

# EL IMPACTO DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

Félix Arce

## INTRODUCCION

Una vez realizada la transposición de la Directiva de Servicios de Inversión a nuestra legislación, entrará en vigor en 1996 la nueva Ley del Mercado de Valores que permitirá a las empresas de inversión actuar fuera de sus fronteras. Prepararse para la competencia que traerá dicha Directiva, es prepararse para el Mercado Unico Europeo de Valores, o lo que es lo mismo, prepararse para la integración en los mercados internacionales. En este contexto, los mercados organizados españoles tenderán a operar transnacionalmente, merced a lo cual han de desempeñar un papel fundamental para evitar que los flujos activos de la inversión internacional elijan otros mercados en competencia con los nuestros.

La Segunda Directiva de Coordinación Bancaria de 1989, actualmente incorporada a nuestra legislación por Ley 3/1994, de 14 de abril, ha sido el primer paso para otorgar el «pasaporte europeo» a las entidades de crédito para, además de liberalizar sus actividades tradicionales, permitir el establecimiento y la libre prestación de servicios por parte de los bancos en el campo de los valores mobiliarios no sólo en el territorio comunitario actual, sino muy probablemente en lo que se ha dado en llamar el Espacio Económico Europeo.

Con la transposición de la Directiva de Servicios de Inversión a nuestro ordenamiento jurídico, las empresas de inversión no bancarias podrán desarrollar una serie de actividades de inversión en valores e instrumentos conexos, bien a través de sucursales o en régimen de libre prestación transfronteriza de servicios.

Este segundo paso fue dado en 1992, cuando el Consejo de la Comunidad Europea adoptó su posición común sobre la Directiva de Servicios de Inversión.

## EL MERCADO UNICO DE VALORES: NUEVO ESPACIO EUROPEO DESREGULADO

No es posible dar una lección sobre cómo debemos reaccionar al desafío del Mercado Unico de Valores. No hay ninguna receta universal. Cada país debe abordar este desafío por sí solo y resolver sus propios problemas, buscando soluciones de acuerdo con sus propias características.

No hace mucho tiempo expresiones tales como «mercado transnacional», «operaciones transfronterizas» eran para nosotros novedosas, pero sin contenido para algunos mercados nacionales. El verdadero mercado europeo transnacional por excelencia era el mercado de eurovalores.

Recordemos también que no hace muchos años, la mayoría de los mercados domésticos europeos eran muros inexpugnables separados por controles de cambio y restricciones a la libre entrada y salida de capitales.

La actividad de la renta fija era escasa, no sólo por el reducido número de creadores de mercado, intermediarios e inversores que tenían acceso a los mercados, sino también porque los sistemas para la negociación, compensación y liquidación de valores eran muy anticuados y generaban elevados costes de transacción.

En contraste, el mercado de eurobonos se encontraba entonces en la cima de su apogeo y capacidad innovadora. La ausencia relativa de regulaciones y barreras a la entrada de capitales en el mercado de eurobonos había convertido este mercado en un espacio de negociación sin restricciones donde, desde los años sesenta, se concentraba la actividad principal de emisores, intermediarios e inversores.

Un cambio importante se ha producido en los mercados nacionales desde que Europa, frente al Mercado Unico, emprendió el proceso de liberalización. Un avance sin precedentes ha determinado, en poco tiempo, un cambio drástico en los mercados nacionales de valores. El resultado ha sido alentador, la liberalización emprendida aceleró la

necesidad de modernizar y armonizar la regulación de los estados miembros de la Unión Europea ante la rápida evolución de las operaciones transfronterizas de los mercados regulados nacionales.

El Mercado Unico de Valores no podía ser una torre de Babel con diferentes lenguajes regulatorios. Era necesario un marco regulador unificado que respetara al mismo tiempo las legítimas diferencias existentes entre los mercados.

Realizada la liberalización, era necesario un marco regulador común que evitara la encubierta protección competitiva de las legislaciones nacionales excesivamente restrictivas, era necesario un terreno de juego neutro en Europa para competir en igualdad de condiciones; un espacio europeo auténticamente neutral entre mercados nacionales regulados, donde se pudiera desarrollar lealmente un proceso competitivo.

