

**«EL PRINCIPAL PROBLEMA CON EL QUE  
PUEDEN ENCONTRARSE LOS SUJETOS  
ESPAÑOLES QUE PASEN A ACTUAR  
EN UN MERCADO UNICO DE VALORES  
ES EL DE SU DIMENSION»**

**Braulio Medel Cámara**

Presidente de la Confederación Española  
de Cajas de Ahorros  
Vicepresidente de la Agrupación Europea  
de Cajas de Ahorros

—¿Tendrá importantes implicaciones la liberalización del acceso directo de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los mercados secundarios «regulados» españoles? ¿Qué efectos tendrá el libre acceso sin establecimiento en España que prevé el artículo 15.4 de la Directiva sobre Servicios de Inversión (DSI)?

—La liberalización del acceso directo de las sociedades de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los mercados secundarios regulados españoles no creo que tenga una influencia destacable dentro del mercado de capitales español, en términos relativos de cuota de mercado, pues en los momentos actuales ya se tiene acceso a los mismos. La adaptación a la normativa comunitaria simplificará esa posibilidad de acceso, pero al existir ya una vía la liberalización comentada no debería introducir notables modificaciones sobre la situación actual.

Además, si se admite como extrapolable la experiencia adquirida con las liberalizaciones de otros ámbitos de la actividad financiera, cabe recordar que la autorización de la banca extranjera en España tampoco supuso una incidencia importante en el sistema financiero español, que todavía hoy, quince años después de su implantación, el conjunto de su actividad representa tan sólo en torno al 2 por 100 del total.

En cuanto al libre acceso de esas entidades de la Unión Europea sin establecimiento en España que prevé la Directiva, cuando no se exija como requisito la presencia física, entiendo que la sola exigencia de éste podría frenar en buena medida tal acceso.

El trasvase entre mercados podría plantearse, más bien, en sentido contrario, si en otro Estado miembro existiera un mercado secundario regulado que no requiera la presencia física y que permita que entidades españolas operen en él, en cuyo caso, si este mercado fuera más atractivo, cabría el peligro de fuga de la operatoria española hacia aquél.

—¿Qué consecuencias tendrá el libre acceso de las empresas de inversión y entidades de crédito de

la Unión Europea a los sistemas de compensación y liquidación de los mercados secundarios «regulados» españoles?

—Dada la solidez que hoy ya tienen los sistemas de compensación y liquidación de los mercados secundarios regulados españoles, no parece que vayan a producirse graves consecuencias en los mismos debido al libre acceso de tales entidades comunitarias, si bien es posible que, a medio y largo plazo, pueda hacer más competitivo un mercado, como el español, en el que actúan pocos interlocutores.

—¿Generará cambios estructurales importantes en nuestros mercados secundarios «regulados» la imposibilidad de exigir la concentración de las operaciones que establece el artículo 14.3 de la DSI?

—La imposibilidad de exigir la concentración de las operaciones objeto de comentario sí podría incidir sobre las estructuras de nuestros mercados secundarios regulados, especialmente en el bursátil, ya de por sí excesivamente tortuoso para los inversores institucionales, por lo que podría ser aconsejable flexibilizar su operativa.

—¿Serán competitivos nuestros sujetos y nuestros mercados de valores en el nuevo entorno comunitario?

—En mi opinión, el principal problema con el que pueden encontrarse los sujetos españoles que pasen a actuar en un Mercado Unico de Valores es el de su dimensión, pues es posible que otras grandes entidades europeas que operan en los mercados de valores puedan competir eficazmente con nuestras entidades más punteras en este ámbito.

Y algo similar puede decirse respecto a los mercados, en los que las exigencias de liquidez provocan que haya claros procesos de concentración, en cuyo caso cabe el riesgo de que el mercado español tienda a circunscribirse a la negociación de los valores emitidos por aquellas empresas españolas que no tengan tamaño suficiente para resultar relevantes a nivel europeo.

**«LA PROXIMA LEY DE REFORMA QUE APLICARA EN ESPAÑA LA DIRECTIVA DESEAMOS QUE SEA DE SENTIDO LIBERALIZADOR»**

**José Luis Leal Maldonado**

Presidente de la Asociación Española de Banca Privada

—¿Tendrá importantes implicaciones la liberalización del acceso directo de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los mercados secundarios «regulados» españoles? ¿Qué efectos tendrá el libre acceso sin establecimiento en España que prevé el artículo 15.4 de la Directiva sobre Servicios de Inversión (DSI)?

—A medio y largo plazo, medidas desreguladoras de este tipo siempre tienen importancia. No obstante, el régimen actual es ya bastante abierto, en cuanto que no es posible discriminar a nacionales de otros Estados miembros de la Unión Europea que quieran constituir una empresa de servicios de inversión española (es decir, una sociedad o agencia de valores) y acceder a la condición de miembro de la Bolsa o de otro de nuestros mercados organizados. Con la Directiva será posible, además, para las empresas de servicios de inversión europeas, establecer sucursales en España, y sin necesidad propiamente de una autorización de las autoridades españolas.

En cuanto al acceso directo de entidades de crédito de la Unión Europea (incluidas las españolas) a la condición de miembros del mercado bursátil, ha de tenerse en cuenta que la Directiva, si bien se muestra favorable a tal acceso directo, permite a España, Grecia y Portugal (no a ninguno de los cuatro grandes de la Unión ni a ningún otro país miembro, lo que debe mover a la reflexión) mantener restricciones hasta 1999. Sobre este punto se tiene que adoptar una decisión en la próxima Ley de reforma que aplicará en España la Directiva, y deseamos que sea de sentido liberalizador.

