PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

MERCADO DE VALORES Y MERCADO FINANCIERO UNICO

OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, antes «Suplementos sobre el Sistema Financiero» de *Papeles de Economía Española.*

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

* * *

P.V.P.: 2.250 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.
Teléfonos: 350 44 00/02.

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

49

1995

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA *(Presidente)*
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA *(Presidente de Honor de la CECA)*
MARIANO NAVARRO RUBIO *(Presidente de Honor de la Fundación FIES)*
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ
LUIS CORONEL DE PALMA
FRANCISCO FERNANDEZ-JARDON
JULIO FERNANDEZ GAYOSO
DIEGO FUENTES TALAVERA
JESUS MUZAS RUBIO
JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
MARTIN OLLER SOLER
JOSE ORTEGA GONZALEZ
JUAN RAMON QUINTAS SEOANE
JUAN PABLO SANCHEZ SANCHEZ-SECO
AVELINO VILA OTERO

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

CONSEJO DE REDACCION

ENRIQUE FUENTES QUINTANA *(Director)*
XAVIER ALKORTA ANDONEGUI
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ
ALFONSO CASTILLA ROJAS
CARLOS EGEA KRAUEL
JULIO FERNANDEZ GAYOSO
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO
JUAN ANTONIO MAROTO ACIN
FERNANDO GONZALEZ OLIVARES *(Redactor-Jefe)*
CARMELA MARTIN GONZALEZ
JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JOSE LUIS RAYMOND BARA
FRANCISCO REVILLA IRANZO
JOSE MANUEL RODRIGUEZ CARRASCO
EMILIO TORTOSA COSME
JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE VILARASAU SALAT

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Portada

Bravo-Lofish

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime

LAXES, S. L. Ediciones
Donoso Cortés, 22. 28015 Madrid

Depósito legal: M. 7.461.—1993
ISSN: 1132-9564

SUMARIO

Introducción. **V**

Presentación. El Mercado de Valores español ante el Mercado Unico. *Manuel Conthe Gutiérrez.* **VII**

El Mercado Unico de Valores: la Directiva sobre Servicios de Inversión. Algunas implicaciones para España. *Antonio Hernández García.* **1**

Implicaciones del Mercado Unico de Valores sobre los distintos mercados españoles. Una visión institucional. *Gregorio Arranz Pumar.* **22**

Las implicaciones del Mercado Unico de Valores sobre las empresas de servicios de inversión españolas. *Rafael Mínguez Prieto.* **35**

Las bolsas ante el Mercado Unico de Valores. Una nota. *Antonio Zoido.* **42**

La supervisión de las sociedades y agencias de valores. Impacto de la Directiva de Servicios de Inversión. *Ramiro Martínez-Pardo del Valle.* **45**

Implicaciones del Mercado Unico de Valores sobre el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. *Raimundo Ortega Fernández* y *Agustín Márquez Dorsch.* **59**

Incidencia de la Directiva de Servicios de Inversión sobre el Mercado de Deuda Pública. *Gloria Hernández García.* **72**

Efectos de la Directiva de Servicios de Inversión en los mercados organizados de derivados. *Juan Antonio Ketterer.* **83**

El impacto de la Directiva de Servicios de Inversión en los mercados de renta fija. *Félix Arce.* **91**

APENDICE

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. **101**

OPINIONES

«España ante el Mercado Unico de Valores»
Amancio Fernández. Redactor Jefe de Economía del diario *ABC*. **121**

Braulio Medel Cámara. Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y Vicepresidente de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros. **123**

José Luis Leal Maldonado. Presidente de la Asociación Española de Banca Privada. **124**

Prosper Lamothe Fernández. Catedrático de Economía Financiera de la Universidad Autónoma de Madrid. **125**

Manuel Pizarro Moreno. Presidente de la Bolsa de Madrid. **126**

César Alierta Izuel. Presidente de Beta Capital, S. A. **127**

Javier Aríztegui Yáñez. Jefe de Operaciones del Banco de España. **128**

INTRODUCCION

La próxima transposición al ordenamiento financiero español de la Directiva 93/22/CE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, conocida abreviadamente como la Directiva sobre Servicios de Inversión (DSI) hacía aconsejable difundir su contenido esencial y tratar de puntualizar el efecto que sus normas pueden tener en el funcionamiento de los mercados de valores y en los miembros y partícipes de estos mercados: detectar, en definitiva, el impacto de la DSI en nuestro ordenamiento vigente para conocer cuáles habrán de ser las principales líneas de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV).

¿Cuáles son los principales datos que merecen ser resaltados de la DSI, en cuanto a su impacto sobre nuestro ordenamiento?

Sin duda alguna, el punto más importante y que, consecuentemente, ha de destacarse, es el «principio de integración financiera», del que se deriva la libre prestación de servicios, el derecho de establecimiento y la libertad de acceso a los mercados regulados en condición de miembro, o, dicho de otra forma, la aplicación del «pasaporte europeo» al ámbito de las empresas de inversión, de la misma forma que ya se ha hecho en relación con las actividades bancarias y de seguros. A partir de 1996, cualquier empresa de inversión autorizada en un Estado miembro podrá actuar en todo el ámbito de la Unión Europea, tanto mediante el establecimiento de una sucursal como en libre prestación de servicios, correspondiendo al país de origen la supervisión de sus condiciones de solvencia.

Dos aspectos requerirán especial atención en este plano. Por una parte, se suscita la cuestión de determinar en qué medida esta ampliación del ámbito competencial habrá de influir, positiva o negativamente, sobre la actividad de las empresas españolas. La experiencia —quizá no automáticamente trasladable pero, sin duda, significativa— de la Segunda Directiva Bancaria hace pensar que quizá los temores a una desaforada competencia procedente del extranjero sean excesivos. No obstante, es presumible que pueda producirse una cierta reacomodación del mercado, a la que nuestras sociedades y agencias de valores tendrán que hacer frente para defender y ampliar su cuota de mercado.

En segundo lugar, se subraya por los analistas la relativa discriminación que puede producirse por la existencia de mayores exigencias de capital en el ordenamiento español que en otros países europeos, lo que facilita la introducción en los mercados españoles de las empresas de la Unión Europea.

Por último, supondrá, asimismo, una importante novedad en nuestra legislación el acceso, como miembros del mercado de las entidades bancarias, a las bolsas, aunque el artículo 15.3 de la DSI permita el mantenimiento de la actual situación hasta el año 2000.

Cuarto punto merecedor de atención es el relativo al principio de concentración. Con esta denominación nos referimos a la necesidad de que la prestación de los servicios de inversión se efectúe en los mercados de valores organizados (artículo 36 LMV), necesidad que ha sido matizada por el artículo 14.3 de la DSI y que tendrá que ser objeto de matizada transposición a nuestro Derecho.

Son muchos más los aspectos de la DSI que se analizan en este número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO —presentado amablemente por el Director General del Tesoro y Política Financiera, **Manuel Conthe—.** Un rápido repaso a su sumario nos permite trazar un esquema de su contenido.

En primer lugar, los trabajos de **Antonio Hernández** y **Gregorio Arranz** presentan los rasgos generales de la DSI y enumeran el conjunto de problemas que han sido abordados en ella, ofreciendo, así, una panorámica general de las cuestiones que los siguientes artículos han de desarrollar más en detalle.

Así, **Rafael Mínguez** presta especial atención en relación con las Sociedades y Agencias de Valores analizando la armonización de las condiciones de autorización. **Antonio Zoido,** por su parte, observa cuál es la situación de las Bolsas,

sometidas a profundos y rápidos cambios estructurales y tecnológicos.

Ramiro Martínez-Pardo se ocupa de determinar los cambios que la DSI va a introducir en cuanto a las actividades de supervisión de las Sociedades y Agencias de Valores, que afectan no sólo a las necesidades de armonización de los requisitos de autorización, sino también al reparto de competencias entre el país de origen (supervisión de las normas prudenciales y de solvencia) y el de acogida (normas de conducta).

Raimundo Ortega y **Agustín Márquez** se ocupan de un tema que en la DSI sólo se aborda lateralmente pero que, en la práctica, puede ser definitivo en cuanto punto competencial de la máxima importancia. Nos referimos al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, pieza absolutamente clave para el adecuado funcionamiento de los mercados.

Gloria Hernández analiza la incidencia de la DSI en el mercado de deuda que, regido por la Central de Anotaciones, gestionada por el Banco de España, tan espectacular desarrollo ha tenido desde su creación en 1987 (Real Decreto 505/1987, de 19 de abril).

Los mercados emergentes de derivados son contemplados por **Juan Antonio Ketterer** desde la perspectiva de la DSI y, por último, **Félix G. Arce** alude en su trabajo a los mercados de renta fija.

En la tradicional sección de «Opiniones» se incluyen las respuestas dadas a las preguntas de PERSPECTIVAS, recogidas por **Amancio Fernández Rodríguez** y formuladas a **Braulio Medel Cámara, José Luis Leal Maldonado, Prosper Lamothe, Manuel Pizarro, César Alierta** y **Javier Aríztegui.** Cada uno de ellos, desde su peculiar punto de vista, colabora a clarificar los distintos criterios que pueden sustentarse en punto a los efectos de la DSI.

Por último, como documento de esencial conocimiento, se incluye el texto de la Directiva que se encuentra en la base de todos los trabajos incorporados a este número.

PRESENTACION

EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL ANTE EL MERCADO UNICO

Manuel Conthe

El mercado de valores español se enfrenta a un nuevo reto de cara a 1996, fecha de entrada en vigor de la Directiva sobre Servicios de Inversión. En efecto, esta disposición extiende el principio de «pasaporte» europeo y supervisión por el país de origen al ámbito de los mercados de valores, de modo que cualquier empresa de servicios de inversión autorizada en un estado miembro podrá libremente prestar sus servicios o abrir sucursales en todo el territorio comunitario, siendo únicamente supervisada en materia prudencial por su país de origen. Asimismo, elimina las restricciones de acceso a los mercados secundarios «regulados», asegurando que cualquier empresa de inversión comunitaria pueda acceder o ser miembro de tales mercados y sus sistemas de compensación y liquidación, siempre, claro está, que cumpla todas las reglas de acceso y funcionamiento vigentes en ellos. En suma, se consagra así en el territorio comunitario un marco legal que pone en competencia directa tanto a las entidades que prestan servicios de inversión como a los propios mercados de valores.

No debe, sin embargo, exagerarse el impacto que tendrá la trasposición de la Directiva, puesto que la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, ya supuso una profunda modernización y reforma de nuestro mercado de valores. Uno de sus objetivos fue la adecuación de nuestro mercado de valores al mercado financiero único que se estaba gestando en el seno de la Unión Europea. Movido por el deseo de fomentar la competencia, sin menoscabo de la protección de los inversores, el legislador de entonces actuó en tres frentes: en la seguridad de la operatoria en los mercados, mediante un nuevo sistema de supervisión; en la mejora de la transparencia de las operaciones; y en el estímulo de la eficiencia operativa.

Las reformas institucionales que introdujo la Ley pueden esquematizarse en cinco puntos:

1. Creación de un organismo supervisor de la operativa en los mercados de valores (la Comisión Nacional del Mercado de Valores) encargado de velar por la protección del inversor y la transparencia y disciplina del mercado.

2. Sustitución de los agentes de Cambio y Bolsa por personas jurídicas, las sociedades y agencias de valores, a las que se exige unos capitales mínimos y una rigurosa normativa en materia de supervisión prudencial.

3. Establecimiento de varios mercados con estatuto de «mercados oficiales»: el bursátil, el de deuda pública anotada y otros a autorizar posteriormente (como el de futuros y opciones de MEFF).