En 1996 culminará el proceso desregulador emprendido, produciendo las condiciones para que las diferencias en cuanto a la forma de actuación entre el mercado de eurobonos y los mercados nacionales en Europa disminuyan aceleradamente.

## **EL MERCADO DE EUROBONOS Y LOS MERCADOS REGULADOS**

Nadie duda que el mercado de eurobonos, el más importante mercado europeo transnacional, ha de seguir desempeñando un lugar privilegiado en este espacio europeo común, donde en el mercado de eurobonos se seguirán negociando volúmenes importantes y nuevas emisiones de bonos, pero sin duda, tendrá que enfrentarse con una mayor competencia al compartir este espacio con los mercados regulados nacionales, los cuales actualmente están penetrando muy rápidamente en el ámbito transfronterizo sin dejar de ser domésticos.

Como se ha indicado anteriormente, desde los años sesenta, el mercado de eurobonos había creado su propio espacio europeo sin restricciones.

El auge del mercado de eurobonos se debe no tanto a su organización y transparencia, sino principalmente a su estructura deslocalizada, a la flexibilidad y eficacia que confiere su capacidad de autorregulación y también a las regulaciones y barreras a la entrada de capitales que han impedido, hasta fechas recientes, la actuación de los mercados regulados domésticos más allá de sus propias fronteras, y que ahora desaparecen con la realización de vastas reformas en la Europa comunitaria.

A partir de 1996, el mercado de eurobonos compartirá con los mercados nacionales regulados un espacio europeo común, donde no debe existir más privilegio que el de la eficacia y organización de cada mercado.

En estas condiciones, el desafío de los mercados nacionales que tenga vocación transnacional, será igualar o ganar en eficacia y organización al mercado de eurovalores en este espacio europeo compartido.

Algunos mercados regulados nacionales de renta fija pueden ser complementarios del mercado de eurobonos, limitándose a cooperar en el ámbito transfronterizo. Otros, por el contrario, desearán competir más allá de sus fronteras, en el nuevo ámbito y espacio europeo desregulado que ahora se crea. Para este fin, los mercados regulados nacionales que actúen fuera de sus fronteras, deberán igualar las condiciones del más transnacional de los mercados, es decir, el mercado de eurobonos. Entre las condiciones para operar transnacionalmente será necesario que los mercados regulados nacionales mantengan un cierto grado de autorregulación, una combinación adecuada de supervisión externa y de autorregulación, una mezcla justa de regulación y autorregulación. La experiencia demuestra que ninguna por sí sola es suficiente. Hay un convencimiento creciente de que hay límites a la autorregulación de cualquier colectivo, pero al mismo tiempo, la necesidad de adaptarse a los cambios que generan los mercados, exige delegar en los profesionales las prácticas y procedimientos de cada mercado para que puedan adaptarse rápidamente a las necesidades de cada momento.

Un exceso de regulación solamente se justifica en determinados mercados al por menor con estructuras de menor tamaño, poco competitivas, incapaces de asimilar recursos de manera eficiente. Este exceso puede crear las condiciones, sin desearlo, que permitan la huida hacia otros mercados o centros financieros menos regulados.

Los mercados regulados nacionales que tengan vocación de negociación transnacional al por mayor, necesitan un régimen de negociación menos estricto y más autorregulado para competir con el mercado de eurobonos.

La propia evidencia ha demostrado que los mercados que mantienen un cierto grado de autorregulación y además no exigen ningún tipo de localización geográfica, para funcionar satisfactoriamente, son más eficientes tanto en el ámbito doméstico como en el internacional.

Con frecuencia, las innovaciones han comenzado en los mercados no excesivamente regulados. La experiencia confirma que la disciplina que establece la competencia es más dura que la impuesta por las autoridades supervisoras.

