como extranjeros (instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.).

Tras esta descripción de la estructura por participantes del mercado español de deuda, pasaremos a analizar la incidencia sobre la misma de la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión.

Como ya señalamos al comienzo de este trabajo, uno de los objetivos centrales de la Directiva es asegurar el libre acceso a los mercados de valores por parte de todas las empresas de inversión que hayan obtenido el «pasaporte» comunitario.

Para ello, el número 1 del artículo 15 de la DSI establece que «los Estados miembros de acogida velarán por que las empresas de inversión autorizadas por las autoridades competentes de su Estado

miembro de origen a prestar los servicios mencionados en los puntos número 1, letra b) y número 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 (...)».

Además, en ese mismo artículo también se señala que «cuando, debido a su estructura jurídica o su capacidad técnica, el acceso a un mercado regulado sea limitado, los Estados miembros velarán por que dicha estructura y dicha capacidad vayan adaptándose de forma regular».

Por su parte, el número 2 del precitado artículo 15 añade que «el acceso a un mercado regulado (...) estará supeditado al cumplimiento de las normas de dicho mercado regulado en lo que respecta (...) al cumplimiento de las normas relativas a las operaciones (...), las normas profesionales impuestas al personal que trabaja en ese mercado (...) y las normas o procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación (...)».

Por último, el número 4 del mismo artículo 15 dice: «(...) cuando para operar en un mercado regulado (...) no se exija como requisito la presencia física, las empresas de inversión (...) podrán adquirir la calidad de miembros o acceder en las mismas condiciones, sin tener un establecimiento en el Estado miembro de acogida (...)».

Tratemos de ir revisando cada uno de los aspectos más relevantes de estos artículos para sacar algunas conclusiones sobre sus implicaciones en el mercado de deuda.

— En primer lugar, hay que señalar que la DSI parece establecer una distinción entre tener acceso a un mercado y ser miembro —directa o indirectamente— del mismo. Esta distinción, operante en mercados en los que coexisten la figura de accionista —que habilita al acceso a la condición de miembro del mercado— y la de miembro del mercado no accionista, con diferentes derechos, no existe, sin embargo, en el mercado de deuda, ya que el acceso a dicho mercado, entendiéndose por tal el acceso a la Central de Anotaciones, se produce exclusivamente mediante la adquisición de la condición de miembro del mercado, bien sea como titular de cuenta o como entidad gestora.

Se podría hacer una interpretación más amplia del concepto «acceso al mercado», entendiéndose por tal las posibilidades de operar con los valores que en él se negocian, con independencia de si se tiene o no acceso a la Central de Anotaciones. Sin embargo, no parece que ese fuera el espíritu que inspiró la norma comunitaria, por cuanto tal libertad de acceso también se presume, como luego veremos, para los sistemas de compensación y liquidación, generalmente reservados para los miembros en sentido estricto.

— En segundo lugar, la primera condición que se exige a una empresa de inversión para tener acceso/ser miembro de cualquier mercado regulado es la de obtener el «pasaporte» comunitario, cuya concesión ha de proceder del país de origen. Para obtener tal pasaporte la empresa en cuestión deberá contar con unos recursos propios mínimos en función del tipo de riesgo en que la empresa vaya a incurrir, de conformidad con lo establecido en la Directiva de Adecuación de Capital, sin que el país de acogida pueda establecer requisitos de capital más elevados. Por tanto, cualquier requisito de acceso a un mercado o de permanencia en él basado en el nivel de recursos propios de la empresa de inversión deberá eliminarse. En consecuencia, las exigencias de recursos propios o capitales desembolsados que contiene el Real Decreto 505/87 —en su nueva versión dada por el Real Decreto 1009/91— deberán desaparecer cuando entre en vigor la DSI.