4. Reestructuración del mercado bursátil para aumentar su liquidez y profundidad, y conseguir la integración de las cuatro bolsas. Por un lado, se obligó a que cada Bolsa sea administrada por una sociedad rectora, cuyos únicos accionistas son las sociedades y agencias de valores; por otro, se creó una entidad encargada de gestionar el Sistema de Interconexión Bursátil, la Sociedad de Bolsas, participada a partes iguales por las cuatro sociedades rectoras.

5. Creación de una entidad encargada de la compensación y liquidación de las transacciones realizadas en el mercado bursátil, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Por su parte, los cambios técnicos introducidos entonces pueden resumirse en dos puntos:

1. Creación en el mercado bursátil de un sistema de contratación electrónico asistido por ordenador («mercado continuo»), basado en los principios de precio único, igualdad de acceso a la formación de precios y transparencia, garantizada por el flujo continuo de la información.

2. Constitución de un servicio único especializado en la compensación y liquidación de valores, unido a la generalización de las anotaciones en cuenta, haciendo más rápidas y eficientes las transacciones en el mercado de valores.

Aparte de estos cambios técnicos e institucionales, la Ley del Mercado de Valores contempló que, tras un período transitorio, finalizado en enero de 1992, se liberalizarían tanto las comisiones a cobrar por los miembros del mercado como la entrada de capital extranjero en el capital de nuestras empresas de inversión. Como consecuencia de estas medidas,

se ha acentuado muy significativamente la competencia en el mercado de valores español.

En el caso de España, la adecuación a la Directiva sobre Servicios de Inversión exigirá la modificación de la Ley del Mercado de Valores de 1988. Los cambios más relevantes, contenidos en el proyecto de Ley que aprobará en breve el gobierno, son los siguientes:

1. Deberá permitirse la operativa en los mercados de valores españoles a las sucursales de empresas de inversión comunitarias, concepto que incluye a aquellas entidades de crédito que tengan actividades en los mercados de valores. En la regulación actual, no se permite que una empresa de servicios de inversión extranjera opere en los mercados de valores españoles mediante sucursal, siendo preciso la constitución en España de una sociedad o agencia de valores.

2. Tendrá que liberalizarse el acceso como miembro de nuestros mercados regulados a las empresas de inversión comunitarias.

3. No podrá exigirse la concentración de las operaciones en los mercados regulados cuando se trate de no residentes o de residentes que hayan autorizado a los intermediarios a realizar la operación fuera del mercado.

4. Habrá que reclasificar nuestros mercados, para adecuar el concepto de mercado «oficial» al de mercado «regulado» de la Directiva; será, pues, preciso incluir en ese nuevo concepto, aparte del mercado bursátil, el de deuda pública anotada, el de futuros y opciones de MEFF y el mercado de renta fija privada de la AIAF.

5. En aquellos mercados regulados cuya operativa no requiera la presencia física, deberá permitirse el acceso de empresas de inversión comunitarias, sin necesidad de que constituyan un establecimiento permanente en España.

6. Deberá permitirse el acceso de las empresas de inversión comunitarias a los sistemas de compensación y liquidación de valores, siempre que cumplan todos los requisitos establecidos para garantizar su seguridad.

En definitiva, la Ley 24/1988, en trance de adaptación a la Directiva sobre Servicios de Inversión, supo dar un primer y básico impulso a nuestro mercado de valores, poniéndolo en pie de igualdad con otros mercados europeos para competir en un entorno más liberalizado. Si a la reforma y modernización de nuestro mercado de valores, introducida por la Ley 24/1988, unimos la acreditada capacidad de ajuste que han ido mostrando la mayoría de nuestras empresas de inversión y nuestros mercados regulados, cabe razonablemente pronosticar que, una vez más, el sistema financiero español sabrá afrontar el nuevo reto del «mercado único de valores».

EL MERCADO UNICO DE VALORES: LA DIRECTIVA SOBRE SERVICIOS DE INVERSION. ALGUNAS IMPLICACIONES PARA ESPAÑA

Antonio Hernández García (*)

I. INTRODUCCION: EL MERCADO UNICO DE VALORES COMO PIEZA DEL AREA FINANCIERA INTEGRADA

En 1985, dos hechos van a justificar la elaboración del Libro Blanco del Mercado Interior: por un lado, se observa que el objetivo básico del Tratado de Roma —la consecución del Mercado Común—, aún no se ha hecho realidad, en el sentido de que no existe entre los estados miembros una total libertad de movimientos de mercancías, personas y capitales; por otro, se aprecia que la CEE va perdiendo ventajas competitivas respecto a los Estados Unidos y Japón.

Como fruto del Libro Blanco se aprueba, en 1986, el Acta Unica Europea, dándose así contenido legal al objetivo de creación del mercado único en 1993; en efecto, mediante una reforma del Tratado de Roma, el Acta Unica Europea tratará de lograr que en enero de 1993 no subsista ningún tipo de fronteras físicas, técnicas o fiscales que impidan la libre circulación de mercancías, personas y capitales, incluyendo la libre prestación de servicios y el derecho de establecimiento (es decir, la libre apertura de sucursales).

Es en el ámbito financiero de ese objetivo donde se enmarca el «Mercado Unico Financiero», que implica la libre prestación de servicios financieros y el derecho de establecimiento de sucursales para aquellas entidades financieras que, autorizadas por sus respectivos países de origen, pertenezcan al sector bancario *(v.g.,* las entidades de crédito), al asegurador *(v.g.,* las compañías de seguros), o al relativo a los mercados de valores *(v.g.,* las empresas de inversión).

El Mercado Unico de Valores —una de las piezas del Mercado Unico Financiero o Area Financiera Integrada—, va a suponer un nuevo logro, ya que no sólo persigue la libre prestación de servicios de inversión y el derecho de establecimiento para las empresas de inversión autorizadas por algún estado miembro, sino que obliga a liberalizar el acceso directo de tales empresas de inversión (incluyendo a las entidades de crédito que presten servicios de inversión) a los mercados regulados comunitarios, cuestión especialmente polémica en lo que atañe a los mercados bursátiles de los países latinos, cuyo acceso directo está muy restringido (e incluso prohibido para las entidades de crédito, que tienen que recurrir a alguna empresa de inversión que sea miembro para ejecutar las órdenes de compra o venta de sus clientes). Como se verá, esta polémica es una de las razones que justifica el retraso que ha sufrido la consecución del Mercado Unico de Valores con respecto a la fecha inicialmente prevista: el 1 de enero de 1993.

Por otra parte, de cara a la consecución del Area Financiera Integrada se estimó indispensable el logro de la plena liberalización de los movimientos de capital, puesto que para garantizar un mejor y más eficiente reparto del ahorro entre los distintos estados miembros, se requiere, aparte de un sistema financiero liberalizado, una libre canalización de los recursos financieros hacia sus usos más productivos dentro de la Unión Europea (en adelante, UE), objetivo que quedó consagrado en la Directiva 88/361/CEE, ya en vigor para todos los estados miembros excepto Grecia.

Antes de analizar cómo se ha ido articulando el Mercado Unico Financiero (en adelante, MUF), conviene justificar, desde un punto de vista económico y financiero, por qué es necesario alcanzarlo, pudiéndose destacar varios motivos:

1) La importancia del sector financiero en la economía comunitaria, puesto que genera en torno al 7 por 100 del PIB de la UE y emplea, aproximadamente, al 3 por 100 de su población.

2) El papel clave que desempeña el sistema financiero en la instrumentación de las políticas económicas; especialmente el sistema bancario, en lo que concierne a la transmisión de los impulsos monetarios al sector real. En particular, contar en el seno comunitario con un sistema financiero eficiente y competitivo —que permita una canalización ágil de las medidas de política económica—, constituye un factor esencial de cara a la consecución de la Unión Económica y Monetaria; ello se debe a que una de las condiciones necesarias —aunque no

suficiente—, para que varios países puedan mantener un área de tipos de cambios fijos —y, más adelante, establezcan una moneda única—, es el logro de una adecuada coordinación de las políticas económicas de tales países.

3) La significativa reasignación de recursos a nivel empresarial generada por la consecución del Mercado Unico en los demás ámbitos, que exige un sistema financiero eficiente capaz de poner en contacto a oferentes y demandantes de fondos, aspecto en el que resulta esencial el papel de los mercados de valores.

4) La propia virtualidad de tal proceso de integración financiera, ya que como fruto del mismo se prevé:

a) Un abaratamiento de los servicios financieros, debido al aumento del nivel de competencia entre las entidades financieras de la UE.

b) Un fortalecimiento de las posibilidades de crecimiento y creación de empleo ante la mejora de la eficacia marginal del capital, derivada de que los flujos financieros se canalicen hacia sus usos más rentables.

5) En la esfera concreta de los mercados de valores, la necesidad de crear un entorno lo suficientemente competitivo, liberalizado y eficiente en el seno de la UE para afrontar la competencia de otros centros financieros internacionales, como los Estados Unidos y Japón *(v.g.,* las Bolsas de Nueva York y Tokio); razón especialmente importante de cara a aprovechar el negocio ligado a la reasignación de recursos derivada de los procesos de privatización de los países de Europa Central y del Este.

Pues bien, la creación en el seno de la UE de un Area Financiera Integrada, en sus tres ámbitos —el bancario, el asegurador y el relativo a los mercados de valores—, se ha ido plasmando en varias directivas. Entre tales directivas destacan, por un lado, las que regulan el conocido «pasaporte» comunitario, por el que cualquier entidad financiera autorizada en su país de origen puede operar libremente en los demás estados miembros (sin tener que someterse a una nueva autorización) a través de sucursales o en libre prestación de servicios (1), y, por otro, las directivas que regulan las condiciones de supervisión prudencial de la solvencia de las entidades financieras; en efecto, teniendo en cuenta que, en virtud de ese «pasaporte», las entidades autorizadas a operar en cualquier país miembro (país de origen) pueden hacerlo libremente en el resto de la UE, ha sido preciso armonizar los requisitos mínimos que en materia de solvencia se les exige, evitando así el «arbitraje regulador», es decir, que algún estado miembro trate de atraer negocio a su propio territorio reduciendo las exigencias prudenciales a tales niveles que se pudiera poner en peligro la estabilidad financiera de la UE en su conjunto.

En el ámbito del mercado de valores estas disposiciones son, respectivamente, la Directiva 93/22/CEE, sobre Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables (en adelante, DSI) y la Directiva 93/6/CEE, sobre la Adecuación de Capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (en adelante, DAC), aprobadas en 1993 y que entrarán en vigor en 1996:

a) La DSI regula el «pasaporte» comunitario en los mercados de valores, es decir, la libre prestación de servicios de inversión, el derecho de establecimiento y la libertad de acceso a los mercados regulados en condición de miembros por parte de las empresas de inversión, siempre que éstas cumplan los requisitos exigidos para su autorización y para el ejercicio de la actividad que se regulan en dicha norma.

b) La DAC, entre otras cuestiones, establece las exigencias mínimas de capital y recursos propios de las entidades que actúen en los mercados de valores comunitarios en virtud de dicho «pasaporte».

En este trabajo se analizará la DSI, centrándose en su contenido y en las implicaciones que su adopción va a tener para nuestro país, tanto desde un punto de vista jurídico (cambios generales a acometer en la Ley 24/88, sobre el Mercado de Valores), como financiero (estrategias a adoptar por las empresas de inversión y los mercados de valores españoles).

Como veremos, la DSI, en un entorno de creciente internacionalización y globalización de los mercados, supone el desencadenamiento de dos importantes fuerzas competitivas: por un lado, en la esfera de los mercados de valores comunitarios que, ante la libertad de acceso, tendrán que afrontar la competencia del centro financiero londinense; por otro lado, en el campo de las empresas de inversión, quienes, como consecuencia de la libertad de entrada, deberán hacer frente a nuevos competidores, incluyendo a las entidades de crédito, lo que implica necesariamente la adopción de alguna estrategia «competitiva» para mantener la misma «cuota de mercado» y, en algunos casos, para «sobrevivir» a la competencia.