## **MERCADO DE EUROBONOS VERSUS MERCADOS CONCENTRADOS**

La mayor parte de emisores de eurobonos se listan actualmente en Londres y Luxemburgo, esto es,

en estados miembros que no aplican actualmente las reglas de concentración. Por el contrario, los países que no cotizan eurovalores no pueden someterlos al régimen de concentración, ya que dichos instrumentos no pueden negociarse en los mercados regulados en los que no están listados o admitidos a cotización. Además de los eurovalores propiamente dichos, el mercado de eurobonos actualmente también negocia valores cotizados o listados en los mercados regulados cuando estos valores salen fuera de sus fronteras.

El artículo 20 de la Directiva de Servicios de Inversión, cuando se refiere a la negociación de valores en los mercados regulados, no disocia «negociación» (*dealt in*) de «cotización», por lo que en lo sucesivo parece dudoso que los valores listados en los mercados regulados puedan ser negociados fuera de las fronteras de cada mercado de origen por el mercado de eurobonos, excepto cuando se trata de operaciones fuera de mercado.

### **MERCADOS CONCENTRADOS VERSUS OPERACIONES FUERA DE MERCADO**

---

Conviene aclarar que la Directiva de Servicios de Inversión no ha sido concebida para conseguir la integración de los mercados europeos de valores. Para ello sería necesario vencer determinadas fuerzas que se contraponen entre los estados miembros que aplican la concentración y los que no la aplican.

Algunos estados miembros aplican una norma denominada de «concentración» en virtud de la cual las órdenes dadas por los inversores en su territorio han de ejecutarse en un mercado regulado aunque no sea el suyo propio. En las negociaciones sobre la Directiva de Servicios de Inversión, los estados miembros que aplican la «concentración» hicieron presión para que se mantuviera tal norma.

Sin embargo, no puede admitirse la concentración para impedir la libre circulación de capitales ya generalizada en el ámbito comunitario, de manera que los inversores podrán enviar sus fondos a otros estados miembros o incluso a terceros países fuera del ámbito comunitario. La norma de concentración puede ser exigida por el mercado regulado nacional cuando el destinatario de la orden sea una empresa de inversión miembro del mercado nacional correspondiente, si bien, incluso en ese caso, debe permitirse a cuantos inversores lo deseen, tanto particulares como institucionales, sustraerse al régimen de concentración y realizar sus operaciones fuera del mercado, entre otras cosas, porque el texto de la Directiva de Servicios de Inversión dispone que las normas que se establezcan para sustraerse al citado régimen de concentración no deberán obstaculizar la correcta ejecución de las órdenes de los inversores, esto es, a la libertad de concertación

entre las partes. No obstante, los mercados regulados como mínimo deberán recibir información de las operaciones realizadas fuera de mercado en la forma que reglamentariamente establezcan las autoridades.

Un punto dudoso es la forma en que será necesario acreditar o certificar que el inversor desea realizar la operación fuera de mercado. No se ha previsto ningún automatismo en la acreditación de este deseo del inversor. Sería conveniente instrumentar algún sistema que permita un adecuado control de este tipo de operaciones.

### **CATEGORIAS DE MERCADOS**

---

En lo relativo a las categorías de los mercados, la Directiva de Servicios de Inversión consagra una única categoría de mercados: los mercados regulados. El efecto inmediato sobre los mercados españoles será la desaparición de la distinción entre mercados oficiales y no oficiales.

Si bien en este momento el Mercado AIAF de Renta Fija no se integra en la categoría de los mercados oficiales, sí es un mercado organizado, reglamentado, autorizado oficialmente y sujeto a control administrativo, que reúne las condiciones de los mercados regulados que se definen en la Directiva de Servicios de Inversión, por lo que tendrá que integrarse en una única categoría de los mercados oficiales.

Esto tiene una indudable trascendencia para el Mercado AIAF de Renta Fija, porque permitirá armonizar la libre coexistencia con otros mercados secundarios oficiales.

En efecto, el artículo 46 de la Ley del Mercado de Valores, procura con loable empeño, la negociación de valores cotizados en otros mercados secundarios oficiales en los términos que reglamentariamente se fijen, lo que debe permitir que el Mercado AIAF de Renta Fija pueda acceder a la negociación de la deuda pública en las mismas condiciones que actualmente lo realizan otros mercados secundarios oficiales.