Cuestión distinta es que las autoridades españolas, por razones de política financiera, decidiesen mantener, para las empresas de inversión españolas, unas exigencias de capital superiores a las que contempla la Directiva de Adecuación de Capital —lo que sería perfectamente posible, puesto que la citada Directiva establece unas exigencias de recursos propios *mínimos*—. En cualquier caso, tales requisitos de capital serían de aplicación a la hora de otorgar o no el «pasaporte» comunitario a las empresas españolas, pero nunca para permitir o negar el acceso a un mercado regulado español a empresas con «pasaporte» otorgado por su país de origen.

— En tercer lugar, y por lo que al resto de condiciones para acceder a un mercado regulado se refiere, la DSI sí contempla que las autoridades competentes del estado de origen del mercado regulado, es decir, el organismo rector del mercado en cuestión, puedan exigir a las empresas de inversión que quieran acceder a él la aceptación y el cumplimiento de las reglas de funcionamiento de dicho mercado.

— Por último, quizá una de las implicaciones más relevantes de la DSI sobre el mercado de deuda va a ser su apertura a empresas de inversión que no se encuentren instaladas en nuestro país. El mercado de deuda, como veremos en el apartado siguiente, es un mercado en el que no se exige la presencia física como requisito para negociar en él.

De hecho, a diferencia de otros mercados —como por ejemplo algunas bolsas de valores, en las que se opera de viva voz mediante un sistema de «corros»—, la negociación entre los miembros del mercado de deuda se lleva a cabo, bien por la vía electrónica, o por la vía telefónica.

El sistema electrónico de negociación es el que se conoce con el nombre de mercado «ciego» y a él sólo pueden acceder los «creadores de mercado» y

los «aspirantes a creador». Constituye el «núcleo» del mercado, ya que sus participantes se comprometen a cotizar en firme y dichas cotizaciones sirven de referencia para el conjunto de la negociación de los valores. La red a través de la que se realizan estas operaciones está constituida por cuatro *brokers* especializados autorizados por el Banco de España. Se denomina «ciego» porque en este mercado no se conoce la contrapartida con quién se realiza la operación. El sistema de negociación que se utiliza es, en terminología anglosajona, *quote driven market*, es decir, un mercado en el que unos agentes ofrecen cotizaciones de compra y venta a las que otros participantes pueden cruzar las operaciones.

El resto de la negociación entre miembros del mercado se realiza a través del sistema telefónico —también denominado «segundo escalón»—, cuyo soporte es el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (en adelante STMD), gestionado por el Banco de España. Las operaciones se pueden realizar directamente entre entidades o a través de un intermediario (*broker*). En este caso el *broker* «casa» la operación para su posterior compensación y liquidación. Este sistema puede, pues, funcionar como un *quote driven market* cuando se realiza a través de *broker* —ya que éste dispone de cotizaciones ofrecidas por las entidades participantes a las que los clientes compran o venden—, o como un mercado de negociación «bilateral» —cuando no intermedia un agente la operación— porque las partes acuerdan los términos de la misma.

En conclusión, el principio de libertad de acceso a los mercados va a exigir una modificación de la normativa actual sobre acceso a la condición de miembro del mercado de deuda que permita a cualquier empresa de inversión con «pasaporte» comunitario adquirir la condición de titular de cuentas o entidad gestora, sin necesidad de que dicha empresa tenga o no un establecimiento permanente en España; bastará con que cuente con las instalaciones apropiadas —teléfono y la pantalla electrónica—, a través de la que realizará las operaciones. La única condición que podrá imponerse para otorgar la condición de miembro del mercado a una empresa con el «pasaporte» será que ésta se someta a las reglas de funcionamiento del mismo. Así, sí podrá exigirse a la empresa que quiera acceder al mercado de deuda que cuente con los medios técnicos/personales adecuados; que se ajuste a la normativa del mercado en cuanto a tipo de operaciones, plazos, horarios, etc.; que lleve los registros de las operaciones exigidos por la Central de Anotaciones; que mantenga el saldo mínimo de clientes terceros que sea preciso para conservar la condición de entidad gestora y, finalmente, que cumpla con las obligaciones de comunicación de las operaciones a la Central de Anotaciones de la Administración tributaria cuando proceda.