II. LA DIRECTIVA SOBRE SERVICIOS DE INVERSION

1. Objetivos

La normativa comunitaria elaborada en el ámbito de los mercados de valores, velando por la protección de los inversores y la eficiencia de los mercados, se basa en cuatro principios:

1) El principio de la «integración financiera», del que se deriva la libre prestación de servicios, el

derecho de establecimiento y la libertad de acceso a los mercados regulados en condición de miembro.

2) El principio de la «información equivalente», por el que cualquier sociedad cotizada en más de una Bolsa comunitaria debe divulgar la misma información en cada una de ellas.

3) El principio de la «transparencia» de las operaciones realizadas en los mercados regulados.

4) El principio del «juego limpio» *(fair play)* en las transacciones sobre valores mobiliarios.

Para lograr dichos objetivos, se han ido aprobando varias directivas en distintas materias (cuadros núms. 1 y 2):

I) Condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial.

II) Folleto de admisión a cotización bursátil.

III) Folleto de Oferta Pública de Venta de valores.

IV) Información periódica de sociedades cotizadas en Bolsa.

V) Información sobre participaciones significativas en sociedades cotizadas en Bolsa.

VI) Uso ilícito de información privilegiada.

VII) Instituciones de inversión colectiva.

VIII) Libre prestación de servicios de inversión y derecho de establecimiento.

CUADRO NUM. 1

DIRECTIVAS EN EL AMBITO DE LOS MERCADOS DE VALORES

Materia	*Directiva*	*Reconocimiento mutuo*	*Entrada en vigor*
Condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en Bolsa.	Directiva 79/279/CEE, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores. Directiva 82/148/CEE, por la que se modifican la Directiva 79/279/CEE y la Directiva 80/390/CEE.	No	1981 (1982 en el caso de haberse introducido junto con la Directiva sobre folleto de admisión a cotización). Julio 1983.
Folleto de admisión a cotización bursátil.	Directiva 80/390/CEE, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión, del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa. Directiva 82/148/CEE, por la que se modifican la Directiva 79/279/CEE, y la Directiva 80/390/CEE. Directiva 87/345/CEE, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE. Directiva 90/211/CEE, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE. Directiva 94/18/CEE, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE.	Sí	Julio 1983. Enero 1990 (enero de 1991 para España). Abril 1991. Mayo 1994.
Folleto de Oferta Pública de Venta de valores negociables.	Directiva 89/298/CEE, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables.	Sí	Abril 1991.
Información periódica de sociedades cotizadas.	Directiva 82/121/CEE, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores.		Julio 1983.
Información sobre participaciones significativas.	Directiva 88/627/CEE, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa.		Enero 1991.
Operaciones con información privilegiada.	Directiva 89/592/CEE, sobre la coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.	No	Junio 1992.
Instituciones de Inversión Colectiva en valores mobiliarios.	Directiva 85/611/CEE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Directiva 88/220/CEE, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE.	Sí	Octubre 1989 (abril 1992 para Grecia y Portugal). Octubre 1989 (abril 1992, para Grecia y Portugal).
Libre prestación de servicios, derecho de establecimiento y libertad de acceso a los mercados regulados.	Directiva 93/22/CEE, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.	Sí	Enero 1996.
Exigencias prudenciales (capitales iniciales mínimos y recursos propios).	Directiva 93/6/CEE, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.		Enero 1996.

CUADRO NUM. 2

TRANSPOSICION EN ESPAÑA DE LA NORMATIVA COMUNITARIA EN MATERIA DEL MERCADO DE VALORES

Normativa comunitaria	*Transposición en España*
Recomendación de la Comisión 77/534/CEE, de 25 de julio de 1977, por la que se establece un código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a valores mobiliarios.	• Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, Título VII (arts. 78 a 83) sobre «Normas de Conducta». • Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.
Directiva del Consejo 79/279/CEE, de 25 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios y a cotización en una bolsa de valores.	• Artículos 32, 35, 46, 48 y 51 de la Ley 24/1988. • Reglamento de Bolsas aprobado por Real Decreto 1506/1967, de 30 de junio, especialmente sus artículos 22 a 37. • Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedades de Bolsas y Fianza Colectiva.
Directiva del Consejo 80/390/CEE, de 27 de marzo de 1980, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa de valores.	• Ley 24/88, de su artículo 32, en correlación con el 26 y 28. • El vigente Reglamento de Bolsas, artículo 27.j). • Real Decreto 726/89, artículos 11, 22 y disposición adicional quinta. • Disposición adicional primera del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, y, finalmente, • Disposiciones adicionales primera a cuarta de la OM de 12 de julio de 1993 sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992.
Directiva del Consejo 89/298/CEE, de 17 de abril de 1989, por la que se coordinan las condiciones de la elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables.	• Artículos 26 y 28 de la Ley 14/1988. • Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo. • Orden Ministerial de 12 de julio de 1993.
Directiva del Consejo 82/121/CEE, de 15 de febrero de 1982, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores.	• Artículo 35 de la Ley 24/88. • OM de 18 de enero de 1991.
Directiva del Consejo 88/627/CEE, de 12 de diciembre de 1988, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa.	• Artículo 53 de la Ley 24/1988. • Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias. • OM de 23 de abril de 1991 que desarrolla el citado RD 377/1991.
Directiva del Consejo 89/592/CEE, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.	• Artículos 78 a 83 de la Ley 24/1988.
Directiva del Consejo 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, sobre Instituciones de Inversión Colectiva.	• Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. • Su Reglamento, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre. • Orden Ministerial de 20 de diciembre de 1990. • Orden Ministerial de 12 de julio de 1993.
Directiva del Consejo 93/6/CEE, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (DAC).	• Ley 13/1992, de 1 de junio, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras. • Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, que desarrolla la Ley 13/1992. • Orden Ministerial de 29 de diciembre de 1992 sobre recursos propios de Sociedades y Agencias de Valores. • Orden Ministerial de 30 de diciembre sobre normas de solvencia de las entidades de crédito. • Circular 6/1992, de 30 de diciembre de la CNMV sobre exigencias de recursos propios de Sociedades y Agencias de Valores y sus grupos consolidables. • Circular 1/1993, de 3 de marzo de la CNMV sobre normas contables de consolidación aplicables a los grupos y subgrupos de Sociedades y Agencias de Valores. • Circular 4/1993, de 26 de marzo, del Banco de España, de modificación de la circular 4/1991, de normas de contabilidad. • Circular 5/1993, de 26 de marzo, del Banco de España, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito. • Circular 11/1993, de 17 de diciembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre modificación de la circular 4/1991, sobre normas de contabilidad y modelos financieros. • Circular 12/1993, de 17 de diciembre, del Banco de España, modifica la circular 5/1993, de 26 de marzo sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.
Directiva de Servicios de Inversión en valores mobiliarios (DSI).	• Pendiente (modificará la Ley 24/1988, del Mercado de Valores).

IX) Supervisión de la solvencia (2).

Es en la materia de libre prestación de servicios y derecho de establecimiento donde se enmarca la DSI, ya que su *objetivo principal* es trasladar al campo de las «casas de valores» o empresas de inversión el «pasaporte» europeo, al igual que la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (Directiva 89/646/CEE), la Tercera Directiva de Seguros Generales (Directiva 92/49/CEE) y la Tercera Direc-

tiva sobre el Ramo de Vida (Directiva 92/96/CEE) lo han introducido, respectivamente, en el sector bancario y asegurador (3).

De este modo, a partir del 1 de enero de 1996, fecha de entrada en vigor de la DSI, cualquier empresa de inversión autorizada en un estado miembro (y, por tanto, cumpliendo los requisitos mínimos que impone la Directiva en lo relativo a la concesión de la autorización y a su mantenimiento), podrá realizar en el resto de países comunitarios todas o alguna de las actividades contempladas en su autorización y reguladas en la Directiva, tanto mediante el establecimiento de una sucursal como en libre prestación de servicios, siendo el país que otorga la autorización (países de origen) el encargado de supervisar sus condiciones de solvencia.

Como ya se indicó anteriormente, para que todos los países comunitarios hayan aceptado ceder su soberanía en materia de supervisión de la solvencia de las empresas de inversión de otros estados miembros que operen en sus mercados en virtud del «pasaporte» comunitario, ha sido necesario armonizar las exigencias prudenciales mínimas que tales entidades deben cumplir, materia de la que se ocupa la DAC.

Un *segundo objetivo básico* de la DSI es liberalizar el acceso a los mercados regulados en condición de miembro, cuestión especialmente polémica en el contexto de los mercados bursátiles. Esta polémica ha sido una de las causas que ha justificado el retraso que ha sufrido la aprobación de esta Directiva y, por ende, su entrada en vigor, hecho que supone una discriminación de las empresas de inversión con respecto a las entidades de crédito y las empresas de inversión filiales de entidades de crédito.

En efecto, la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, que entró en vigor el 1 de enero de 1993, ha consagrado el «pasaporte» europeo para un concepto de banca «universal» que incluye entre las actividades bancarias sujetas a reconocimiento mutuo la prestación de servicios de inversión. Así pues, se produce una relativa discriminación de las empresas de inversión con respecto a las entidades de crédito, puesto que, mientras que las entidades de crédito pueden prestar servicios de inversión en los mercados de valores europeos desde principios de año —siempre que cuenten con la autorización de su país de origen—, las empresas de inversión deberán esperar hasta el 1 de enero de 1996.

Por otra parte, hasta que entre en vigor la DSI, podrá existir un trato diferenciado entre empresas de inversión por el hecho de pertenecer o no a un grupo bancario, puesto que el artículo 18.2 de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria prevé que pueda extenderse, desde enero de 1993, el «pasaporte» comunitario de las entidades de crédito a aquellas entidades financieras, incluidas las empresas de inversión, que cumplan determinados requisitos (entre ellos, que la entidad de crédito matriz posea como mínimo el 90 por 100 de su capital y estén incluidas en la supervisión consolidada del grupo financiero en el que la entidad de crédito matriz se integre).

De este modo, las empresas de inversión que cumplan tales requisitos no tendrán que esperar al 1 de enero de 1996 para prestar servicios de inversión libremente en cualquier país miembro, siempre que estén autorizadas para prestar tales servicios en su país de origen.

Es preciso, por tanto, antes de profundizar en el contenido de la DSI, justificar por qué, a pesar de la distorsión competitiva asociada al hecho de que la DSI entre en vigor más tarde que la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, ese retraso se ha producido finalmente.

2. Razones del retraso en la aprobación de la DSI: la dificultad de armonizar las diferentes estructuras de los mercados de valores comunitarios

Dos han sido las razones básicas que han justificado el retraso en la aprobación y entrada en vigor de la DSI.

En primer lugar, la ardua negociación entre la postura «anglosajona», más liberal, en la que se intenta minimizar la intervención pública en los mercados, y la postura «latina», más conservadora, en la que los mercados deben estar suficientemente regulados para garantizar la máxima protección de los inversores.

En segundo lugar, el hecho de que la Directiva en sí no haya pretendido implantar una estructura concreta de mercado, sino que haya intentado compatibilizar, en la medida de lo posible, las estructuras de mercado existentes; cuestión planteada especialmente en los mercados bursátiles, ya que coexisten los mercados de órdenes *(order-driven markets),* típicos de los países latinos —en los que los clientes dan órdenes de compra o venta de valores que se compensan con operaciones de signo opuesto de otros clientes—, con los mercados guiados por precios *(quote-driven markets),* como el SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) International de Londres —en los que los creadores de mercado dan cotizaciones de compra y venta a las que los clientes pueden comprar o vender.

El resultado de esta dialéctica ha quedado reflejado, principalmente, en tres materias: el requisito de la transparencia, la concentración y la libertad de acceso a los mercados regulados.