Por lo que se refiere a las previsiones del artículo 15.4, esto será un tema que afecte a aquellos mercados regulados reconocidos como tales y que funcionen sin necesidad de presencia física. En este sentido, será interesante ver las distintas adaptaciones a las Directivas que están teniendo lugar en estos momentos en los diversos países europeos.

—¿Qué consecuencias tendrá el libre acceso de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los sistemas de compensación y liquidación de los mercados secundarios «regulados» españoles?

—Es éste un problema accesorio de la liberalización del establecimiento, de la prestación de servi-

cios y del acceso a la condición de miembro. Su trascendencia práctica difícilmente puede contemplarse separadamente.

—¿Generará cambios estructurales importantes en nuestros mercados secundarios «regulados» la imposibilidad de exigir la concentración de las operaciones que establece el artículo 14.3 de la DSI?

—Sin duda puede afectar a la estructura e idiosincrasia de nuestro mercado bursátil. La medida en que lo haga dependerá, sin embargo, del tratamiento concreto que se dé a la cuestión en la Ley que hay en preparación. Desde luego, el completo abandono del principio de concentración podría poner en duda el carácter mismo de nuestra Bolsa como mercado de cierta relevancia a nivel internacional.

—¿Serán competitivos nuestros sujetos y nuestros mercados de valores en el nuevo entorno comunitario?

—Francamente, el proceso de reforma iniciado muy oportunamente a finales de los ochenta ha hecho que nuestros mercados sean ya razonablemente competitivos. Han mejorado sensiblemente los mecanismos de liquidación, ha sido un éxito la implantación de sistemas de contratación electrónica y se ha incrementado el nivel de supervisión y transparencia. Lo importante ahora es adaptar inteligentemente nuestras normas a las exigencias de la Directiva sobre servicios de inversión y mantener la tensión modernizadora.

**«LA ELIMINACION DE ESTAS TRABAS PUEDE AUMENTAR LA CALIDAD DE LA GESTION DE CARTERAS DESARROLLADA EN ESPAÑA»**

**Prosper Lamothe Fernández**

Catedrático de Economía Financiera  
de la Universidad Autónoma de Madrid

—¿Tendrá importantes implicaciones la liberalización del acceso directo de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los mercados secundarios «regulados» españoles? ¿Qué efectos tendrá el libre acceso sin establecimiento en España que prevé el artículo 15.4 de la Directiva sobre Servicios de Inversión (DSI)?

—El principal objetivo de la Directiva que comentamos es eliminar el monopolio de acceso a los mercados domésticos de valores, permitiendo la libre concurrencia y prestación de servicios de inversión a cualquier entidad autorizada en su país de origen, en toda la geografía comunitaria. Por tanto, las implicaciones para los mercados secundarios españoles, regulados o no, son muy importantes. En mi opinión, algunas consecuencias de la aplicación de la Directiva serán las siguientes:

- Una reducción de las agencias y sociedades de valores que operan en España.
- Desaparecerán aquellas cuya tecnología no está en línea con sus competidores europeos.
- Posiblemente se canalizarán más fondos europeos a los mercados españoles.
- Los servicios de inversión disponibles en España mejorarán notablemente su calidad por la mayor competencia.
- El mercado de capitales español se integrará aún más en el contexto europeo.

—¿Qué consecuencias tendrá el libre acceso de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los sistemas de compensación y liquidación de los mercados secundarios «regulados» españoles?

—La consecuencia fundamental será la desaparición de empresas del sector españolas. En este sentido, aquellas que dependan más de la clientela no residente en España deberán orientar más su política comercial a captar clientes nacionales.

—¿Generará cambios estructurales importantes en nuestros mercados secundarios «regulados» la imposibilidad de exigir la concentración de las operaciones que establece el artículo 14.3 de la DSI?

—En mi opinión, sí. Hasta el momento presente

la normativa española ha exigido una concentración importante de las operaciones en mercados organizados o regulados a los diferentes inversores institucionales. Esta filosofía, que en principio se entiende por la garantía que ofrece a los inversores, también puede tener efectos negativos. Así, la cobertura de algunos riesgos financieros o las mejoras de gestión en algunos fondos como los especializados en divisas a través de operaciones con derivados OTC (no regulados) ha sido imposible en España para algunas instituciones como los fondos de inversión. La eliminación de estas trabas puede aumentar la calidad de la gestión de carteras desarrollada en España. Por otro lado, los mercados «regulados» españoles deberán mejorar su operativa si no quieren verse desplazados ante el previsible aumento de la operativa OTC. El efecto global se puede traducir en un aumento de la eficiencia operativa de nuestros mercados y de la gestión de cartera desarrollada en España.

—¿Serán competitivos nuestros sujetos y nuestros mercados de valores en el nuevo entorno comunitario?

—Habrá de todo, lógicamente. Algunos sujetos se están posicionando ya ante el nuevo entorno. Otros no sabrán adaptarse. En este sentido, creo que las estrategias de supervivencia de las firmas españolas pasan por alguna de estas estrategias:

- Internacionalización con compras de firmas europeas localizadas en otras plazas (*estrategia agresiva*).
- Fusiones entre firmas españolas (*estrategia defensiva*).
- Establecimiento de acuerdos de colaboración con otras firmas europeas.
- Políticas de fidelización de clientela española, etcétera.

En cualquier caso, presenciaremos una reconversión del sector.

En relación a los mercados opino que el nuevo entorno les exige una acción más imaginativa e internacional. Además, deberán concentrar esfuerzos para reducir costes y eliminar duplicidades de sistemas no justificados.