Llegados a este punto, conviene ahora hacer

alguna reflexión sobre un aspecto estrechamente relacionado con el acceso al mercado que, aunque no se menciona de forma explícita en el articulado de la DSI, cabría suponer que está implícito en la misma: el acceso a la condición de «creador de mercado». En la medida que el «creador de mercado» es una categoría específica dentro del conjunto de miembros del mercado de deuda, poner limitaciones al acceso a tal categoría podría menoscabar uno de los objetivos de la DSI: la apertura de los mercados a las empresas no residentes en las mismas condiciones que imperan para las empresas nacionales. Por consiguiente, cabría concluir que, siempre y cuando la empresa de inversión cumpla con los requisitos exigidos para realizar las funciones de «creador de mercado», debería tener derecho a pertenecer a esta categoría y, consiguientemente, acceder a todos los privilegios —entre ellos la posibilidad de operar a través de la red «ciega»—, con independencia de su lugar de residencia. Ahora bien, hay que tener en cuenta que en el mercado español se produce una circunstancia peculiar que condiciona la interpretación anterior: la coincidencia en las mismas entidades de las labores de creación de mercado puramente relacionadas con el mercado de deuda —que serían las afectadas por la DSI—, con su papel como transmisoras de la política monetaria del Banco de España —que, por su propia naturaleza, quedan fuera del ámbito de la citada normativa comunitaria—. En consecuencia, en el supuesto de que sea correcta la interpretación realizada en los párrafos precedentes acerca de la necesidad de abrir el grupo de creadores a empresas de inversión con «pasaporte» comunitario, sería preciso dejar claro que tal apertura no afectaría a las funciones que dicho grupo de entidades realiza en el desarrollo de la política monetaria.

Finalmente, es preciso hacer hincapié en la posibilidad que parece ofrecer la Directiva de adaptación transitoria a estas exigencias en el supuesto de que, por razones de índole técnica, el acceso a un mercado regulado se encuentre limitado.

Aunque, obviamente, ésta puede ser una vía de escape que los órganos rectores de los mercados regulados tratarían de explotar, sí es cierto que los soportes informáticos y telefónicos con que los mercados cuentan, generalmente tienen una capacidad relativamente limitada en el corto plazo. Buena prueba de ello es, en el caso del mercado de deuda anotada, la limitación impuesta actualmente a que entidades pertenecientes al mismo grupo financiero accedan individualmente a la condición de entidades gestoras. Es lógico, pues, que el proceso de apertura se vaya produciendo en la medida que los medios técnicos lo permitan. No obstante, este aspecto concreto de la DSI deberá ser objeto de discusiones ulteriores que permitan conocer su alcance.

4. El sistema de compensación y liquidación

Tan importante como tener garantizado el acceso a un mercado es acceder a su sistema de compensación y liquidación, puesto que sobre éste descansa la integridad, seguridad y agilidad de aquel. De ahí que la DSI, al referirse al libre acceso a los mercados regulados, contemple expresamente la obligación de facilitar el libre acceso a los sistemas de compensación y liquidación establecidos para uso de los miembros del mercado.

En el mercado de deuda pública, tal y como está configurado actualmente, tal exigencia, sin embargo, no plantea, en principio, ningún problema, puesto que la condición de miembro del mercado lleva incorporada la de entidad adherida al STMD, a través del cual se realiza la compensación y liquidación de las operaciones entre miembros del mercado. No obstante lo anterior, sí podrá exigirse a las entidades no residentes sin establecimiento permanente que quieran acceder al sistema de compensación y liquidación que las cuentas de Tesorería que han de mantener abiertas estén denominadas en pesetas, por ser ésta la unidad de cuenta en que se realizan las liquidaciones. El procedimiento utilizado es el de «entrega contra pago», es decir, que las dos transferencias integrantes de la liquidación —valores y efectivo— se realizan de forma simultánea y vinculada. Para ello, a medida que se realizan las operaciones, se comunican por las dos partes al STMD, o si se trata de operaciones realizadas a través del mercado ciego, la comunicación es triple: el mediador —que da un número a la operación e identifica a las dos partes— y cada una de éstas —que deben hacer referencia al número de la operación y al mediador—. Al cierre de la sesión se confirman al STMD las operaciones comunicadas durante el día y se comunican, para su asiento contable, a la Central de Anotaciones. Al final de la mañana cada miembro recibe un resumen de las operaciones que ha realizado y de los saldos de sus cuentas de efectivo y de valores abiertas en el Banco de España.