3. Las cuestiones polémicas de la Directiva: la «transparencia», la «concentración» y el acceso de las entidades de crédito a los mercados bursátiles

A. *El requisito de «transparencia»*

El requisito de la *transparencia,* esto es, la exi-

gencia de que las transacciones —cotizaciones y volúmenes negociados— deban hacerse públicas con rapidez y exactitud, planteó la siguiente polémica: mientras que los países «latinos», defensores de los mercados de órdenes, abogaban por unas exigencias de información relativamente estrictas, los países anglosajones (4), en defensa de los mercados guiados por precios, trataban de minimizar esos requisitos.

La razón esgrimida por los países «mediterráneos» era que la transparencia es necesaria en los mercados de órdenes para proteger a los inversores, ya que les permite conocer las últimas cotizaciones y, en consecuencia, el precio aproximado al que se van a ejecutar sus órdenes. Asimismo, conociendo las últimas cotizaciones, el volumen negociado y el precio mínimo y máximo al que se han realizado las operaciones sobre un valor negociable concreto, los inversores pueden hacerse una idea de la liquidez del mercado, así como comprobar a posteriori las condiciones de ejecución de sus órdenes.

En contraste, los países anglosajones señalaban que los mercados guiados por precios pueden verse negativamente afectados por una transparencia excesiva, ya que la operativa de los creadores de mercado puede verse encarecida. Así, por ejemplo, si la publicación de la información sobre las operaciones es muy rápida, un creador de mercado que haya realizado una operación de venta de gran volumen y no haya tenido tiempo para reajustar su *stock* de ese valor antes de que la operación se haya hecho pública en el mercado, puede tener que soportar un coste adicional en ese reajuste si otros operadores reaccionan ante esa información realizando operaciones de compra previas a las del creador de mercado, sabiendo que éste deberá comprar una relevante cantidad de ese valor para rehacer su *stock,* presionando al alza sobre su cotización, ocasionándoles las consiguientes plusvalías si proceden a su venta. En consecuencia, si la transparencia es excesiva, los creadores tenderían a aumentar los márgenes, esto es, la diferencia entre los precios que ofrecen en las compras y ventas de cada valor, reduciéndose la liquidez del mercado (5).

De esta manera, al elaborar la Directiva ha sido necesario establecer requisitos de información equilibrados para no poner en peligro ni la protección de los inversores en los mercados de órdenes, ni la liquidez de los mercados guiados por precios, evitando, en todo caso, la imposición de exigencias muy estrictas que pudiesen generar un trasvase de operaciones desde los mercados de valores comunitarios a los de países terceros con requisitos más flexibles.

El compromiso al que se ha llegado en la DSI (artículo 21) es que todos los mercados regulados de la UE contarán con una publicación mínima de información. En concreto, al principio de cada jornada será preciso hacer público el precio medio ponderado, los precios máximo y mínimo, y el volumen negociado en el transcurso de la jornada precedente. Además, en los mercados continuos habrá que hacer pública esa información durante el transcurso de la jornada de forma periódica (6). No obstante, estos requisitos podrán reducirse en circunstancias especiales, como, por ejemplo, en los casos de operaciones excepcionales de gran envergadura en relación al tamaño medio de las operaciones sobre ese valor o en el caso de valores de escasa liquidez (7). Obviamente, como se trata de exigencias de información *mínimas,* los estados miembros podrán imponer disposiciones más estrictas si lo consideran oportuno.

B. *La «concentración» en los mercados regulados*

El segundo tema polémico ha sido el de la *concentración,* esto es, exigir que la prestación de los servicios de inversión contemplados en la Directiva se efectúe en los mercados de valores organizados (mercados regulados). Mientras que los países «latinos» abogaban por la concentración como principio básico de la protección del inversor, los países más liberales, como el Reino Unido, defendían la posibilidad de actuación fuera de los mercados organizados, puesto que la concentración atentaría contra la competencia al limitar la libre elección por parte de los inversores de la mejor oferta, que podría tener lugar fuera de tales mercados (por ejemplo, en una operación expresamente diseñada entre dos partes, esto es, una operación *Over-The-Counter).*

La solución de compromiso que se ha adoptado definitivamente en la DSI (apartados 3 y 4 del artículo 14), es que únicamente se permite a los estados miembros imponer la exigencia de concentración en mercados organizados para inversores residentes que realicen operaciones referidas a algún instrumento negociado en un mercado regulado de tal estado. No obstante, como lo que se pretende con este requisito es proteger a los inversores, éstos tienen el derecho a efectuar transacciones fuera de los mercados regulados si así lo desean, bastando con que autoricen explícitamente al intermediario para ello (8).

C. *El acceso de las entidades de crédito a los mercados bursátiles*

El tercer tema controvertido ha sido el del *acceso de los bancos a los mercados bursátiles en concepto de miembros.* En efecto, mientras que algunos países se mantuvieron claramente a favor de dicho acceso (9), la postura de los países «mediterráneos», con el objetivo de evitar el previsible conflicto de intereses que traería consigo el que los bancos pudiesen operar directamente en las bolsas como miembros, se decantó en contra.

El acuerdo finalmente alcanzado en la DSI (apartado 3 del artículo 15) permite que en los estados miembros en los que los bancos sólo pueden acceder a las bolsas a través de filiales especializadas (10), se mantenga esa situación hasta el 31 de diciembre de 1996, e incluso, en algunos países, como España, Grecia y Portugal, hasta el 31 de diciembre de 1999.

Una vez analizados los objetivos fundamentales de la DSI y las causas que han justificado el retraso que ha sufrido su aprobación, podemos adentrarnos en su ámbito de aplicación y en su contenido.

4. Ambito de aplicación

El *ámbito de aplicación* de la DSI es muy amplio, ya que afecta a todas las empresas de inversión y a las entidades de crédito cuya autorización incluya alguno de los servicios de inversión que contiene la Directiva en la Sección A de su Anexo, que se analizará posteriormente.

De esta manera, en términos generales, el «pasaporte» comunitario se extiende a todas las entidades que actúen en los mercados de valores de la UE.

No obstante, esta afirmación es matizable, puesto que, entre otras entidades, la DSI no se aplicará ni a las instituciones de inversión colectiva, ni a las entidades aseguradoras, ni a las empresas que no puedan tener en depósito fondos o títulos de sus clientes y, en consecuencia, no puedan hallarse en situación deudora respecto a los mismos.

5. Contenido esencial

Con respecto a su *contenido,* además de lo expuesto, la DSI:

1.º) Introduce algunas *definiciones básicas,* como la de empresa de inversión, servicios de inversión y mercado regulado (art. 1).

Por *empresa de inversión* se entiende toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consistan en prestar cualquier servicio de inversión de carácter profesional a terceros. No obstante, se permite a los estados miembros que incluyan en el concepto de empresa de inversión a las *personas físicas* siempre que sean objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a sus estructuras jurídicas y siempre que su régimen jurídico garantice a los intereses de terceros un nivel de protección equivalente al ofrecido por las personas jurídicas. No obstante, cuando las personas físicas presten servicios relacionados con la tenencia de fondos o valores negociables de terceros, se les exigirán requisitos adicionales (auditoría de sus cuentas anuales, protección de los derechos de terceros sobre sus fondos o valores en caso de insolvencia, sujeción a normas de supervisión de su solvencia..., etcétera).

Por *servicio de inversión* se entiende cualquiera de los servicios que se incluyen en la Sección A del Anexo de la Directiva. En concreto:

1) La recepción y transmisión de órdenes de inversores en relación con uno o varios de los instrumentos a que se refiere la Sección B del Anexo de la DSI (11) y/o la ejecución de tales órdenes por cuenta de terceros en una Bolsa o mercado.

2) La negociación por cuenta propia de cualquier instrumento de la Sección B del Anexo de la Directiva (por ejemplo, dar contrapartida a la orden de un cliente con valores de la propia cartera de la entidad).

3) La gestión de carteras de inversión, esto es, la gestión discrecional e individualizada de carteras de valores compuestas por uno o varios de los instrumentos contemplados en la Sección B del Anexo de la DSI, con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores.

4) El aseguramiento de emisiones de cualquiera de los instrumentos a que se refiere la Sección B del Anexo de la Directiva y/o la colocación de las mismas (distribución a los inversores).

Esta definición es importante, ya que la DSI incluye en su Anexo una *Sección C sobre servicios auxiliares* que sólo serán susceptibles del reconocimiento mutuo si la empresa de inversión autorizada realiza esos servicios de forma complementaria a alguno de los servicios de inversión propiamente dichos incluidos en la Sección A. Es decir, en ningún caso podrá concederse la autorización sujeta a reconocimiento mutuo para empresas de inversión que sólo vayan a prestar servicios de la Sección C del Anexo. Si en algún país miembro se concediese a alguna empresa una autorización de este tipo, tal autorización no disfrutaría del «pasaporte» comunitario. Entre esos servicios auxiliares, destacan:

1) La custodia y administración de uno o varios instrumentos de la Sección B.

2) El asesoramiento profesional en materia de inversiones sobre uno o varios instrumentos de la Sección B.

3) Los servicios relacionados con el aseguramiento de emisiones.

Por *mercado regulado* se entiende aquel mercado en el que se negocien los instrumentos de la Sección B del Anexo de la Directiva cuyo funcionamiento y condiciones de acceso estén establecidos por las autoridades competentes, y que cumpla los requisitos mínimos que la DSI contiene en materia de concentración, transparencia y obligaciones de información a las autoridades competentes. Asimismo, para que sea objeto de reconocimiento mutuo, cada mercado regulado en cuestión deberá estar

incluido en la lista de mercados regulados que cada estado miembro debe elaborar y comunicar a la Comisión y a los demás países comunitarios.

2.º) Regula las condiciones de acceso a la actividad de las empresas de inversión, esto es, los requisitos necesarios para conceder la autorización única reconocida en todos los países miembros. En particular, se indica que las autoridades competentes sólo podrán conceder la autorización cuando:

a) La empresa de inversión cuente con un capital inicial suficiente, de acuerdo con lo previsto en la DAC (art. 3.3).

b) Las personas que dirijan de hecho las operaciones de la empresa de inversión cumplan los requisitos de honorabilidad y experiencia (art. 3.3).

c) Los accionistas de la entidad, tanto directos como indirectos, sean considerados idóneos, en el sentido de garantizar una gestión sana y prudente de la entidad (art. 4).

3.º) Fija las condiciones del ejercicio de la actividad, haciéndose especial hincapié en el cumplimiento de lo dispuesto en la DAC que, como se indicó anteriormente, introduce las exigencias prudenciales en materia de solvencia que debe cumplir toda empresa de inversión susceptible de actuar libremente en los mercados de valores de cualquier estado miembro en virtud del «pasaporte» comunitario que consagra la DSI. En particular, la DSI señala expresamente que la supervisión prudencial de las empresas de inversión corresponderá a las autoridades competentes del estado miembro de origen, sin perjuicio de las competencias de los países miembros de acogida en materia de normas de conducta y de interés general (art. 8).

Asimismo, se exige a los estados miembros que establezcan normas que obliguen a las empresas de inversión a contar, en todo momento, con una buena organización administrativa y contable y con procedimientos de control interno adecuados (artículo 10). Esta es una cuestión importante de cara a la polémica internacional sobre si es o no preciso regular el uso de los instrumentos derivados *(swaps,* futuros y opciones..., etc.), puesto que si tales mecanismos con los que cuentan las entidades son adecuados, no parece lógico en principio que se deba imponer un corsé regulatorio adicional al ya establecido coeficiente de recursos propios.

4.º) Establece el principio de «preferencia comunitaria», es decir, la imposibilidad de aplicar por parte de cualquier estado miembro mejor trato a las sucursales de empresas de inversión de terceros países respecto a las sucursales de empresas de inversión comunitarias en lo que concierne al desarrollo de su actividad (art. 5).