### **MODELOS DE MERCADO**

---

Esta armonización y libre coexistencia no impide la existencia de varios modelos y variadas estructuras. La Directiva de Servicios de Inversión no llega a armonizar la vida interna de los mercados regulados, ni tampoco da recetas sobre el modelo más conveniente de mercado.

La estructura óptima de los mercados en el futuro estará condicionada por los emisores, inversores e intermediarios, que serán los que, en definitiva,

determinen el modelo de mercado que más les satisfice.

Se menciona en la Directiva a los «mercados regulados» de unas características determinadas, y además es necesario comunicar a la Comisión Europea la lista de los mercados regulados de cada estado miembro. De esta forma, los mercados regulados también van a tener el «pasaporte europeo», pero cada país tiene libertad para organizar sus mercados como estime conveniente, tanto si adopta una organización centralizada por órdenes, como deslocalizada por precios.

La existencia de varios modelos de mercado está justificada ante la necesidad de utilizar estructuras de mercado distintas para productos diferentes, cada vez más sofisticados. En esta materia es absolutamente necesario que todos seamos conscientes de la eficacia que se va a exigir, a partir de ahora, a los mercados y la necesaria especialización en ámbitos donde puedan aportar un valor añadido.

## OPERACIONES TRANSFRONTERIZAS. LIQUIDEZ Y TECNOLOGIA

La competencia que se generará en los próximos años cambiará profundamente las estructuras de los mercados para configurar el Mercado Unico Europeo de Valores. En el futuro, las empresas de inversión podrán ofrecer sus servicios en el país de origen y desarrollar actividades transnacionales en todos los estados miembros mediante el «pasaporte europeo».

Los que deseen obtener capital y los que quieran invertir en títulos de renta fija, buscarán la mayor liquidez en el mercado que utilizan, y los inversores institucionales, que son ahora la principal fuerza inversora, tenderán a negociar la estructura de sus carteras para cambiar su ponderación, demandando un efecto inmediato en sus decisiones; pero si no pueden encontrar estas condiciones en su propio mercado doméstico los buscarán en otra parte. Para

### CARACTERISTICAS DEL MERCADO AIAF DE RENTA FIJA

#### Definición del mercado

El Mercado AIAF de Renta Fija es un mercado organizado no oficial, reglamentado, autorizado oficialmente y sujeto a control administrativo, que reúne las condiciones de los mercados regulados que se definen en la Directiva de Servicios de Inversión, por lo que tendrá que integrarse en el futuro en la categoría única de mercados oficiales.

#### Autorización

Por Orden de 1 de agosto de 1991, del Ministerio de Economía y Hacienda, se autorizó el funcionamiento del Mercado AIAF de Renta Fija como mercado secundario organizado no oficial de valores.

Igualmente, por Orden de 11 de mayo de 1993 se aprobó la modificación del Reglamento y de sus Estatutos.

#### Modelo de mercado

El Mercado AIAF de Renta Fija responde a una organización deslocalizada, donde los miembros tienen varias opciones para operar en el mercado, bien ofreciendo precios de compra y venta a través de pantallas normalizadas, cruzando telefónicamente operaciones con otros miembros, bien actuando como miembro especializado en la modalidad de negociación con los sistemas de contratación de los mediadores-*brokers* especializados (mercado ciego) o bien en la modalidad de bonos matador.

La negociación de la renta fija requiere un modelo no centralizado, es decir, un modelo de mercado que permita la negociación de forma deslocalizada, o lo que es lo mismo, sin estar asignada a un lugar físico determinado. Este modelo de mercado se distingue de los tradicionales por ser un modelo dirigido por precios, los cuales se reflejan en pantallas y donde los creadores de mercado toman posiciones de compra o venta y, por tanto, asumen riesgos. Se diferencia también de los mercados tradicionales en que determinados miembros son aseguradores de las emisiones e incluso emisores y pueden dar contrapartida en un mercado mayorista muy profesionalizado en el que los inversores institucionales, que son actualmente la principal fuerza inversora del mercado de renta fija, juegan un papel muy importante.