**«SI NO EXISTEN VENTAJAS ESTRUCTURALES POR PARTE DE LOS EXTRANJEROS LA COMPETENCIA SERA POSIBLE Y DESEABLE»**

**Manuel Pizarro Moreno**

Presidente de la Bolsa de Madrid

—¿Tendrá importantes implicaciones la liberalización del acceso directo de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los mercados secundarios «regulados» españoles? ¿Qué efectos tendrá el libre acceso sin establecimiento en España que prevé el artículo 15.4 de la Directiva sobre Servicios de Inversión (DSI)?

—Naturalmente, este acceso multilateral de sociedades de crédito y servicios financieros entre los países de la Unión Europea, es un proceso de liberalización que tiene que tener consecuencias en la concurrencia por los servicios financieros. A España esta apertura le ha llegado en un momento algo prematuro dada la juventud del sector bursátil español, pero si la competencia es justa, es decir, si nadie disfruta de ventajas que no tengan los miembros del mercado españoles será una prueba más, pero superable. Previsiblemente la principal consecuencia sea un mejor funcionamiento de los mercados y unos mejores servicios financieros.

—¿Qué consecuencias tendrá el libre acceso de las empresas de inversión y entidades de créditos de la Unión Europea a los sistemas de compensación y liquidación de los mercados secundarios «regulados» españoles?

—El sistema de liquidación y compensación español exige el concurso de los miembros del mercado y de la Sociedad Rectora para llevar a cabo el proceso. Por otra parte, el sistema de custodia está íntimamente ligado al de anotaciones. La existencia de empresas de servicios de inversión extranjeras tendrá que tener en cuenta esta realidad que parece que exigirá un sistema de comunicación y publicidad de las operaciones y un establecimiento en España siquiera sea somero. Podría hacerse a través de otro miembro adherido al sistema de liquidación, por ejemplo.

—¿Generará cambios estructurales importantes en nuestros mercados secundarios «regulados» la imposibilidad de exigir la concentración de las operaciones que establece el artículo 14.3 de la DSI?

—No lo creo. Las compraventas que se realicen por motivos de inversión, es decir, las corrientes, tendrán que hacerse a un precio similar al del mercado. Si no, van a protestar o el comprador o el vendedor. Además, por motivos de liquidación, habrá

que comunicarlas fehacientemente y por motivos de información al mercado publicarlas. Si hay desviaciones importantes en el precio los compradores o vendedores protestarán, y si no existen estas desviaciones no van a perjudicar al mercado; es más, será más cómodo para todos realizarlas en el mercado.

—¿Serán competitivos nuestros sujetos y nuestros mercados de valores en el nuevo entorno comunitario?

—Ya hemos dicho que nuestra industria de valores es relativamente bisoña comparada con la de las Bolsas europeas con más solera. Sin embargo, si no existen ventajas estructurales por parte de los extranjeros la competencia será posible y deseable. El que no exista competencia desleal por parte de los extranjeros se garantizará, sin duda, con la legislación española necesaria para adaptar nuestra situación legal a la exigida por la Directiva de servicios financieros a que hacemos referencia.

**«NUESTROS SUJETOS DE MERCADO SON COMPETITIVOS POR SUS CONDICIONES DE TRABAJO, COMISIONES..., Y POR EL VALOR AÑADIDO DE SER LOS AUTÉNTICOS CONOCEDORES DE NUESTROS MERCADOS»**

**César Alierta Izuel**

Presidente de Beta Capital, S. A.

—¿Tendrá importantes implicaciones la liberalización del acceso directo de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los mercados secundarios «regulados» españoles? ¿Qué efectos tendrá el libre acceso sin establecimiento en España que prevé el artículo 15.4 de la Directiva sobre Servicios de Inversión (DSI)?

—Teniendo en cuenta que en nuestros mercados secundarios oficiales no rige el principio de *numerus clausus*, el acceso de las empresas de inversión, incluso extranjeras, no tiene más límite que el cumplimiento de las condiciones establecidas en la ley española para obtener la correspondiente autorización; la Directiva únicamente supone que la autorización concedida en el país «de origen» bastará para acceder a los mercados del resto de los países comunitarios; es el «pasaporte comunitario» que permitirá el acceso a los mercados españoles cumpliendo, naturalmente, nuestras reglas de funcionamiento.

En cuanto al acceso de las entidades de crédito, debe recordarse que, directamente o a través de «Filiales especializadas» —y más desde la Ley del Mercado de Valores que entró en vigor en el año 1989— ésta es una realidad, luego el impacto ya lo conocemos. Por otro lado, para entidades con «pasaporte comunitario» se liberaliza más tarde, en enero del año 2000.

Por lo que se refiere al libre acceso sin establecimiento en España, tengamos presente que lo que la Directiva establece es la garantía de acceso para mercados que funcionan sin necesidad de presencia física. Y este no es nuestro caso; podemos tener sistemas de contratación electrónica, pero el mercado y la condición de miembro del mismo es algo más, no es sólo un sistema de apoyo a la contratación.

—¿Qué consecuencias tendrá el libre acceso de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los sistemas de compensación y liquidación de los mercados secundarios «regulados» españoles?

—Efectivamente, también la Directiva se pronuncia sobre el libre acceso a dichos sistemas que, por otro lado, no son uniformes para los cuatro mercados.

Nuestros sistemas de liquidación son sumamente ágiles y seguros; es de suponer que el acceso de empresas de inversión con «pasaporte» contribuya a aumentar dicha agilidad a nivel comunitario.