5.º) Regula las relaciones con países terceros, siguiéndose el principio de la reciprocidad en lo que respecta a las solicitudes de autorización de filiales o de adquisición de participaciones en empresas de inversión. Con ello se pretende obtener unas condiciones de competencia para las empresas de inversión comunitarias equiparables a las de las empresas de inversión de terceros países, especialmente, en lo que concierne al acceso efectivo al mercado (artículo 7).

6.º) Introduce determinadas obligaciones de transmisión de información a las autoridades competentes respecto a las participaciones significativas en empresas de inversión, esto es, participaciones, directas o indirectas, que representen al menos el 10 por 100 del capital o los derechos de voto o que permitan el ejercicio de una influencia notable en la gestión de la empresa en cuestión (art. 9). Se controla, pues, la idoneidad de los accionistas no sólo en el momento de la autorización de la empresa de inversión, sino también durante el ejercicio de su actividad.

7.º) Se obliga a los estados miembros a establecer normas que, por un lado, aseguren una adecuada separación del efectivo y valores que los clientes hayan confiado a las empresas de inversión —especialmente para protegerles en caso de insolvencia de las mismas— y, por otro, eviten que las empresas de inversión utilicen por cuenta propia los fondos de los inversores (art. 10).

8.º) Exige a los estados miembros el establecimiento de normas de conducta para las empresas de inversión, de modo que éstas estén obligadas, entre otras cuestiones, a ejercer su actividad leal y equitativamente, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado. Asimismo, se aclara que, sin perjuicio de las decisiones que se adopten en el marco de una armonización de las normas de conducta, la puesta en práctica y el control del cumplimiento de las mismas seguirá siendo competencia del país de acogida, esto es, en el que se preste el servicio (art. 11).

9.º) Prevé la armonización a nivel comunitario de algún esquema de protección a los inversores similar al establecido para garantizar los depósitos bancarios (art. 12). En la actualidad ya se cuenta con una Propuesta de Directiva para regular esta materia (ver nota 2).

10.º) Establece que, sin perjuicio de las libertades de establecimiento y de prestación de servicios, en virtud de la autorización «única» sujeta a reconocimiento mutuo, los estados miembros de acogida velarán porque las empresas de inversión autorizadas por cualquier otro estado miembro (país de origen) para ejecutar órdenes por cuenta de terceros o para negociar por cuenta propia respecto a los instrumentos contemplados en la Sección B del Anexo de la Directiva, puedan tener acceso o hacerse miembros, directa o indirectamente, de los mercados regulados de los estados de acogida, siempre que los servicios prestados sean similares. Asimismo los países de acogida velarán porque

dichas empresas puedan tener acceso o hacerse miembros de los sistemas de compensación y liquidación allí existentes para uso de los miembros de los mercados regulados (art. 15.1).

En consecuencia, los estados miembros de acogida deberán dar a todas las empresas de inversión la opción de hacerse miembro de sus mercados regulados o de tener acceso a ellos, bien directamente, a través de la creación de una sucursal, o bien indirectamente, mediante la creación de una filial o la adquisición de alguna empresa existente en el estado de acogida que ya sea miembro o que tenga acceso a dichos mercados (art. 15.3) (12).

Para ello, los estados miembros derogarán cualesquiera reglamentos, leyes nacionales o estatutos de mercados regulados que limiten el número de personas admitidas, aunque se permite cierta flexibilidad de adaptación para aquellos mercados cuyo acceso sea limitado por motivos técnicos o de estructura jurídica (art. 15.1).

Un hecho significativo es que el acceso estará supeditado al cumplimiento de las normas vigentes para dichos mercados regulados y sistemas de compensación y liquidación (art. 15.2), siempre que tales normas no sean discriminatorias entre las empresas de inversión o entidades de crédito del estado miembro en cuestión y las del resto de países comunitarios.

Por último, como ya se indicó anteriormente, los estados miembros que apliquen en el momento de la adopción de la presente Directiva una legislación que sólo permita a las entidades de crédito ser miembros de un mercado regulado o acceder al mismo a través de una filial especializada, podrán seguir manteniendo hasta el 31 de diciembre de 1996 esta misma restricción para las entidades de crédito originarias de otros estados miembros, siempre que sea de un modo no discriminatorio. Ese plazo podrá extenderse hasta el 31 de diciembre de 1999 para España, Grecia y Portugal (artículo 15.3).

11.º) Establece, no obstante, que en los mercados regulados en cuya operativa no se requiera la presencia física (por ejemplo, mercados que funcionen electrónicamente) las empresas de inversión podrán adquirir la condición de miembros o acceder a ellos sin necesidad de constituir un establecimiento en el país de acogida. Para permitir que sus empresas de inversión sean miembros o sean admitidas en un mercado regulado de este tipo en cualquier otro estado miembro, los países de origen permitirán que los mercados regulados de los países de acogida establezcan en aquellos las instalaciones apropiadas. De este modo, para actuar en un mercado electrónico español, como podría ser el mercado de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (AIAF), una empresa de inversión del Reino Unido podría hacerlo a través de un terminal de ordenador instalado en Londres, sin necesidad de contar con una sucursal en España, no pudiendo las autoridades británicas negarse a que los técnicos del mercado español estableciesen en Londres las instalaciones informáticas necesarias (art. 14.4).

12.º) Consagra el principio de colaboración estrecha entre las autoridades supervisoras de las empresas de inversión de los distintos estados miembros y entre las diversas autoridades competentes en un mismo estado miembro (art. 23).

13.º) Establece las competencias de los estados miembros de acogida en materia de información a exigir a las empresas de inversión que operen en su territorio vía sucursal o en libre prestación de servicios (para fines estadísticos, para el ejercicio de sus responsabilidades en materia de política monetaria..., etc.). Lógicamente, dichas exigencias de información *no* podrán ser más estrictas que las impuestas para las empresas nacionales (art. 19).

14.º) Establece las obligaciones mínimas de información y conservación de datos que los estados miembros de origen exigirán a las empresas de inversión por ellos supervisadas, a fin de garantizar que las autoridades de supervisión puedan disponer de la información necesaria para el ejercicio de sus cometidos (art. 20).

15.º) Regula los requisitos que deben reunir las autoridades responsables de la concesión de la autorización y supervisión de las empresas de inversión. En particular, se exige que los organismos de supervisión sean, o bien autoridades públicas, o bien organismos reconocidos en el ordenamiento jurídico nacional o por las autoridades públicas que hayan sido expresamente facultadas para dicho fin por la legislación nacional (art. 22). De esta manera, se están reconociendo los diversos esquemas de supervisión hoy vigentes en los estados miembros. Por un lado, el esquema de supervisión británico regulado en la *Financial Services Act,* de 1986, en el que el SIB *(Securities and Investments Board)* es el «supervisor de supervisores», ya que se encarga de supervisar la labor de los diversos organismos autorregulados por él reconocidos (las *Self-Regulatory Organizations —SROs—),* que formulan y aplican sus propias reglas de actuación y supervisan directamente los mercados; y, por otro lado, el de los países «latinos», en los que existe un único supervisor, similar a la SEC *(Securities and Exchange Commission)* americana: por ejemplo, el caso de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) española, la COB *(Commission des Opérations de Bourse)* francesa y la CONSOB *(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)* italiana.

16.º) Introduce el secreto profesional de todas las personas que estén o hayan estado al servicio de las autoridades competentes, así como de los auditores o expertos que actúen en nombre de dichas autoridades, de modo que ninguna información confidencial que pudieran recibir en el ejercicio

de sus funciones podrá ser divulgada a persona o autoridad alguna, salvo de forma genérica o colectiva, de tal manera que no sea posible identificar a empresas de inversión concretas, sin perjuicio de la responsabilidad penal (art. 25) (13).

No obstante, esta disposición no será obstáculo para que las autoridades competentes de los distintos estados miembros realicen los intercambios de información necesarios para el cumplimiento de sus respectivas obligaciones y tampoco para que se revele a los bancos centrales la información que pudieran necesitar para el ejercicio de sus facultades en materia de política monetaria.

III. ALGUNAS IMPLICACIONES PARA ESPAÑA: CAMBIOS EN LA LEY 24/1988 DEL MERCADO DE VALORES

La trasposición de la DSI en nuestro país va a tener importantes implicaciones, siendo necesario modificar la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y su normativa de desarrollo.

Los cambios a introducir van a afectar, principalmente, a la autoridad de supervisión (Comisión Nacional del Mercado de Valores), a los sujetos del mercado (sociedades y agencias de valores) y a los mercados organizados.

1. Cambios en relación a la autoridad de supervisión: la Comisión Nacional del Mercado de Valores

En lo que concierne a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), los cambios más relevantes a introducir en la nueva normativa, son los siguientes:

1) Ampliación de su ámbito de actuación territorial, ya que, como autoridad competente del país de origen, deberá supervisar a las sucursales de las empresas de inversión españolas que presten en cualquier otro estado miembro los servicios de inversión y, en su caso, servicios auxiliares (14), que estén incluidos en su autorización.

2) Fortalecimiento de los canales de colaboración entre la CNMV y las autoridades competentes de los demás estados miembros.

3) Regulación de las potestades de la CNMV en materia de normas de conducta de todas las entidades que operen en el mercado de valores español, incluso cuando estén supervisadas por las autoridades competentes de cualquier otro estado miembro (su país de origen), ya que dicha materia es competencia de los países de acogida (hasta hoy, a diferencia de lo que ocurre en banca, no se contemplaba la figura de la «sucursal extranjera»).

2. Cambios que afectarán a los sujetos del mercado: las Sociedades y Agencias de Valores

En relación con los sujetos del mercado, deberán introducirse en la nueva normativa varios cambios:

1) Se distinguirán dos conceptos. Por un lado, el de *empresas de inversión autorizadas por la CNMV,* que incluirá a las entidades que, en virtud de esa autorización, puedan actuar tanto en nuestro mercado de valores como en el de los restantes países miembros y, por otro, el de *sujetos del mercado,* que abarcará a todas las empresas de inversión que actúen en el mercado de valores español, hayan sido autorizadas por nuestras autoridades competentes o por las de cualquier otro estado miembro (en la actualidad, en este concepto sólo se incluye a las sociedades y agencias de valores, de modo que ninguna sucursal extranjera actúa en nuestro mercado de valores). Será preciso, por tanto, extender nuestro concepto de sujetos del mercado a las empresas de inversión autorizadas en cualquiera de los restantes países miembros, es decir, tanto a las personas jurídicas como a las personas físicas que cumplan todos los requisitos que prevé la Directiva (en todo caso, aunque se trate de empresas de inversión no autorizadas por la CNMV, tendrán que cumplir las normas de conducta españolas y, si operan en alguno de nuestros mercados regulados, deberán cumplir sus normas de funcionamiento).

2) Como el acceso a la condición de miembro del mercado bursátil se liberalizará, las sociedades y agencias de valores y *Bolsa* (es decir, las sociedades y agencias de valores que son accionistas de alguna de las cuatro bolsas españolas), ya no serán las únicas entidades que podrán ejecutar órdenes en el mercado bursátil; cualquier empresa de inversión comunitaria que cumpla las condiciones de acceso al mercado bursátil podrá ejecutar en él órdenes.

3) Deberá incluirse entre las empresas de inversión españolas a las sociedades gestoras de carteras, puesto que la actividad que realizan —la gestión individualizada de carteras de valores según los mandatos conferidos por los inversores—, pertenece a la lista de «servicios de inversión propiamente dichos».

4) Se regularán las actividades relativas a instrumentos financieros que gozarán de «pasaporte» comunitario, es decir, se distinguirá, tal como se hace en la DSI (15), entre servicios de inversión y servicios auxiliares, de modo que las entidades autorizadas a prestar alguno de los servicios auxiliares, sólo podrán actuar libremente en el resto de estados miembros cuando, además, hayan sido autorizadas a prestar alguno de los «servicios de inversión propiamente dichos».