Generalmente, la liquidación se realiza a los cinco días hábiles de la contratación, ya que nuestro mercado ha importado las prácticas habituales en otros mercados extranjeros y, fundamentalmente, las utilizadas por Euroclear/Cedel —los dos grandes sistemas internacionales de compensación reconocidos en España—. De este modo, aun cuando la operación se comunica en el día en que se contrata, las cuentas de valores y efectivo no se cargan o abonan contra las correspondientes cuentas de efectivo hasta que llega la fecha-valor establecida para la liquidación.

En el mercado de letras del Tesoro, la contratación suele realizarse con fecha-valor mismo día, con lo que su liquidación se produce al cierre del mercado.

Todas las operaciones que han de liquidarse en

la misma fecha, se compensan entre sí, y antes de ejecutar las órdenes de pago resultantes, se comprueba que existe saldo suficiente en las correspondientes cuentas de valores y efectivo. Si no es así, aunque los mercados ya estén cerrados, se pueden efectuar transferencias extraordinarias de valores o de efectivo con el fin de subsanar los descubiertos existentes. En determinadas circunstancias, el Banco de España puede también recurrir a los saldos de cualesquiera otras cuentas de valores o efectivo abiertas por la entidad afectada. Si no se solucionan los descubiertos, se comunica a las entidades las órdenes que no han podido ser cumplimentadas.

Para evitar el riesgo de sistema —cadenas de operaciones fallidas— el STMD selecciona las órdenes que menor perturbación puedan originar al mercado.

Por lo que se refiere a la compensación y liquidación de las operaciones realizadas entre las entidades gestoras y sus clientes, éstas se llevan a cabo por las propias gestoras, quienes comunican diariamente al Banco de España los saldos globales de las cuentas de sus clientes. Una vez a la semana han de remitir, mediante cinta magnética, el detalle de las operaciones realizadas.

En general, las operaciones con clientes se comunican el día anterior a la fecha de la liquidación —salvo que su importe unitario exceda de 50 millones, en cuyo caso se comunican el mismo día de la liquidación.

Por último, cuando en la operación intervienen inversores extranjeros, éstos pueden, además, compensar y liquidar sus operaciones a través de Euroclear y Cedel. Ambos sistemas se encuentran ligados a la Central de Anotaciones a través de una entidad gestora —Santander y BBV, respectivamente (3)—. De este modo, las operaciones realizadas entre clientes de Euroclear o Cedel se compensan y liquidan internamente por dichos sistemas. La entidad gestora sólo conoce los saldos netos que son los que incluye a efectos de su liquidación con la Central de Anotaciones. Lo mismo sucede cuando se trata de operaciones realizadas entre un depositante de un sistema y otro del otro, ya que Euroclear y Cedel realizan un *case* de operaciones nocturno.

Si la operación se realizó entre un cliente de un sistema y otro ajeno a ellos, puede optarse por la compensación y liquidación a través de Euroclear/Cedel o a través de la Central de Anotaciones.

Como se desprende del procedimiento descrito, todo el sistema descansa sobre la Central de Anotaciones, con independencia de que la compensación y liquidación hubiera sido realizada directamente por ella, o a través de una gestora, o por uno de los sistemas de compensación internacionales. De hecho, la configuración jurídica de la Central de

Anotaciones supone que sólo quien figure registrado en cuentas en la Central o en una entidad gestora, es propietario de los valores. Cualquier transacción que suponga cambios de titularidad no tendrá efectos jurídicos si no se comunica a la Central.