—¿Generará cambios estructurales importantes en nuestros mercados secundarios «regulados» la imposibilidad de exigir la concentración de las operaciones que establece el artículo 14.3 de la DSI?

—La «ruptura» del principio de concentración (de órdenes en el mercado) no es tan contundente como su pregunta da a entender. La adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva, en términos conocidos en su borrador, reconoce el sentido de la concentración como medio de garantizar la formación del mejor precio por la confluencia de oferta y demanda y únicamente reconoce con cautela la posibilidad de «operaciones extraordinarias» que, en determinadas condiciones, pudiera llegar a realizarse fuera del mercado.

—¿Serán competitivos nuestros sujetos y nuestros mercados de valores en el nuevo entorno comunitario?

—La respuesta es positiva. Nuestros sujetos de mercado son competitivos por sus condiciones de trabajo, comisiones..., y no el valor añadido de ser los auténticos conocedores de nuestros mercados. Así como éstos son mercados modernos, transparentes, eficientes y tecnológicamente avanzados, capaces de competir en el entorno europeo.

**«SEREMOS CAPACES DE COMPETIR,  
DE SOBREVIVIR Y DE AVANZAR SI  
GANAMOS EFICIENCIA Y SEGUIMOS  
DANDO CON DECISION LOS PASOS  
OPORTUNOS»**

**Javier Aríztegui Yáñez**

Jefe de Operaciones del Banco de España

—¿Tendrá importantes implicaciones la liberalización del acceso directo de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los mercados secundarios «regulados» españoles? ¿Qué efectos tendrá el libre acceso sin establecimiento en España que prevé el artículo 15.4 de la Directiva sobre Servicios de Inversión (DSI)?

—La posibilidad que la Directiva abre a las empresas de inversión autorizadas en su país de origen a negociar en nombre propio y a ejecutar órdenes de terceros, consistente en el acceso a los mercados regulados de otro Estado miembro sin que se precise una nueva autorización del país de acogida, constituye un cambio radical. A ello se añade que, salvo en las Bolsas y en relación a instrumentos con escaso volumen de contratación, no es necesaria la presencia física para poder negociar en los mercados financieros españoles y, en consecuencia, las autoridades españolas no podrán exigir el establecimiento en España de la empresa comunitaria de inversión, quien podrá operar a distancia en nuestro país a partir de 1996. Ambos hechos —el pasaporte comunitario y el acceso remoto a los mercados españoles— abren un futuro de claroscuro a los mercados organizados de nuestro país.

Es razonable pensar que los motivos que llevaban hasta ahora a las empresas comunitarias de inversión a participar en los mercados españoles eran la satisfacción de su propia demanda de inversión y la de sus clientes; ambas razones quedan debilitadas con la nueva regulación. Resulta evidente que la atención a sus clientes no requiere un esfuerzo tan grande como el establecimiento físico fuera de las fronteras de su país. En lo que se refiere a sus propias demandas de inversión, aunque podría pensarse que la radicación en nuestros mercados les proporciona una mayor y mejor información de la realidad económica subyacente, probablemente las ventajas de poder llevar una gestión altamente centralizada de su cartera supere a los beneficios que proporciona el conocimiento del terreno (dejando aparte que, por supuesto, un terminal de ordenador es mucho más barato que el establecimiento de una sucursal).

De esta forma, resulta sencillo imaginar a un intermediario financiero que, desde unas oficinas centrales, puede operar simultáneamente en varios mercados regulados europeos; así con la operativa

y la información centralizadas, podrá llevar a cabo una gestión del riesgo mucho más ágil. De ahí que quepa esperar para el futuro un incremento significativo de este tipo de actuación a distancia.

Si se abre esta perspectiva para las empresas comunitarias no españolas, ¿qué ocurre con nuestras empresas de inversión? En principio, todos aquellos intermediarios cuya actividad principal sea la ejecución de órdenes por cuenta de terceros tenderán a situarse lo más cerca de los inversores, por ello, las grandes plazas financieras europeas se convertirán en focos de atracción para muchas entidades comunitarias, incluidas las españolas.

A este respecto, es notable la decisión tomada a finales de octubre pasado por el Deutsche Bank que ha situado su centro de actividades inversoras en Londres y no en Francfort, a pesar de que muchos analistas confiaban en la fuerza de atracción de esta última ciudad como sede del Instituto Monetario Europeo. No obstante, entiendo que esta fuerza de arrastre tenderá a actuar con lentitud.

A modo de conclusión, podría afirmarse que el proceso de competencia por parte de las empresas de inversión, accediendo a nuevos mercados, aumentará la liquidez de éstos y hará, por tanto, más barata la financiación de los emisores. Es probable, sin embargo, que se registre cierto desplazamiento de la industria financiera de los diferentes países europeos hacia aquellas plazas en las que los intermediarios encuentren ventajoso ubicarse. De hecho, hasta ahora, las autoridades nacionales han evitado estos desarrollos mediante distintas medidas entre las que destaca la exigencia de establecimiento físico para poder participar en los mercados. Ambos procesos, apertura del negocio y concentración en ciertas plazas, abren una fase decisiva para los mercados financieros españoles en la que éstos deberán superar limitaciones y hacer valer sus posibilidades en un contexto muy complicado.

—¿Qué consecuencias tendrá el libre acceso de las empresas de inversión y entidades de crédito de la Unión Europea a los sistemas de compensación y liquidación de los mercados secundarios «regulados» españoles?

—El artículo 15 de la Directiva de Servicios de Inversión postula que aquellos intermediarios que hayan accedido a un mercado regulado de un Estado distinto a su país de origen podrán participar, asimismo, en los sistemas de compensación y liquidación de dicho mercado.