5) Tal y como se indicó en la introducción del apartado 3, para evitar que nuestras sociedades y

agencias de valores compitan en desigualdad de condiciones con otras empresas de inversión comunitarias, quizá resulte conveniente reducir los capitales iniciales mínimos que actualmente se les exige, ya que son bastante más elevados que los que prevé la DAC (16). No obstante, existen dos argumentos a favor de que dicha reducción no sea excesiva:

1.° Un factor esencial para que una entidad financiera sea competitiva y, en consecuencia, atraiga clientes, es su solvencia, que depende directamente del importe de su capital social *(ceteris paribus* la cuantía de los riesgos asumidos y el importe de otros componentes de los recursos propios: reservas, financiación subordinada..., etc.). Este aspecto resulta esencial para nuestras sociedades y agencias de valores, ya que tendrán que hacer frente a la competencia que en un futuro próximo podrán ejercer en nuestro mercado de valores las empresas de inversión comunitarias (especialmente, aquellas con renombrada presencia internacional).

2.° Uno de los principales argumentos a favor de unos capitales iniciales bajos —evitar imponer «barreras de entrada» en la industria de los mercados de valores a entidades de pequeña o mediana dimensión—, no parece que sea aplicable en España, puesto que para el volumen de actividad de nuestros mercados de valores puede decirse que existe un excesivo número de empresas de inversión.

6) Será preciso regular algún sistema de protección a los inversores, hoy por hoy inexistente en nuestro país, para lo cual habrá que acogerse a lo que disponga la futura Directiva relativa a los sistemas de garantía de inversiones.

7) Habrá que regular el régimen de las participaciones significativas en las empresas de inversión españolas previsto en la DSI.

8) Habrá que regular algún mecanismo de separación en relación con el efectivo y los valores confiados por los clientes a las empresas de inversión españolas.

3. Cambios que afectarán a los mercados regulados de valores

Los cambios más relevantes que deberá recoger la nueva normativa en cuanto a los mercados regulados son los siguientes (17):

1) Será preciso adoptar la clasificación de mercados de valores de la DSI, que distingue entre mercados regulados y no regulados, en función de que cumplan o no unos requisitos mínimos (18). En consecuencia, no tendrá sentido mantener la clasificación de mercados vigente hoy en España, en la que se diferencia entre:

ESQUEMA 1

ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES

A) Mercados organizados
- Oficiales
  - Bolsas de valores
  - Deuda pública anotada
  - Mercados de futuros y opciones
- No oficiales
  - Reconocidos: Renta fija privada de la AIAF (*)

B) Mercados no organizados (y, por tanto, no reconocidos).

(*) El mercado de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (AIAF), además del segmento de renta fija, en el que se negocian bonos, obligaciones, pagarés de empresa y valores hipotecarios (entre ellos, los bonos de titulización hipotecaria), incluye un segmento de bonos «matador», esto es, títulos de renta fija, normalmente a largo plazo (entre siete y diez años), denominados en pesetas y emitidos por no residentes.

— Mercados organizados y no organizados.

— Mercados oficiales y no oficiales.

— Mercados reconocidos y no reconocidos.

De este modo, el mercado bursátil, el de deuda pública anotada, el de futuros y opciones (MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable) y el de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (mercado de la AIAF) pasarán a formar parte del concepto de «mercado regulado» que se recogerá en la nueva normativa (se hace notar que la terminología utilizada en el Proyecto de Reforma de la Ley 24/88 para los mercados regulados es la de mercados oficiales, que abarca ahora los cuatro mercados citados).

2) Será preciso liberalizar el acceso a la condición de miembros en los mercados regulados a las empresas de inversión comunitarias y a las entidades de crédito, tanto españolas como comunitarias. En el mercado bursátil, sin embargo, podrá retrasarse la liberalización de la entrada de entidades de crédito hasta el 31 de diciembre de 1999, puesto que la DSI nos permite mantener hasta esa fecha la situación actual (hoy por hoy, la única posibilidad que tienen las entidades de crédito para ejecutar operaciones en bolsa es indirectamente a través de alguna filial especializada: sociedad o agencia de valores y *Bolsa).*

3) Una cuestión polémica es la liberalización del acceso a nuestro mercado «continuo» de negociación bursátil (el Sistema de Interconexión Bursátil —SIB), ya que cabrían dos interpretaciones. Por un lado, si se considera que el SIB es un mero apéndice de las cuatro bolsas, en las que se requiere la presencia física, sí podría obligarse a las empresas de inversión comunitarias a tener que comprar acciones de alguna de las sociedades rectoras de las bolsas y establecerse en España para poder ser miembros del mismo (al igual que se exige a las empresas de inversión españolas). Por

otro lado, si se entiende que el SIB se comporta como un mercado, al no requerir su operativa la presencia física por funcionar electrónicamente, no debería obligarse a las empresas de inversión o entidades de crédito comunitarias que deseasen ser miembros a establecer en España una sucursal, pudiendo operar como miembros directamente desde sus países de origen. El Proyecto de Reforma de la Ley de Mercado de Valores probablemente se decantará por la primera alternativa.

4) En aquellos mercados cuya operativa no requiera la presencia física (como el de renta fija privada de la AIAF), deberá permitirse el acceso a la condición de miembro a entidades de crédito y empresas de inversión comunitarias aunque no cuenten con un establecimiento permanente en España, es decir, deberá permitirse el acceso directo mediante terminales de ordenador o comunicación telefónica (19). No obstante, todo miembro, tenga o no establecimiento permanente en nuestro país, deberá cumplir las reglas de funcionamiento establecidas en ambos mercados.

5) No podrá exigirse a los no residentes la concentración de las operaciones en los mercados regulados, ni tampoco a los residentes cuando la operación se realice fuera de España o hayan autorizado explícitamente al intermediario para actuar fuera de tales mercados organizados. Con respecto a esa autorización, en la nueva regulación se tendrá en cuenta lógicamente la naturaleza del inversor, permitiendo unas condiciones de autorización más flexibles para los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros); en cuanto a los inversores individuales, para evitar la tentación de que cualquier empresa de inversión dé contrapartida a una orden con algún activo de su cartera a un precio inferior al de mercado, probablemente se exigirá que, en todo caso, para que un inversor individual residente pueda operar fuera del mercado la operación deberá garantizarle un mejor precio que el fijado en el mercado.

Como consecuencia de esta disposición de la DSI (art. 14.3), será preciso modificar el artículo 36 de la Ley del Mercado de Valores, ya que en él se exige que las operaciones sobre valores negociados en bolsa sean intervenidas obligatoriamente por, al menos, un miembro del mercado, considerándose nulas de pleno derecho en caso contrario (20).

No obstante, aunque en este tipo de «operaciones fuera de mercado» no intervenga ningún miembro del mercado en cuestión, sí que deberá intervenir, bien directamente o bien indirectamente a través de alguna entidad «adherida», el sistema encargado de la liquidación y compensación, puesto que de no hacerlo no se produciría la necesaria modificación de las titularidades de los valores objeto de transmisión. Como se verá en el siguiente epígrafe, contar con unos sistemas de compensación y liquidación ágiles y eficientes constituye una condición necesaria —aunque no suficiente— para que no se produzca una deslocalización significativa de nuestros mercados.

Por otra parte, nuestras empresas de inversión también deberán cumplir los requisitos de conservación de datos y declaración de operaciones a las autoridades competentes (21) cuando tales operaciones se realicen sobre instrumentos negociados en algún mercado organizado, independientemente de que dichas operaciones se hayan llevado a cabo fuera o «dentro» de dicho mercado regulado.

6) Los mercados regulados deberán cumplir los requisitos mínimos que impone la DSI, especialmente en materia de transparencia de la información.

IV. CONCLUSION: LA NECESIDAD DE ACTUAR ANTE EL NUEVO ENTORNO

Como puede desprenderse de todo lo expuesto, la DSI va a tener importantísimas implicaciones sobre los mercados de valores comunitarios, y especialmente sobre los mercados bursátiles.

1. Estrategias competitivas de los distintos centros financieros europeos: ¿mantendrá Londres su hegemonía?

Una de las consecuencias de la DSI (incluso antes de su aprobación definitiva) y del imparable proceso de internacionalización y globalización de los mercados, ha sido que varios países europeos han procedido a introducir relevantes modificaciones en sus mercados de valores, con el fin de ser más competitivos en el nuevo entorno; dentro de estos países pueden destacarse, a título de ejemplo, tres actuaciones diferentes:

1) El caso de Alemania que, desde 1992, a través de varios cambios normativos, pretende crear en su territorio un nuevo «centro financiero internacional»; en particular, en enero de 1993, se ha procedido a reagrupar las bolsas alemanas (incluyendo la relativa al mercado de futuros, DTB —Deutsche Terminbörse—) en una única entidad llamada Deutsche Börse AG, con el fin de centralizar la operativa en la plaza de Frankfurt, eliminándose la tradicional segmentación derivada de la falta de integración de las diferentes bolsas regionales.

2) La actuación de la Bolsa de Amsterdam que, con el fin de recuperar la negociación de los valores holandeses en mercados foráneos (especialmente en Londres), ha inaugurado dos nuevos sistemas: el AIDA (Amsterdam Interbroking Trading System) —para cotizar y casar grandes órdenes—, y el

ASSET (Amsterdam Stock Exchange Trading System) —sistema continuo guiado por precios para ejecución inmediata.

3) La estrategia seguida por las bolsas nórdicas (Copenhague, Helsinki, Oslo y Estocolmo), que han procedido a fortalecer su ya tradicional cooperación, extendiéndose ésta a la armonización de los reglamentos bursátiles y al desarrollo de proyectos comunes para la cotización y negociación de valores en tales mercados (sistema «Nordquote»). Por su parte, dos países nórdicos (Finlandia y Suecia) deberán adaptar su normativa a la DSI de cara a su integración en la Unión Europea.

Ante estas estrategias competitivas adoptadas en varios países se ha llegado a poner en tela de juicio si Londres seguirá siendo el centro financiero más importante de la Unión Europea, lugar que ocupa especialmente desde la reforma de su mercado bursátil en 1986 (el conocido *Big Bang* de la Bolsa londinense) (22). En efecto, además de la problemática que plantea la competencia de otros mercados, la Bolsa de Londres (SEAQ, para valores domésticos, y SEAQ International, para valores extranjeros) adolece hoy en día de varios problemas que podrían poner en peligro su primacía en los próximos años. Entre tales problemas destacan:

1. La falta de eficiencia de su «arcaico» sistema de compensación y liquidación, vigente desde principios del siglo pasado; cuestión agravada por el fracaso del proyecto Taurus, un moderno sistema de liquidación y compensación que, tras seis años de estudio, debía haber comenzado a operar en 1993.

2. Los elevados márgenes de los creadores de mercado que configuran su sistema de negociación guiado por precios; esta crítica es, sin embargo, rebatible, en la medida en que los mayores diferenciales *(spreads)* constituyen una «prima natural» derivada de la posibilidad que ofrece el mercado londinense a los inversores para contratar grandes paquetes de acciones (negociación de «bloques»).

3. La falta de transparencia de la negociación, en contraste con los mercados continentales guiados por órdenes.

4. La competencia de los sistemas de contratación electrónica extrabursátiles guiados por órdenes que, al poner en contacto directo a los gestores de fondos, consiguen ofrecer un servicio relativamente barato. Aunque de momento estos sistemas no ofrecen suficiente liquidez, en la medida en que se haga más uso de ellos incrementarán su liquidez, haciéndose cada vez más atractivos, especialmente para la inversión institucional. Esta competencia se plantea de forma más aguda en cuanto al sistema de negociación de acciones domésticas (SEAQ), que no cuenta con un sistema guiado por órdenes; un ejemplo lo constituye *Tradepoint,* un nuevo sistema de negociación electrónico extrabursátil de acciones británicas guiado por órdenes.