La organización de este mercado exige el establecimiento de reglas de juego transparentes en el ámbito de la contratación y liquidación, que delimiten los valores objeto de la negociación, los miembros participantes, los procesos operativos y las obligaciones de difusión de información de operaciones realizadas. Los medios técnicos que asisten el funcionamiento del mercado no necesariamente deben ser ostentados por el organizador del mercado. Este debe centrar su actividad en el establecimiento de las reglas de juego, el seguimiento y supervisión de su cumplimiento y la homologación de los servicios de asistencia en el ámbito de la contratación y liquidación. Asimismo, deberá asegurar la adecuada difusión de la información sobre la actividad de contratación y se constituirá en *instancia de arbitraje* ante eventuales conflictos entre los miembros del mercado.

Cuenta el Mercado AIAF de Renta Fija también con los mediadores-*brokers* que actúan en nombre propio pero por cuenta de los miembros del mercado, de los cuales reciben las demandas en relación con las posiciones ofertadas.

#### Reglamento del mercado

El Reglamento del mercado define la cotización, negociación, confirmación y ejecución de valores admitidos a cotización, estableciendo los siguientes procedimientos:

- Procedimiento general entre miembros.
- Procedimiento entre los miembros y sus clientes.
- Procedimiento entre miembros especializados en la modalidad de mediadores-*brokers* especializados (mercado ciego).
- Procedimiento entre miembros especializados en la modalidad de bonos matador.

El Mercado AIAF de Renta Fija no sólo tiene un papel importante que realizar en las normas y prácticas del mercado a través de las correspondientes circulares, sino también en los procesos posteriores a la contratación relativos a la difusión de las operaciones contratadas, la supervisión, vigilancia y arbitraje al que quedan sometidos todos los miembros del mercado.

este fin, es necesario mantener unos mercados regulados nacionales, líquidos, modernos, transparentes, abiertos y competitivos.

Al mismo tiempo, con unos mercados europeos regulados abiertos al exterior, cobrará una importancia fundamental la gestión a través de las fronteras nacionales de importantes volúmenes de valores en el mínimo tiempo posible. Esto ha puesto de manifiesto la necesidad de sistemas de contratación electrónicos en tiempo real y sistemas de compensación y liquidación más rápidos y eficientes, entre los cuales, los registros de anotaciones en cuenta electrónicos, figuran como punta de lanza con la consiguiente pérdida de importancia de los títulos físicos.

Será también necesaria la armonización de los sistemas de compensación nacionales, de acuerdo con las recomendaciones del Grupo de los Treinta y vencer el obstáculo de la escasa liquidez que mantienen algunos mercados de menor tamaño y la ineficiencia de los canales de distribución.

La internacionalización de los mercados regulados nacionales requerirá acuerdos de cooperación que permitan el traspaso rápido sin pérdida de fechas valor entre los sistemas de compensación y liquidación domésticos y los internacionales.

Para permitir el flujo libre de fondos y valores, hay que encontrar mecanismos y desarrollar los existentes, de tal forma que permitan inspirar la confianza de los inversores que operan a nivel internacional. Estos mecanismos deben permitir una contratación y liquidación sencilla, rápida y de bajo coste. Estos aspectos no deberían subestimarse, dado que a menudo el éxito de la estrategia de los mercados depende hasta cierto punto de procedimientos puramente técnicos.

El verdadero reto de los mercados será el reto de la liquidez. La liquidez sólo se puede generar en ámbitos de negociación, en los que los emisores y los tomadores de papel a tipo fijo se sientan cómodos y puedan realizar sus emisiones al más largo plazo posible.

#### Obligaciones de contrapartida de los miembros del Mercado AIAF de Renta Fija que mantienen cuenta de clientes

Los titulares de valores admitidos a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija pueden dirigirse a cualquier miembro del mercado para obtener liquidez por precio o contrapartida de sus activos.

Los miembros estarán obligados a dar liquidez ofertando precio o contrapartida con relación a los valores de sus clientes, siempre que su importe no sea superior a 25 millones de pesetas nominales.

Los titulares de estos valores pueden dirigirse a los miembros donde tengan registrados sus valores con el fin de obtener la venta total o parcial de los mismos y los miembros que tengan valores registrados en cuentas de terceros deben proceder a facilitar la negociación de dichos valores a sus clientes que así lo soliciten.