En el seno de los países comunitarios está debatiéndose en estos momentos el alcance del derecho a acceder a los sistemas de compensación y liquidación establecido en este artículo. Para algunos, el legislador comunitario puede facilitar el acceso a la negociación, pero no puede entrar a determinar

relaciones mercantiles basadas en la mutua aceptación de las partes contratantes implícitas en los procesos de liquidación. Mientras que, para otros, no cabe más que aceptar la literalidad del artículo y abrir a las empresas de inversión comunitarias el acceso a los mecanismos de compensación y liquidación utilizados por los miembros residentes, sin discutir la racionalidad latente en la Directiva.

Sin entrar en el debate en profundidad, a mi entender, el legislador no ha sopesado suficientemente el alcance de esta norma y, al amparo de un derecho de acceso a los mecanismos de contratación, ha extendido dicha prerrogativa a los sistemas de liquidación, ocasionando posibles problemas de riesgo y crédito de difícil solución. En efecto, todo sistema de compensación y liquidación comporta un riesgo para los miembros participantes, que puede ser cubierto parcialmente mediante fianzas y otras garantías. Pero, a la postre, estos mecanismos no son capaces de hacer desaparecer el riesgo jurídico que puede surgir si no está bien aquilatado el esquema de garantías, en el supuesto de un problema concursal de un miembro no residente, ya que los diferentes sistemas jurídicos nacionales harán muy vidriosa la separación de los bienes del miembro en dificultades. Asimismo, no se ha sopesado suficientemente el riesgo latente de que, ante un incidente grave que puede suponer un peligro de explosión para el sistema financiero, la autoridad correspondiente se vea obligada a intervenir asumiendo compromisos que superen las garantías constituidas.

Cabe señalar, asimismo, que si se termina aceptando una interpretación liberal de la Directiva, los riesgos de liquidación tenderán a aumentar, ya que los costes de generar problemas en los sistemas de compensación y liquidación son relativamente pequeños para aquellas empresas que operan sin establecimiento físico y cuyos negocios en el país de acogida representen una porción no significativa de su actividad global. Además, el hecho de que el régimen supervisor y sancionador, obligado al control e inspección de las entidades de inversión de su país, atribuya toda la responsabilidad al Estado miembro de origen que está obligado al control e inspección de las entidades de inversión de su país, hace que la capacidad de actuación de las autoridades de un Estado respecto a empresas comunitarias procedentes del resto de la Unión Europea se vea mermada a la hora de poner coto a comportamientos problemáticos, salvo que se considere que la situación creada es extremadamente delicada.

Dejando de lado esta polémica, si se impone definitivamente una interpretación liberal de la Directiva comunitaria, nos podríamos encontrar con la situación de que un intermediario no residente en España exigiera «el derecho» a participar en el futuro en el Servicio de Compensación y Liquidación de Bolsa, en Espaclear, en la Central de Anotaciones del mercado de deuda pública, en la Cámara de

MEFF y, en último término, pudiera exhibir un hipotético derecho a abrir una cuenta corriente en el Banco de España. Esto supone que el Banco Central y los sistemas de compensación asumirían un riesgo directo de liquidación. Obviamente podrían exigirse garantías a la empresa de inversión que no posea establecimiento permanente en nuestro país. Pero es más difícil solucionar otras cuestiones como los contactos adecuados, en términos de horarios, idiomas y poderes en el caso de una incidencia grave; o la necesidad de delimitar la legislación relevante en el supuesto de un problema concursal del miembro que ha ejercido su derecho al «acceso remoto» a los mercados.

Por consiguiente, sin ánimo de discriminar a los no residentes, se abre un frente de problemas complejos, ya que su situación objetiva es diferente en términos de riesgos a la situación de las empresas de inversión residentes, sean éstas españolas o extranjeras. Será necesario, por tanto, aplicarles a los extranjeros un estatuto especial —lo más objetivo posible— por supuesto, pero inevitablemente diferente.

—*¿Generará cambios estructurales importantes en nuestros mercados secundarios «regulados» la imposibilidad de exigir la concentración de las operaciones que establece el artículo 14.3 de la DSI?*

—La concentración de las operaciones era uno de los principios básicos de la negociación bursátil en España. En ella, la concentración no sólo se entiende como la necesidad de intervención por parte de un miembro del mercado en todas las operaciones, sino que comporta notables limitaciones a la posibilidad de negociar fuera de los sistemas habituales de contratación. Por ello, parece razonable pensar que las Bolsas serán los mercados más afectados por la Directiva sobre Servicios de Inversión.

Las citadas limitaciones, que tratan de proteger los intereses del pequeño inversor, siendo así un ejemplo más del carácter minorista del propio mercado bursátil, podrían, no obstante, mantenerse en el futuro como normas de funcionamiento del mercado. Por el contrario, en ninguno de los mercados regulados españoles, y no sólo en el mercado bursátil, se podrá exigir en el futuro la intervención de un miembro del mercado para dar validez a las operaciones sobre instrumentos negociados en dicho mercado.

Será preciso, por tanto, habilitar los cauces adecuados para que, respetando la normativa comunitaria sobre la posibilidad de operar fuera del mercado, la posición del inversor quede suficientemente protegida. Esta protección, que en el caso de mercados en los que se negocian títulos físicos es relativamente sencilla, resulta altamente complicada cuando lo que se negocia son valores anotados en cuenta, puesto que la defensa básica del inversor

reside en la información recogida en los registros oficiales.