5. El hecho de que los inversores institucionales, que ocupan hoy un peso esencial en los mercados de valores, invierten una proporción creciente de sus activos en sus propios mercados domésticos.

No obstante, no está claro que esos problemas vayan a desembocar irreversiblemente en la sustitución de Londres como centro financiero, ya que existen varios argumentos que respaldan el poderío de esta plaza financiera:

En primer lugar, es directamente aplicable la «teoría de los costes hundidos o costes irrecuperables» *(sunk costs)* (23), ya que, desde 1986, a raíz del *Big Bang,* la mayoría de los grandes bancos y empresas de inversión internacionales se establecieron en Londres, asumiendo el desembolso de unos importantes costes «irrecuperables», asociados a la inversión en activos específicos con un valor escaso, o incluso nulo, en otros usos; de este modo, asentarse en cualquier otro centro financiero implicaría asumir de nuevo unos costes irrecuperables, haciendo menos atractiva, e incluso económicamente inviable, esa alternativa.

En segundo lugar, el hecho de que Londres sea uno de los lugares donde se concentran más inversores institucionales (junto con los Estados Unidos y Japón), caracterizados, a su vez, por su elevada propensión a invertir en renta variable y en activos denominados en diferentes divisas (en contraste con los inversores institucionales del resto de países europeos).

En tercer lugar, el buen funcionamiento del sistema de negociación guiado por precios (creadores de mercado), que permite la contratación de grandes bloques de acciones, cuestión esencial para atraer a los inversores institucionales.

En cuarto lugar, el que ya exista un nuevo proyecto de sistema de liquidación y compensación de valores, conocido como «Proyecto Crest», que sustituirá al deficiente sistema actual. Además, como muestra de la preocupación de la Bolsa de Londres en esta materia, en julio de 1994 se ha dado un primer paso para reducir el retraso en los plazos de liquidación del mercado londinense con respecto a las grandes bolsas internacionales; en efecto, se ha conseguido reducir el plazo de liquidación a diez días hábiles, previéndose que en 1995 se logre la liquidación en D+5.

En quinto término, las perspectivas de que a mediados de 1996 sea sustituido el sistema de negociación SEAQ, por otro más moderno, conocido como SEQUENCE.

Por último, la gran tradición histórica con que cuenta Londres como centro financiero internacional, lo que se refuerza con las medidas de «capitalismo popular» emprendidas en el Reino Unido a raíz de las privatizaciones de diversas empresas públicas, incentivando la compra de acciones de las

compañías objeto de privatización por parte de los inversores individuales.

En definitiva, aunque no está claro que el papel de Londres como centro financiero vaya a ser sustituido por alguna otra plaza europea, sí es cierto que en la mayoría de los países comunitarios se están tomando medidas para poder competir en el nuevo entorno derivado del «Mercado Unico de Valores». En nuestro país no debemos quedar al margen de todos estos cambios, siendo necesario reaccionar.

2. Estrategias competitivas de las empresas de inversión y los mercados de valores españoles

A. *Factores de competitividad: una aplicación del «Nuevo Paradigma de Competitividad de Porter»*

Para analizar las estrategias competitivas de nuestras empresas de inversión y mercados de valores, es preciso partir del análisis de la situación actual, para lo cual puede utilizarse el «Nuevo Paradigma de Competitividad» de Michael Porter. Este autor, que lleva varios decenios estudiando los factores que determinan el grado de competitividad en una economía, ha llegado a varias conclusiones, entre las que destacan tres:

1. La competitividad no se crea en una economía en su conjunto, sino en sectores específicos.

2. La competitividad es un fenómeno dinámico que se deriva de varios factores, especialmente si éstos actúan de modo interrelacionado.

3. La competitividad se suele desarrollar debido a la existencia de varios sectores o industrias que interactúan (los denominados *clusters).*

Porter utiliza un diagrama que permite analizar de forma conjunta los factores de competitividad de un sector industrial. Ese *Diagrama* —conocido como «Diamante de Porter»— consta de cuatro puntos esenciales que determinan la competitividad:

a) El grado de competencia existente entre las empresas del sector.

b) Los factores productivos.

c) Las condiciones de la demanda.

d) La existencia de sectores o industrias relacionadas.

De esta manera, y dicho en pocas palabras, cuanto más exigentes sean estos factores y mayor interacción exista entre ellos, mayor presión se ejercerá sobre el sector en concreto y tanto más competitivo tenderá éste a ser; veamos:

• Cuanto mayor sea el grado de competencia entre las empresas del sector, más eficientes tendrán que ser éstas para mantenerse en el mercado.

• Los factores productivos pueden actuar de dos modos: si se cuenta con los factores productivos idóneos, se mantiene una ventaja competitiva de cara al resto de competidores (caso de la localización estratégica de Londres, como veremos); sin embargo, si no se cuenta con los factores productivos necesarios, es posible que se supla la tecnología de producción por otra que no utilice esos factores y sea más eficiente (caso de la producción de flores en Holanda; aunque en este país las condiciones climatológicas para producir flores son nefastas, se ha conseguido, a través de un nuevo modo de producción basado en modernos invernaderos, colocar la producción holandesa de flores entre los primeros puestos en el *ranking* mundial).

• La demanda también juega un papel clave, puesto que cuanto más exigente sea, tanto más competitivos deberán ser los oferentes del producto demandado (en el caso de Holanda, por ejemplo, el elevado consumo de flores per cápita ha constituido un importante acicate para la producción local).

• Por último, el que existan sectores interrelacionados también estimula la competitividad, bien porque ofrezcan bienes intermedios a la industria en cuestión, bien porque puedan ofrecer productos sustitutivos.

De este modo, un sector industrial en el que existan muchas empresas compitiendo entre sí, que no cuente con todos los factores productivos idóneos, y que se enfrente a una demanda relativamente sofisticada y a la competencia de industrias con él interrelacionadas, tendrá muchas probabilidades de ser competitivo, tanto a nivel nacional como a nivel internacional.

Aplicando este «Diagrama» o «Diamante» a nuestro mercado de valores podemos analizar sus factores de competitividad (gráfico 1):

a) Grado de competencia

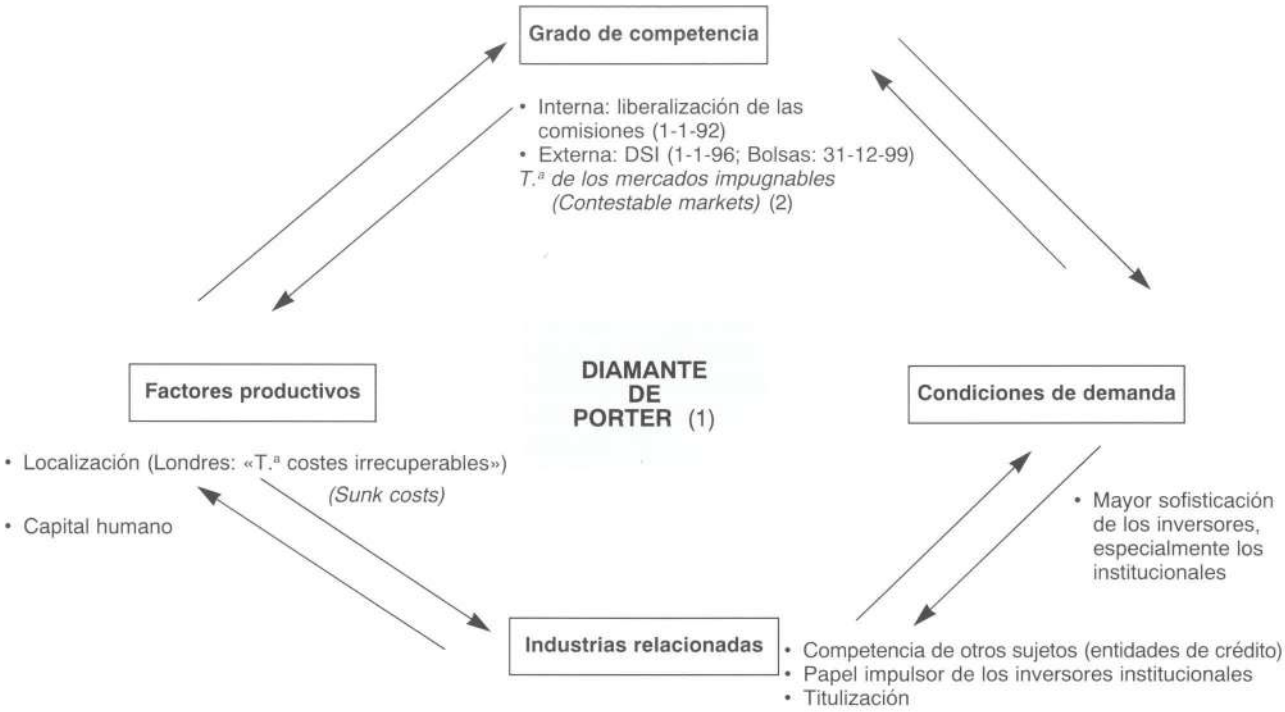
Este aspecto es preciso desdoblarlo en su perspectiva interna y externa.

Desde el punto de vista interno, puede decirse que la liberalización de las comisiones aplicadas por las sociedades y agencias de valores en enero de 1992, ha constituido un acicate esencial para la competencia interna entre las entidades que componen el sector.

Desde el punto de vista externo, la entrada en vigor de la DSI en enero de 1996, aplazada a enero del año 2000 en lo que concierne al acceso directo de las entidades de crédito al mercado bursátil, constituye un factor clave de competitividad. No hace falta, sin embargo, esperar a esas fechas para que se produzcan efectos competitivos: basta con aplicar la teoría de los «mercados impugnables» *(contestable markets)* (24) para comprenderlo; en

GRAFICO 1

FACTORES DE COMPETITIVIDAD DE NUESTRO MERCADO DE VALORES
Una aplicación del paradigma de competitividad de M. Porter



(1) **Diamante o diagrama de competitividad de Porter:**
- La competitividad se crea en sectores particulares, no en la economía.
- La competitividad depende de varios factores interrelacionados (dinámico).
- La competitividad se desarrolla en sectores interrelacionados *(clusters)*.

(2) T.ª de los mercados impugnables
- En un mercado competitivo que se abre a nuevas empresas (es decir, con libre entrada), la entrada potencial, y no sólo la entrada efectiva, de nuevas empresas (incluso sin presencia física) en la industria, más eficientes y con menos costes que las ya establecidas, es una condición suficiente para que los beneficios del sector se mantengan bajos por un período largo de tiempo, lo que exige la adopción de estrategias a las ya establecidas.

efecto, según esta teoría, en un mercado competitivo que se abre a nuevas empresas (las foráneas y las entidades de crédito, en este caso), la entrada *potencial,* y no sólo la entrada efectiva, de empresas más eficientes y con menos costes de estructura que las ya establecidas (factor que se agrava en el caso de entrada sin presencia física en los mercados de contratación electrónica), es una condición suficiente para que los beneficios del sector se mantengan bajos por un período largo de tiempo, lo que exige alguna reacción competitiva de las empresas ya establecidas, esto es, nuestras sociedades y agencias de valores.

b) Factores productivos: localización estratégica

En lo que respecta a este segundo elemento es necesario considerar la importancia de Londres como centro financiero europeo e internacional. Si se pretende atraer negocio a nuestro mercado de valores, en el sentido de que se constituyan nuevas entidades que, aparte de operar en los mercados de valores españoles, generen cierto valor añadido en términos de empleo e inversión productiva en España, es preciso tener presente que ya existe en Londres una base financiera primordial que ejerce una fuerza atractiva esencial, como se ha visto en el epígrafe anterior. Es, pues, preciso tener en cuenta de nuevo la «teoría de los costes irrecuperables» *(sunk costs),* puesto que para cambiar de centro de negocios, los operadores asentados en la *City* londinense tendrían que dar por perdidos (total o parcialmente) los desembolsos que hicieron, especialmente a raíz del *Big Bang,* en activos específicos (tanto materiales como humanos) para operar desde ese centro. En definitiva, el mercado de valores español, al igual que los demás mercados de valores comunitarios, está en una clara desventaja

competitiva con respecto a Londres, ya que para atraer a nuestro territorio a los operadores asentados en ese centro sería necesario ofrecerles un negocio lo suficientemente rentable como para, cuanto menos, compensar los mencionados costes irrecuperables. Además, si se tiene en cuenta que la DSI permite la operativa sin sucursal en los mercados electrónicos (cuya operativa no requiere la presencia física), la cuestión se ve agravada, ya que los operadores asentados en Londres podrían operar en los mercados electrónicos españoles directamente desde allí, a través de pantallas de ordenador y conexión telefónica.