Ahora bien, la DSI en su artículo 14, número 3, contempla diversos supuestos en los que un estado miembro no podrá exigir que las operaciones relativas a los servicios de inversión se efectúen en un mercado regulado. Estos supuestos son:

— Que el inversor sea no residente en el país de origen del mercado regulado.

— Que la empresa de inversión realice las operaciones sin mediación de establecimiento permanente en el país de origen del mercado.

— Cuando tratándose de un inversor residente en el estado de origen del mercado regulado, éste autorice por escrito a la empresa de inversión a realizar la operación fuera del mercado regulado.

Según se desprende del contenido de los considerandos de la propia directiva, el objetivo perseguido por el legislador es la protección de los inversores y, en particular, de aquellos con mayor especialización profesional, que pueden obtener mejores condiciones mediante la realización de operaciones *over-the-counter*.

Si la posibilidad de actuación fuera de los mercados organizados, a los que se refieren los párrafos precedentes, se interpreta en el sentido de que en la operación no haya de intervenir un miembro del mercado, la pretendida protección del inversor se transformaría en una absoluta inseguridad jurídica cuando se tratase de operaciones sobre valores representados en anotaciones en cuenta, cuya titularidad sólo puede acreditarse mediante su registro en una Central de Anotaciones. Tal es el caso, como vimos anteriormente, del mercado español de deuda del Estado. Una posible solución a este problema sería exigir siempre la interposición de un miembro del mercado —una gestora— que, aunque no haya intervenido en la operación, «tome razón» de la misma y la registre en su cuenta de terceros.

Este es precisamente el problema que se produce actualmente en las operaciones realizadas a través de Euroclear y Cedel, puesto que al tratarse de entidades ligadas sólo indirectamente a la Central de Anotaciones, ésta no conoce los cambios en la titularidad de los valores que se producen internamente en cada sistema, sino tan sólo el saldo global registrado a favor de cada uno en la cuenta de terceros del Banco Santander o BBV y sus variaciones netas. Se produce así la paradójica situación de que ambos sistemas, que por sus propios estatutos no pueden ser titulares de valores, son quienes, en teoría, son los acreedores del Tesoro.

Es evidente que esta situación ha de modificarse, para lo que caben varias posibilidades:

— Que cada uno de los dos sistemas adquiera la condición de miembro —entidad gestora—, con antelación a la entrada en vigor de la DSI, para ello se requeriría que ambos sistemas se instalaran en España bajo la forma de agencias de valores, lo que les exigiría disponer de un capital mínimo de 150 millones de pesetas, lo que muy probablemente no tendría mucho sentido para unas entidades que sólo realizan funciones de depósito, compensación y liquidación, sin intermediar en las operaciones. Con la entrada en vigor de la DSI el problema citado no se resuelve, ya que la autorización para acceder a la actividad de empresa de inversión no podrá concederse a aquellas que realicen los servicios que la Directiva cataloga como de auxiliares —entre los que se incluye la custodia y administración de instrumentos financieros— con carácter exclusivo.

— Que cada uno de estos sistemas sigan vinculados indirectamente a la Central de Anotaciones, tal y como están en la actualidad, pero se comprometan a comunicar a la Central las operaciones realizadas de manera que éstas queden registradas. Este sistema es, de hecho, el adoptado por el SICOVAM —Central de Anotaciones de los Valores del Tesoro Francés— con estas instituciones, o el que funciona para el registro de las operaciones realizadas a través del Sistema Bursátil de Deuda anotada. Una posible vía para lograr el mismo resultado sería separar los ámbitos de negociación y registro en el mercado de deuda. Se trataría, en definitiva, de diferenciar entre ambas labores, abriendo la puerta a la aparición de entidades con funciones exclusivamente registrales a través de las cuales se podrían incardinar Euroclear y Cedel en el mercado de deuda.