Por ello, se estudian métodos de combinar de forma fluida ambos hechos: las operaciones sin intervención de miembros del mercado y la transmisión de la información necesaria a los registros oficiales. Esto último podría conseguirse, por ejemplo, ampliando los niveles autorizados de registro, esto es, mediante la creación de entidades que no tengan capacidad de operar en el mercado, pero sí autorización para llevanza de registros oficiales.

El mercado de deuda anotada y el mercado de la AIAF se comportan en la actualidad de una manera desconcentrada. Por consiguiente, estos mercados no quedarán afectados por la nueva regulación.

En resumen, la regulación comunitaria sobre concentración de operaciones, entendiéndose como tal la necesidad de intervención de un miembro del mercado, aunque sólo sea para tomar razón de la transacción, no debería suponer un cambio dramático en el funcionamiento de los mercados.

No puede decirse lo mismo de la normativa que liberaliza el acceso a los mercados regulados y que posibilita la prestación de servicios sin establecimiento físico. Algunas de las posibles consecuencias sobre el panorama global de los mercados europeos se esbozaron en el punto 1; las consecuencias de esta normativa sobre nuestros mercados y sobre las empresas de inversión españolas son objeto de un breve análisis en el siguiente punto.

—¿Serán competitivos nuestros sujetos y nuestros mercados de valores en el nuevo entorno comunitario?

—En primer lugar, ya se comentó que con el desarrollo práctico de la Directiva podrían tener lugar aumentos de la liquidez y de la contratación en los mercados españoles, que terminarán comportando un abaratamiento de la financiación para los emisores y unas mejores condiciones para los inversores.

Simultáneamente, podría registrarse un cierto grado de deslocalización de la industria financiera debido al hecho de que en los mercados españoles, salvo excepciones mínimas, no es precisa la presencia física. Dicha deslocalización podría estar protagonizada no sólo por empresas de inversión extranjeras, sino ¿por qué no?, por empresas españolas.

A esta última posibilidad se suma el hecho de que, hoy por hoy, y en parte por la preocupación por la protección del inversor, los requisitos de capital mínimo exigidos por la regulación española para las sociedades y agencias de valores son notablemente superiores a los mínimos establecidos por la Directiva de Adecuación de Capital para las empresas de inversión, lo que sitúa en una posición inicial

de desventaja a las empresas españolas frente a aquellas cuya autorización haya sido dada en Estados miembros con menores exigencias de capital.

La citada deslocalización tendría lugar en favor de un número muy reducido de grandes centros financieros —si es que no es uno tan solo— y con el doble objetivo por parte de las empresas de inversión de dar servicio a grandes inversores y de poder gestionar la cartera propia de forma global y centralizada.

Mientras tanto, las plazas financieras de menor rango, incluyendo mercados y miembros del mismo no interesados en volcar su actividad hacia el exterior, deberían concentrar su atención y especializarse en dar mejores servicios al pequeño inversor, sacando partido de las ventajas del mayor conocimiento de la realidad económico-financiera de su país (situación económica del país, conocimiento amplio de los inversores, conocimiento de los inversores, etc.). Por todo ello, reencauzando sus operativas, bien hacia el exterior, bien concentrándose en el mercado interior, pero en cualquier caso, con una necesidad evidente de mayor especialización, deberían existir posibilidades suficientes para las empresas de inversión españolas. No obstante, no es descartable que, como fruto de la mayor competencia, el número de miembros españoles en los mercados disminuya, ya sea por un proceso de fusiones para hacer frente a dicha competencia, ya sea por la inviabilidad de algunos de ellos.

Finalmente, queda por considerar el hecho de que la Directiva de Servicios de Inversión no trata de crear un mercado único de valores, sino más bien una zona única en la que, por un lado, los distintos mercados han de competir entre sí para evitar la pérdida de negocio y, por otro, las empresas de inversión puedan prestar sus servicios con entera libertad en un marco competitivo más amplio.

La competencia entre mercados debería ser menor, en principio, puesto que la posibilidad que ofrece la regulación comunitaria para poder operar en todos ellos supone, en cierta medida, una buena protección. Solamente en el caso de que los costes de transacción sean notablemente altos en relación con los ofertados por otro mercado, tendría lugar la mencionada pérdida de negocio.

En este sentido, la pugna todavía reciente entre MEFF y LIFFE por la negociación del contrato de futuros sobre el bono español, resuelto, a su favor, por MEFF con una rápida reducción de las comisiones cobradas a los miembros del mercado, debería aportarnos cierta confianza sobre la capacidad de nuestros mercados para funcionar en el futuro marco comunitario. Asimismo, la experiencia del mercado español de deuda pública anotada en 1993, cuando los agentes españoles recuperaron el negocio que iba trasladándose hacia Londres, señala el camino del futuro: seremos capaces de competir, de sobrevivir y de avanzar si ganamos eficiencia y seguimos dando con decisión los pasos oportunos.



## COLABORADORES

**ALIERTA IZUEL, César.** Nació en Zaragoza. Licenciado en Derecho por la Universidad de Zaragoza. Master en Business Administration (Columbia University, Nueva York), 1970. Ha sido Director de Mercado de Capitales en el Banco Urquijo, y actualmente es Presidente de Beta Capital, S. A.