#### Miembros del mercado

El Mercado AIAF de Renta Fija cuenta actualmente con 123 miembros, un colectivo compuesto por la Banca Privada Nacional, la Banca Extranjera, las Cajas de Ahorros, y las Sociedades y Agencias de Valores y de Valores y Bolsa, que prácticamente abarca a todo el sistema financiero, lo que permite que el alcance de la red para la comercialización de instrumentos de renta fija entre los inversores finales sea muy elevada y la gestión muy activa.

El número de miembros de cada colectivo es el siguiente:

— Banca Privada Nacional .....	43
— Banca Extranjera .....	23
— Cajas de Ahorros .....	22
— Sociedades y Agencias de Valores y de Valores y Bolsa ..	35

#### Organos de Dirección

La Comisión Rectora es el órgano encargado de regir, dirigir, administrar y representar a AIAF y su Mercado, sin perjuicio de las atribuciones que corresponden a la Asamblea General y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Rectora está formada por doce vocales miembros del Mercado AIAF de Renta Fija. Forman también parte de la Comisión Rectora el Director General del Mercado y el Secre-

tario General con voz y sin voto. Entre los vocales miembros del mercado se elige un Presidente y un Vicepresidente.

#### Organos Técnicos

A la Dirección General del Mercado AIAF de Renta Fija, compete prestar asistencia a los órganos colegiados, velar por la ejecución de los acuerdos por éstos adoptados, desempeñar la jefatura inmediata de personal y atender a la gestión ordinaria y permanente del mercado. A la Dirección General le incumbe igualmente cumplir y hacer cumplir el Reglamento y las Circulares complementarias del mismo.

A la Secretaría General compete el asesoramiento jurídico permanente de AIAF y su Mercado, la elaboración y tramitación de los proyectos y reglamentos, circulares y demás reglas afectantes al Mercado AIAF de Renta Fija, la realización de estudios en materias de su competencia, el desempeño de la secretaría de las Asambleas ordinarias y extraordinarias, de la Comisión Rectora y de las Comisiones Técnicas de Renta Fija y de Bonos Matador, la relación con los órganos externos en materias de su competencia y cualquier otro cometido que se le encomiende específicamente.

#### Comisiones Técnicas

Las Comisiones Técnicas desarrollan las funciones de asesoramiento y propuestas en relación a las iniciativas de carácter técnico que hayan de ser sometidas a la Comisión Rectora en materias de su competencia.

El Mercado AIAF de Renta Fija ha estructurado dos Comisiones Técnicas: la Comisión Técnica de Renta Fija y la Comisión Técnica de Bonos Matador.

Los miembros de la Comisión Técnica de Renta Fija son designados por los integrantes de la Comisión Rectora. También son miembros con voz pero sin voto el Director General y el Secretario General.

La Comisión Técnica de Bonos Matador está formada por seis miembros especializados en Bonos Matador elegidos entre los inscritos en el Registro de Miembros Especializados en Bonos Matador. También son miembros de la Comisión un representante de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y el Director General y el Secretario General del Mercado AIAF de Renta Fija.

En estos tiempos de grandes tecnologías, hay muchas posibilidades de difusión de precios fuera de las fronteras y contratación en firme en tiempo real. En este punto nuestro mercado puede ofrecer las mejores perspectivas de inmediato futuro; la liquidez alcanzará su nivel óptimo con los nuevos sistemas electrónicos de contratación (mercado ciego) como principal soporte de los miembros especializados, los cuales han iniciado la cotización en firme, obligatoria y permanentemente de las emisiones más atractivas desde el pasado día 3 de octubre, buscando la calidad del papel y los índices más altos de liquidez.

## **TRANSPARENCIA INFORMATIVA**

---

Al mismo tiempo, estos nuevos sistemas electrónicos de contratación permitirán cumplir la norma de información relativa a la publicación en períodos de veinte minutos de los precios más altos y más bajos y el precio medio ponderado (pero no el volumen), respecto a un período de dos horas de negociación, que haya finalizado una hora antes.