5. Obligaciones de información

a) *Obligaciones de información de los miembros del mercado*

Un aspecto crucial para el correcto funcionamiento de los mercados de valores es el de la transparencia. La DSI, consciente de ello, dedica varios artículos a regular unas obligaciones mínimas de información que han de cumplir las empresas de inversión, así como las autoridades competentes de los mercados regulados.

En primer lugar hay que distinguir entre las obligaciones de información con fines estadísticos, que suponen que la empresa de inversión dé cuenta de todas las operaciones realizadas en un estado miembro a las autoridades competentes de dicho estado, de aquellas otras establecidas para facilitar las labores de supervisión del mercado. Las primeras se recogen en el artículo 19 de la DSI y se refieren al conjunto de operaciones de la empresa de inversión. Las segundas son las que establece el artículo 20 y exigen a la empresa conservar duran-

te cinco años los datos correspondientes a las operaciones realizadas sobre instrumentos negociados en un mercado regulado —aun cuando tales operaciones se hubieran realizado fuera del mercado—. Además, para determinado tipo de operaciones —las que se refieran a acciones u otros instrumentos que den acceso al capital; obligaciones o instrumentos equivalentes; contratos a plazo normalizados referentes a acciones u opciones normalizadas referentes a acciones— la empresa debe realizar una declaración que estará diariamente a disposición de las autoridades competentes del país de origen del mercado, en la que habrá de figurar el nombre y número de los instrumentos comprados o vendidos, la fecha y hora de la operación, los precios y la identificación de la empresa de inversión.

Actualmente, todas las operaciones realizadas entre los miembros del mercado de deuda han de ser comunicadas al STMD, en la fecha de contratación, especificando todos los datos que permitan a éste la comprobación y posterior asiento de las mismas.

En la misma fecha en que se comuniquen la operación, ésta deberá ser confirmada por los participantes a la Central de Anotaciones mediante un télex.

Con respecto a las operaciones entre Entidades Gestoras y sus clientes, ya se señaló anteriormente que las gestoras llevan a cabo la labor de registro de las operaciones realizadas por sus clientes. Cada operación realizada origina un registro. Los registros han de llevarse por orden cronológico de incorporación, separados para cada valor, y han de contener una serie de datos en función del tipo de operación de que se trate:

1. Código de entidad gestora.
2. Código de valor.
3. Número correlativo.
4. DNI o NIF del comitente.
5. Nombre o razón social del comitente.
6. Dirección.
7. Código de actividad del comitente.
8. Clase de operación.
9. Clase de intermediación.
10. Fecha-valor de la operación.
11. Importe nominal.
12. Importe efectivo.
13. Fecha del compromiso de recompra, en su caso.
14. Importe efectivo pactado para la recompra a plazo fijo, en su caso.
15. Tipo de interés pactado para la recompra a la vista, en su caso.

16. Fecha de cancelación.
17. Clase de cancelación.
18. Clase de intermediación.
19. Importe nominal cancelado.
20. Importe efectivo de la cancelación.
21. Observaciones.

Además, las entidades gestoras han de estar en condición de obtener, para cada fecha y cada valor, un pormenor de los registros vivos.

Cada día, las entidades gestoras comunicarán a la Central de Anotaciones el saldo de cada valor correspondiente a terceros, de acuerdo con la situación de sus registros de clientes, el cual no podrá exceder el saldo total de su cuenta. A tal fin, entregarán diariamente a la Central de Anotaciones antes de las 17 horas, un soporte magnético en el que detallarán los saldos vivos de terceros que al día siguiente hábil presentarán los distintos valores de deuda del Estado, con motivo de las operaciones concertadas previamente con sus clientes.