**ARCE PORRES, Félix G.** Doctor en Ciencias Económicas, Intendente Mercantil por la Escuela de Altos Estudios Mercantiles de Bilbao. Ha sido Catedrático titular de Economía de la Empresa en la Universidad de Quito, República de Ecuador, y profesor de la misma materia en la Facultad de Ciencias Económicas y Comerciales de la Universidad Complutense. En 1966 ingresó en Renfe —actualmente en excedencia especial desde 1988— donde fue Director de Auditoría Interna, Tesorero General, Director General Financiero, y miembro del Comité de Directores y de la Comisión Delegada de Compras y Gastos. Desde Renfe promovió en 1981 el Mercado de Pagarés de Empresa. Fue Consejero durante quince años de Eurofima en Basilea. En 1987 recibió plenos poderes de dicha Sociedad para realizar la primera emisión de bonos que inauguró el mercado matador en España. Actualmente, desde la creación de AIAF en 1988, es Director General del Mercado AIAF de Renta Fija y miembro de su Comisión Directiva y Ejecutiva.

**ARIZTEGUI YAÑEZ, Francisco Javier.** Nació en Irún en 1948. Es Licenciado en Filosofía y Letras, y Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid. Desde el año 1974 trabajó en una empresa de gestión de patrimonios como subdirector responsable de las inversiones en los mercados financieros internacionales. Asimismo, impartió clases en la Universidad Complutense de Madrid como profesor ayudante de Teoría Económica. En 1980 se incorporó al Banco de España, y actualmente ocupa la Jefatura de Operaciones del Banco.

**ARRANZ PUMAR, Gregorio.** Licenciado en Derecho por la Universidad de Deusto. Licenciado en Empresariales, ICADE. Licenciado en Ciencias Políticas por la Universidad Complutense. Cursos de Doctorado en Derecho Administrativo, Universidad Complutense. Como Abogado del Estado ha prestado servicios en la Delegación de Hacienda de Vizcaya, la Delegación del Gobierno en el País Vasco, el Ministerio de Administración Territorial, el Ministerio de Administraciones Públicas, y el Gabinete del Secretario de Estado de Economía, con especial dedicación a los aspectos jurídicos y económicos de la política financiera. Ha sido Subdirector General de Legislación y Política Financiera, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera; miembro del Comité Consultivo Bancario de la Comisión de las Comunidades Europeas, y miembro del Consejo de Administración del Banco Hipotecario de España. Desde febrero de 1995 es Secretario General y Jefe de la Asesoría Jurídica de A. B. Asesores.

**CONTHE GUTIERREZ, Manuel.** Nació en Madrid en 1954. Licenciado en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid, ingresó por oposición, en 1978, en el Cuerpo de Técnicos Comerciales del Estado. Desde febrero de 1979 a junio de 1981 ocupó diversos destinos en el Ministerio de Comercio. Fue representante de España en el Banco Interamericano de Desarrollo, en Washington, desde julio de 1981 a julio de 1984, año en que es nombrado Jefe del Servicio de Instituciones Multilaterales de Desarrollo del Ministerio de Economía y Hacienda. En diciembre de 1984 es nombrado Subdirector de Financiación Exterior del Tesoro hasta diciembre de 1986, fecha en la que fue nombrado Director General de Transacciones Exteriores. Desde octubre de 1988 es Director General del Tesoro y Política Financiera y, en calidad de tal, Consejero del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como miembro del comité Monetario de la CE.

**FERNANDEZ RODRIGUEZ, Amancio.** Nació en 1951. Estudios de Economía, Derecho y Periodismo en Madrid. Periodista y colaborador de diversas publicaciones sobre economía y finanzas. Desde 1986 es Redactor-Jefe de Economía de ABC, diario en cuya Redacción ingresó en 1982. Es miembro de la Junta Directiva de la Asociación de Periodistas de Información Económica, APIE.

**HERNANDEZ GARCIA, Antonio.** Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid (Rama de Análisis Cuantitativo). Técnico Comercial y Economista del Estado. Ha prestado servicios en la Subdirección General de Inversiones Extranjeras en España (Dirección General de Transacciones Exteriores); la Subdirección General de Precios, Costes y Mercado de Trabajo (Dirección General de Previsión y Coyuntura), y en la Subdirección General de Legislación y Política Financiera (Dirección General del Tesoro y Política Financiera). Actualmente, ocupa el puesto de Subdirector General Adjunto de Legislación y Política Financiera.

**HERNANDEZ GARCIA, Gloria.** Nació en Madrid en 1959. Licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. En 1982, ingresó, por oposición, en el Cuerpo de Diplomados Comerciales del Estado. Desde noviembre de 1982 a octubre de 1987 ocupó diversos destinos en el Ministerio de Comercio. En 1988 ingresó, por oposición, en el Cuerpo de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado. Desde enero de 1989 desarrolla sus funciones en la Subdirección General de Deuda Pública de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. En junio de 1994, es nombrada Subdirectora General de Deuda Pública.

**KETTERER JUANICO, Juan Antonio.** Licenciado en Economía por la Universidad Autónoma de Barcelona y Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota. Ha sido profesor de Finanzas en The Business School of Northwestern University y en la Carnegie Mellon University. Ha sido consultor del Banco Mundial en diversos trabajos, y actualmente es Subdirector General de MEFF Renta Fija.

**LAMOTHE FERNANDEZ, Prosper.** Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid. Catedrático de Economía Financiera y Director del Master en Mercados Financieros de la Universidad Autónoma de Madrid. Ha realizado diversos trabajos de Consultoría y Formación en bancos, cajas de ahorros y otros intermediarios financieros. Es Presidente del Consejo de Administración de Delta Investigación Financiera, empresa dedicada al asesoramiento en la gestión de carteras y riesgos financieros. Miembro de la European Finance Association, de la European International Business Association y de la Academy International Business.