Las normas reseñadas proporcionan a los inversores la información necesaria para optar por uno u otro intermediario o mercado con conocimiento de causa, y protegen, al mismo tiempo, la liquidez de aquellos mercados cuyo funcionamiento se basa en cotizaciones dirigidas por precios como es el caso del Mercado AIAF de Renta Fija. Dado que los creadores de mercado o miembros especializados de AIAF no estarán obligados a publicar sus operaciones en tiempo real, debido a los plazos que el propio sistema establece, las normas permiten mantener un equilibrio adecuado entre la información de los inversores y la liquidez del mercado.

En el caso de contratación telefónica bilateral sin soporte electrónico, no será posible cumplir esta exigencia; sin embargo, la Directiva de Servicios de Inversión permite a los estados miembros establecer normas más flexibles para la renta fija, lo cual es de especial interés para nuestro mercado. En este caso, esperamos que las autoridades, acogiendo esta posibilidad, establezcan normas más flexibles, tanto para el Mercado AIAF de Renta Fija como para el caso similar del Mercado de la Deuda Pública en Anotaciones.

## **ESTRUCTURA DESLOCALIZADA E INTERMEDIARIOS NO RESIDENTES**

---

Un efecto positivo, será la ventaja que mantiene el Mercado AIAF de Renta Fija en relación con su estructura deslocalizada dirigida por precios y creadores de mercado.

En cierto sentido, es un privilegio concedido por la Directiva de Servicios de Inversión la posibilidad

de instalar pantallas de terminales en otros estados miembros, con el fin de posibilitar el acceso al mercado sin necesidad de presencia física.

La Directiva es clara al señalar que cuando un mercado opera sin necesidad de contar con presencia física, a ese mercado se le debe permitir dar facilidades a intermediarios de otros estados miembros, para hacer así posible que tengan acceso directo. Esto significa que, cuando un mercado opera con un soporte electrónico en tiempo real, a ese mercado se le debe permitir la instalación de terminales a disposición de los intermediarios con sede en los demás estados.

De la misma forma, cuando el mercado permite operar por teléfono, con un intermediario local que opera por cuenta propia, a través de un *broker*, los intermediarios de los demás estados miembros de la Comunidad deben poder acceder al mercado por vía telefónica.

Es necesario aclarar, no obstante, que estas oportunidades deben ser previamente autorizadas por las autoridades de supervisión de los estados miembros, los cuales, deberán trabajar conjuntamente para determinar normas adicionales que regulen la actuación en cada mercado.

Parece normal que las autoridades supervisoras, en este caso, quieran asegurar, por ejemplo, que los que tengan acceso a terminales instalados en el extranjero se conecten cumpliendo las reglas del mercado de origen, tanto en lo referente a la liquidación, como en orden a las garantías necesarias para operar como creador de mercado.

Cada autoridad supervisora deberá establecer con otros estados acuerdos que faciliten una supervisión efectiva para asegurar que no se van a producir riesgos innecesarios. En estas condiciones, es legítimo que cada mercado asegure, de acuerdo con sus propias reglas, que la participación de un intermediario no residente no va a perturbar el buen funcionamiento del mercado, especialmente en lo relativo al nivel de recursos necesarios para evitar los riesgos que conlleva su actuación.

También cabe recordar, que la transposición de la Directiva de Servicios de Inversión a nuestro ordenamiento jurídico no debe suponer el acceso automático a nuestros mercados de un intermediario de otro estado, ni de la automática inclusión como miembro. El solicitante debe estar en condiciones y en disposición de cumplir debidamente las normas del mercado de origen, siempre que estas normas estén justificadas para el buen funcionamiento del mercado. De la misma forma, un intermediario no residente, si es admitido, deberá de adquirir el compromiso de cumplir estas normas entre las que se incluyen las referentes a la negociación, los recursos propios mínimos, o los avales necesarios cuando no tienen dichos recursos, la

obligación de tener una cuenta de tesorería en el Banco de España para la liquidación, así como los estándares de cualificación personal y el cumplimiento de las normas del mercado.

### **ACCESO AL MERCADO DE LAS SUCURSALES DE LOS MIEMBROS EN EL EXTERIOR**

---

También serán necesarias normas sobre el acceso directo de las sucursales en el exterior de los miembros del mercado.