Las entidades gestoras entregarán cada viernes —o siguiente día hábil, caso de ser festivo— antes de las 18 horas, un soporte magnético que contenga el detalle diario, por cada valor, de los registros efectuados durante la semana. La Central de Anotaciones comprueba, para cada valor, la coincidencia entre los registros vivos de cada entidad y los saldos segregados comunicados diariamente a la Central.

Como puede apreciarse, las obligaciones de información contenidas en el artículo 20 de la DSI, se vienen cumpliendo ya de manera regular en el mercado de deuda anotada, de manera que cabe esperar pocas modificaciones en este campo. No sucede lo mismo en cuanto a la exigencia de conservación de la documentación durante un período no inferior a cinco años, por lo que deberá contemplarse expresamente en la normativa al trasponer la Directiva de Servicios de Inversión.

b) *Transparencia de las operaciones*

Finalmente, dentro de este mismo apartado relativo a las obligaciones de información, hay que incluir el artículo 21 de la DSI en el que se impone el requisito de la *transparencia*: todas las transacciones —cotizaciones y volúmenes— realizadas en los mercados regulados deben ser comunicados con rapidez y de forma exacta a las autoridades competentes —el organismo rector del mercado— a fin de que éste pueda poner en conocimiento de los inversores los datos más relevantes sobre las condiciones en las que se está negociando en el mercado. En el citado artículo 21 se establecen los datos y la frecuencia que, como mínimo, han de hacerse públicos por el mercado. A saber:

— Al principio de cada jornada, el precio medio ponderado, los precios más alto y más bajo y el volumen negociado en el mercado en la jornada precedente.

— Para los mercados continuos basados en la contratación de órdenes —por ejemplo, el Sistema Bursátil de Deuda Anotada—, y para los mercados guiados por precios (el mercado «ciego» o el «segundo escalón» del mercado de deuda anteriormente descrito):

- *Al final de cada hora*, el precio medio ponderado y el volumen negociado durante un período de funcionamiento de seis horas —no se podrán incluir en ese período las dos horas previas a la publicación.

- *Cada veinte minutos*, el precio medio ponderado, el más alto y el más bajo en un período de funcionamiento de dos horas (la última hora antes de la publicación no se incluirá en este cálculo).

No obstante, en circunstancias excepcionales que acontezcan en el mercado o cuando por tratarse de mercados poco profundos sea fácil la identificación de las actuaciones de empresas o inversores, la Directiva permite retrasar o suspender la publicación de dicha información. Asimismo, también se prevén medidas excepcionales para las operaciones de gran envergadura en relación al tamaño del mercado.

La información que suministra actualmente el Banco de España sobre el mercado de deuda en buena medida se ajusta a las exigencias del artículo 21.

— El *Boletín de la Central de Anotaciones* que se publica diariamente contiene información detallada sobre precios y cantidades negociadas en el mercado durante la jornada precedente.

— Además, a lo largo de la jornada, el Banco de España difunde, a través de Reuter, información sobre condiciones de negociación en el mercado entre titulares. Esta información se actualiza cada cuarto de hora y contiene: precio medio, tasa interna de rentabilidad, importe, fecha-valor, precio máximo y precio mínimo de las operaciones cruzadas entre los mediadores (a través del mercado electrónico) durante la jornada.

Por otra parte, en lo que respecta a información sobre condiciones en las que pueden realizar las operaciones de deuda los clientes terceros, las entidades gestoras están obligadas (Circular 6/1991, del Banco de España, modificada parcialmente por las Circulares 6/1993 y 7/1994 del mismo Organismo), cuando ofrecen contrapartida en nombre propio, a cotizar públicamente, en términos de tasa anual equivalente, aquellos valores en que esté dispuesta a operar, tanto en operaciones de compra-venta simple como en operaciones con pacto de recompra, indicando además en estas últimas, los

plazos de las operaciones. En las cotizaciones descritas se incluirán, en su caso, las comisiones establecidas por la entidad para este tipo de operaciones.