**LEAL MALDONADO, José Luis.** Nació en Granada en 1939. Es Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas por las Universidades de Madrid y Ginebra, así como Diplomado en Estadística y Doctor en Economía por la Universidad de París. Ejerció su labor docente en la Universidad de Nanterre durante cinco años, y posteriormente fue funcionario de la OCDE durante otros cinco. En septiembre de 1977 fue nombrado Director General de Política Económica. En febrero de 1978 pasó a ocuparse de la Secretaría de Estado para la Coordinación y Programación Económica. Entre abril de 1979 y septiembre de 1980 fue Ministro de Economía. De 1981 a 1990 fue asesor económico del Banco de Vizcaya y adjunto al Presidente del Banco Bilbao Vizcaya. En la actualidad es Presidente de la Asociación Española de Banca Privada (AEB), así como de la Asociación de Amistad Hispano-Francesa «Diálogo» y del Consejo Social de la Universidad de Alcalá de Henares. Es miembro de la Real Orden de Carlos III y Oficial de la Legión de Honor francesa.

**MARQUEZ DORSCH, Agustín.** Ingeniero de Telecomunicaciones y Master en Dirección de Empresas por el IESE. Ha trabajado en el Banco de Bilbao, posteriormente en el Banco Bilbao Vizcaya, en diversas áreas relacionadas con informática y planificación de sistemas. En la actualidad es Director General del

Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y Consejero de Espaclear.

**MARTINEZ-PARDO DEL VALLE, Ramiro.** Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid; miembro del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España; miembro del Instituto Español de Analistas Financieros. Ha sido Director Financiero de la División de Sociedades Participadas en la Banca López-Quesada; Director adjunto de la División de Crédito y adjunto al Director General en el Bank of Tokyo Ltd., sucursal de España; responsable del control presupuestario y gasto de las oficinas de representación de la FAO, y Director de Administración e Intervención General en el Banco Natwest de España. Desde 1989 es Director de la División de Sujetos del Mercado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**MEDEL CAMARA, Braulio.** Nació en Marchena (Sevilla) en 1947. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales. Catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal de la Universidad de Málaga. Ha sido Director del Departamento de Hacienda Pública de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Málaga y Director del Instituto de Economía Aplicada de la misma Universidad. Ha ocupado el cargo de Director de la Oficina de Planificación y, posteriormente, el de Viceconsejero de Economía y Hacienda de la Junta de Andalucía. Ha sido Presidente de la Caja de Ahorros de Ronda, Presidente de la Federación de Cajas de Ahorros de Andalucía, y Vicepresidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. En la actualidad es Presidente de UNICAJA, Vicepresidente de la Federación de Cajas de Ahorros de Andalucía y Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Asimismo, es miembro del Consejo y del Comité Ejecutivo del Instituto Internacional de Cajas de Ahorros. Actualmente forma parte del Comité de Coordinación Instituto Mundial de Cajas de Ahorros-Agrupación Europea de Cajas de Ahorros y es Vicepresidente de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros.

**MINGUEZ PRIETO, Rafael.** Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid; Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Alcalá de Henares. Es funcionario del Cuerpo Superior de Administradores Civiles del Estado y experto en temas de Legislación Financiera. Miembro de la Delegación Española en varias Directivas sobre Mercados Financieros. Actualmente es Subdirector General de Inspección en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

**ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo.** Ingresó en 1967 como economista titulado en el Banco de España especializándose en Econometría y Teoría Monetaria en el Instituto de Tecnología de Massachusetts de 1968 a 1970. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado jefe en 1978. En septiembre de 1977 se le designó Secretario de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y, desde diciembre de 1982 a noviembre de 1985 desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera, volviendo al Banco de España como Director General. En julio de 1989, se le nombró Presidente del Consejo de Administración del BBV Interactivos, la sociedad de valores y bolsa del Grupo BBV, desempeñando ese cargo hasta febrero de 1993 en el que fue nombrado Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, cargo que mantiene en la actualidad.

**PIZARRO MORENO, Manuel.** Nació en Teruel en 1951. Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid (1973). Abogado del Estado (1978) y Agente de Cambio y Bolsa (1987). Ha prestado servicios como Abogado del Estado en Tarragona (1978), y ha sido Director General Jefe de la Asesoría Jurídica (1979) y Secretario del Consejo de Gobierno (1981) de la Diputación General de Aragón; Subdirector General de Cooperación con las Comunidades Autónomas (1982); Secretario General Técnico (1982) y Jefe de la Asesoría Jurídica (1983) del Ministerio de Administración Territorial, y Asesor Jurídico de la Secretaría de Estado de Economía y Planificación (1983); Subdirector General de Expropiaciones de la Dirección General del Patrimonio del Estado; Secretario General de «La Lactaria Española»; Presidente de Ibercaja Servicios Financieros; Presidente y Consejero Delegado de Ibersecurities, A.V.B. (1988), y Vocal del Comité consultivo de la CNMV (1990). Actualmente es Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid.

**ZOIDO MARTINEZ, Antonio José.** Nació en Zafra (Badajoz) en 1944. Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Cursó Financial Management en el MIT. Ha sido Director a cargo de la División Internacional en el Banco Hispano Americano y Director a cargo de la División de Tesorería y Mercado de Capitales en el mismo Banco. Actualmente es Presidente de Central Hispano de Bolsa, S.V.B. Es miembro del Consejo de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid (Vicepresidente); de la Sociedad de Bolsas (Presidente); del Banco Banif de Gestión Privada; de la Corporación Financiera Hispamer; de MEFF, Sociedad Holding de Productos Financieros Derivados (Vicepresidente) MEFF, Renta Fija; MEFF Renta Variable, y ADIG Investment A.G. (Munich).