En este punto es interesante destacar la experiencia de los bonos matador, porque aun sin la existencia de la actual regulación comunitaria, desde 1989 ha sido posible, oficiosamente, el acceso al mercado desde el exterior, adelantándose a la normativa comunitaria de la Directiva de Servicios de Inversión.

Nuestro mercado de bonos matador, es quizá, el mejor ejemplo de un mercado europeo nuevo que no es totalmente un mercado doméstico, ni tampoco un euromercado tradicional, pero que, al mismo tiempo, sin dejar de ser un mercado radicado en España, es un mercado transnacional, es un mercado de nuestro tiempo que se aproxima a la evolución que se espera de los mercados domésticos europeos.

La estrategia futura de los mercados de renta fija nacionales, debe favorecer productos híbridos que mantengan un componente nacional e internacional para facilitar tanto la emisión como la colocación de valores de emisores e inversores no residentes.

### **DEFISCALIZACION DE LA INVERSION EN LA EUROPA COMUNITARIA**

---

No debemos subestimar tampoco el efecto de los impuestos y la necesaria armonización fiscal, si deseamos mantener una auténtica neutralidad competitiva.

La perspectiva de futuro lógica es que exista una integración y, sobre todo, una equiparación de costes tributarios en la Europa comunitaria, de lo contrario podría suceder que, o se armonizan los doce acerca de los impuestos, o los armoniza el mercado.

Será necesario, en primer lugar, evitar una competencia de tipos impositivos entre los estados miembros, para atraer a sus respectivos mercados los ahorros creados en el área financiera europea.

En segundo lugar, será necesario prevenir la fuga de capitales de esta área, al permitir a los estados miembros no aplicar la retención sobre las rentas de capital devengadas en su territorio en favor de los

residentes de países terceros, ni a las devengadas en el caso de eurobonos.

La reducción del tipo de retención al 10 por 100 o al 15 por 100 para todos los estados miembros, plantea la conveniencia de supeditar este compromiso a la existencia previa de reciprocidad por parte de los más importantes socios de esta área financiera, con el fin de evitar la fuga de capitales fuera de la Unión, para lo cual es necesaria la armonización del régimen de exenciones.

### **COMPETENCIA TRANSFRONTERIZA Y GLOBALIZACION**

---

El beneficio inmediato de las Directivas de Servicios de Inversión y la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, será una mayor eficacia de los mercados regulados nacionales en Europa que pugnarán por crear las condiciones que permitan mantener arraigados la emisión de valores y la inversión nacional para evitar su emigración a otras latitudes. No podemos pensar que nuestros mercados no se verán afectados por otras plazas en Europa, ningún mercado va a poder mantener una situación de privilegio en la contratación de títulos, a no ser que tenga una estrategia más adecuada que los otros mercados, una estrategia basada en un mercado abierto y eficaz. Tanto los emisores como los inversores españoles podrán canalizar la emisión e inversión sin dificultad, cada vez más fácilmente, a otros mercados.

Por otra parte, el fenómeno de la globalización o universalización financiera, va a intensificar la relación entre los mercados organizados españoles y los internacionales, lo que entrañará un marco de actuación más general, libre y competitivo. Los mercados españoles, por ende, tendrán que adecuarse rápidamente a un entorno más global, sofisticado, innovador y, sobre todo, más competitivo.

Estos estimulantes avances suponen un gran desafío a la vez que una enorme responsabilidad, por el hecho de que además de la competencia entre instituciones extranjeras a través de las fronteras nacionales, en las presentes circunstancias también aumentará la competencia entre los diferentes mercados de valores, entre los cuales no existirá ningún privilegio más que el de su eficacia y organización.

Lo importante a la postre, es lograr un mercado que sea auténticamente eficiente, que permita enfrentarse en el futuro con la competencia que va a existir en otros ámbitos distintos al de nuestro sistema financiero y que ponga a prueba la capacidad de resistencia y hasta de supervivencia de nuestro mercado frente a las consecuencias de todo tipo de globalización de los mercados.