Esta obligación se entenderá cumplida cuando las cotizaciones estén a disposición de la clientela, pudiendo ser difundidas por los sistemas electrónicos de cotización disponibles o por cualquier otro que goce de una difusión suficiente.

6. La supervisión del mercado

La confluencia en el Banco de España de las funciones de supervisión de las entidades de crédito y de gestión de la Central de Anotaciones, significa en la práctica que dicha institución, además de supervisar el funcionamiento del mercado y, en consecuencia, las actuaciones desarrolladas en el mismo por los miembros del mercado, tiene encomendada la supervisión de algunas de dichas entidades: las que son entidades de crédito.

Esta situación se va a modificar ligeramente con la entrada en vigor de la DSI, puesto que ésta confiere las competencias de supervisión prudencial de las empresas de inversión a las autoridades del estado miembro de origen de la empresa.

Sin embargo, no hay que confundir la supervisión prudencial de la entidad —su solvencia—, con la que se refiere a sus actuaciones en un mercado. En este sentido, en la medida que una entidad de crédito opere habitualmente en los mercados de valores, necesitará un «pasaporte» comunitario que la configure como empresa de inversión. En consecuencia, aun cuando la supervisión prudencial de las empresas de inversión es competencia del país de origen de la empresa y, por tanto, el Banco de España sólo podrá supervisar a las entidades de crédito españolas, la supervisión de sus actuaciones en el mercado de deuda seguirá siendo competencia del citado organismo.

III. CONCLUSIONES

La entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión va a suponer un reto importante para los mercados de valores españoles, si bien la intensidad de los cambios a llevar a cabo será mayor en aquellos sectores más protegidos de la competencia exterior o cuyos sistemas de negociación, compensación y liquidación sean menos ágiles y seguros. Por lo que se refiere al mercado de deuda pública, a lo largo de estas páginas se ha tratado de ir analizando cada uno de los aspectos de su regulación y operativa que deberán ser objeto de modificación, así como la importancia cualitativa de la

misma. A modo de conclusión, cabe señalar que el único cambio de cierta trascendencia es el que se refiere al acceso a la condición de miembro del mercado a las empresas de inversión no residentes sin establecimiento permanente. Esta «deslocalización» del mercado de deuda, sin embargo, no tiene por qué suponer una pérdida del control o soberanía que sobre el mismo ejerce actualmente la Central de Anotaciones a través del Banco de España, en la medida en que las operaciones habrán de ser siempre comunicadas a la citada Central, que seguirá ejerciendo, simultáneamente, las funciones de organismo rector del mercado y de sistema de compensación y liquidación.

NOTAS

(*) Agradezco los valiosos comentarios de Ignacio Garrido, José María Narváez y Antonio Hernández. Los errores son exclusivamente obra de la autora.

(1) Los primeros títulos de la Deuda Pública fueron los denominados «Juros» o promesas de pago sobre ingresos futuros de la Corona que, a partir de los Reyes Católicos, comenzaron a utilizarse para obtener ingresos extraordinarios para la Corona en forma de préstamos o anticipos con interés.

(2) PELLICER, Miguel (1992), «Los mercados financieros organizados en España», Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*, núm. 50.

(3) Euroclear y Cedel son, respectivamente, clientes del Banco Santander y del BBV, de manera que su vinculación a la Central de Anotaciones se produce a través de la cuenta de «terceros» de estas entidades.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

BLANCO, Cristóbal (1994), «Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los mercados de valores», *Actualidad del Mercado Financiero*, número 2, febrero.

DIRECTIVA 93/22/CEE del Consejo de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

HERNÁNDEZ, Antonio (1992), «La propuesta de Directiva de Adecuación de Capital y su importancia para la consecución del Espacio Financiero Europeo», *Información Comercial Española*, marzo.

— (1994), «El mercado único de valores: la Directiva sobre Servicios de Inversión», *Boletín de Información Comercial Española*, núm. 2.399.

PELLICER, Miguel (1992), «Los mercados financieros organizados en España», Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*, núm. 50.