En todo caso, para atraer negocio a nuestros mercados de valores, con o sin presencia física en España, es necesario contar con unos mecanismos de negociación, compensación y liquidación eficientes, cuestión en la que, desde el proceso de modernización y reforma de nuestro mercado de valores, acometido tras la aprobación de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, no se ha dejado de trabajar.

c) Condiciones de la demanda

Este tercer elemento también ha generado presiones en el sector, puesto que los inversores particulares son cada vez más sofisticados y los inversores institucionales desempeñan un papel creciente y esencial en los mercados de valores españoles desde principios de los años noventa.

d) Industrias relacionadas

También este último elemento ejerce una importante presión sobre el sector.

Por una parte, la competencia de las entidades de crédito en la medida que, entre sus actividades permitidas, se incluye la prestación de servicios de inversión. La única operativa que les está limitada, al menos hasta enero del año 2000 (fecha límite que establece la Directiva para eliminar esta restricción), es la ejecución de operaciones en Bolsa.

Por otra parte, el papel cada vez más significativo de los inversores institucionales (fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones) en nuestro mercado de valores, que supone un claro estímulo para su desarrollo; se puede hablar incluso de una relación «biunívoca», ya que el crecimiento de la inversión institucional incentiva el desarrollo y modernización del mercado de valores, hecho que, a su vez, estimula la inversión institucional.

De cara al futuro, el desarrollo del proceso de titulización de activos, por el que se emiten valores negociables respaldados por determinados préstamos o derechos de crédito (en principio no negociables), también constituirá un importante acicate de competitividad de nuestros mercados de valores, en la medida que éstos tendrán que competir para atraer la negociación de los «bonos de titulización» emitidos.

Por último, es fácil comprobar cómo interactúan los cuatro elementos del «Diagrama de Porter»; pues bien, las exigencias de la demanda (especialmente la institucional) ejercen una importante presión sobre las empresas del sector, que compiten no sólo en precios (comisiones), sino en calidad del servicio, aspecto al que se une la presión competitiva de las industrias relacionadas (entidades de crédito e inversores institucionales). Además, la necesidad de competir con otros centros financieros, con una mejor dotación de factores productivos (en el caso de Londres: la localización) incide enormemente sobre la estructura y funcionamiento de nuestros mercados, no debiéndose dejar de actuar en cuestiones de eficiencia operativa (negociación, compensación y liquidación).

En definitiva, con sus más y sus menos, aplicando el «Diagrama de Porter», puede decirse que nuestro mercado de valores reúne los factores esenciales para constituir un sector competitivo en el horizonte del Mercado Unico de Valores, si bien se requiere una estrategia activa por parte tanto de nuestras empresas de inversión como de los mercados en sí.

B. *Estrategias competitivas de nuestras empresas de inversión (sociedades y agencias de valores)*

En lo que respecta a las empresas de inversión españolas, podrían destacarse cuatro estrategias esenciales:

a) Prioridad al objetivo de eficiencia operativa

Para poder hacer frente a los nuevos competidores, es preciso que nuestras entidades operen de forma eficiente, para lo cual deberán:

— Controlar estrictamente los gastos de explotación.

— Buscar economías de escala (alcanzando la dimensión óptima, lo que en algún caso puede aconsejar la fusión entre entidades).

— Buscar economías de alcance (prestando la adecuada gama de servicios cuya producción se obtenga a partir de costes complementarios).

— Adaptarse rápidamente a las innovaciones tecnológicas.

b) Búsqueda de una dimensión europea

Dado que los mercados regulados comunitarios tienen que liberalizar su acceso, las grandes empresas de inversión españolas podrían participar en ese negocio haciéndose miembros; así podrían compensar la posible pérdida de cuota de mercado

doméstico que probablemente se derivará de la apertura de nuestros mercados a nuevos miembros.

Asimismo, teniendo presente el proceso de globalización e internacionalización de la inversión, el logro de una dimensión europea, a través de acuerdos de colaboración o intercambios accionariales con entidades foráneas, constituiría una estrategia acertada.

c) Aprovechamiento del proceso de desintermediación bancaria

Algunas de nuestras empresas de inversión están aprovechando el proceso de desintermediación bancaria. Un ejemplo se encuentra en el desarrollo de la inversión colectiva —manifestación de dicho proceso—; en efecto, algunas sociedades y agencias de valores participan en el desarrollo de la inversión colectiva en dos sentidos: por un lado, comprando acciones de sociedades gestoras de fondos de inversión y, por otro, prestando los servicios que tales fondos requieren *(v.g.,* colocación de participaciones).

Este tipo de estrategia es también importante en lo que concierne a la titulización de activos, articulada en España a través de los fondos de titulización —encargados de la emisión de los valores respaldados por préstamos o derechos de crédito—, y las sociedades gestoras de fondos de titulización —que se ocupan de la gestión de tales fondos. Aunque este fenómeno es aún poco importante en nuestro país (con la excepción de la titulización de préstamos hipotecarios), teniendo en cuenta sus indudables ventajas, es muy probable que alcance un significativo desarrollo a medio y largo plazo.

d) Concesión de una mayor importancia a la «diferenciación de producto»

Ante la entrada de nuevos competidores y las mayores exigencias de la demanda —especialmente la institucional—, las empresas de inversión tendrán que prestar una atención creciente a la calidad de los servicios prestados, así como al *marketing* de los productos y servicios que ofrecen.

C. *Estrategias competitivas de nuestros mercados de valores*

En lo que respecta a nuestros mercados, pueden también destacarse varias estrategias, algunas de las cuales ya se están llevando a cabo.

a) Búsqueda de una dimensión europea

Dada la mayor competencia que se avecina entre los mercados de valores comunitarios, una de las posibles estrategias es mantener acuerdos de colaboración con posibles competidores, alcanzando así los distintos mercados domésticos una dimensión europea. Esta es la estrategia que ha adoptado nuestro mercado de futuros y opciones (MEFF), que pretende colaborar con los mercados de futuros y opciones francés (MATIF) y alemán (DTB).

b) Especialización en segmentos concretos de mercado

Ante la gran competencia existente en el ámbito de la negociación de las acciones más importantes (los *bluechips),* los mercados regionales deberán especializarse en segmentos concretos de mercado, como, por ejemplo, el fortalecimiento de los segundos mercados para valores emitidos por pequeñas y medianas empresas.

Este tipo de estrategias ya se aprecia en España; en particular, en la Bolsa de Bilbao, en lo que atañe a la negociación de valores de PYMES, y en la Comunidad Valenciana, en cuanto a la puesta en marcha del primer mercado de futuros y opciones sobre cítricos (frescos) existente en el mundo.

c) Aprovechamiento del proceso de desintermediación bancaria

Como consecuencia del desarrollo y modernización de los mercados de valores y el crecimiento de la inversión institucional, se ha acelerado el proceso de desintermediación bancaria, de modo que empresas que antes sólo podían financiarse mediante préstamos bancarios ahora pueden recurrir al mercado de capitales. De esta manera, ante la mayor competencia, los mercados de valores tendrán que tratar de ser atractivos para captar todo el negocio derivado de la desintermediación bancaria, tanto por el lado de los oferentes de fondos —la inversión institucional, con un peso cada vez mayor en las economías— como por el lado de los demandantes: los emisores.

Asimismo, de cara al futuro, será importante satisfacer las necesidades de unos nuevos emisores —los fondos de titulización— que, con el respaldo de activos en principio no negociables, emiten valores negociables (bonos de titulización); aunque en la actualidad sólo se emiten en España bonos de titulización hipotecaria, respaldados en última instancia por préstamos hipotecarios, es muy probable que, con la nueva regulación sobre titulización de activos y debido a las ventajas que ésta presenta, la titulización de otro tipo de préstamos o derechos de crédito alcance un importante desarrollo a medio plazo.

d) Prioridad al objetivo de eficiencia operativa

También de cara a la mayor competencia entre mercados será preciso incidir en la eficiencia operativa.

Por una parte, habrá que conseguir una negociación flexible que satisfaga la contratación de grandes volúmenes («bloques») por parte de los inversores institucionales, cuyo peso en los mercados de valores es cada vez más decisivo. Esta cuestión es importante de cara a afrontar la competencia del sistema londinense —el SEAQ International— que, al estar guiado por precios (es decir, por compromisos de compra y venta de grandes bloques por parte de los creadores de mercado), ejerce una importante fuerza «centrípeta».

Por otra parte, habrá que seguir trabajando en la eficiencia y rapidez de nuestros sistemas de compensación y liquidación, ya que, aunque hoy por hoy tales sistemas sean bastante más competitivos que el de la Bolsa de Londres, casi todos los mercados de valores —incluido, por supuesto, el londinense— están tratando de mejorar sus propios sistemas de compensación y liquidación; entre otros objetivos, para lograr la liquidación en D+3.

Esta cuestión resulta esencial de cara al futuro, ya que, como consecuencia de la DSI, los no residentes podrán realizar operaciones fuera de mercado sobre valores negociados en cualquiera de los mercados regulados españoles y, si no se cuenta en nuestro país con un eficiente sistema de compensación y liquidación, podría ocurrir que tanto la negociación como la liquidación y compensación de los valores españoles se desplazase hacia otros centros financieros más competitivos.

3. Conclusión

Así pues, la conclusión más relevante del presente artículo es que la DSI, en un contexto de creciente internacionalización y globalización de los mercados (como muestra, por ejemplo, el «Proyecto Eurolist», por el que aquellas empresas que cumplan determinados requisitos podrán estar cotizadas simultáneamente en varias bolsas comunitarias), va a introducir un nuevo e importantísimo reto para nuestro mercado de valores, lo que exige un gran esfuerzo, tanto de los sujetos del mercado como de los mercados en sí y sus sistemas de compensación y liquidación.

En efecto, los sujetos del mercado deberán actuar para hacer frente a la competencia de nuevas empresas (incluidas las entidades de crédito, que podrán acceder directamente al mercado bursátil); los mercados «regulados», a su vez, tendrán que seguir trabajando en cuestiones de eficiencia operativa e internacionalización, con el fin de evitar un posible incremento de la deslocalización de la negociación, compensación y liquidación de los valores emitidos por empresas españolas hacia otras plazas.

Asimismo, es preciso tener presente que ese reto se verá acentuado cuando sea una realidad la moneda única en la Unión Europea, ya que, al eliminarse el riesgo de cambio, la inversión en los valores comunitarios ya no dependerá, entre otros factores, de los diferenciales de tipos de interés o de las expectativas de tipos de cambio de las monedas de cada estado miembro, sino de la eficiencia con la que ese valor se negocie, compense y liquide en los mercados en los que esté admitido a cotización.

NOTAS

(*) Agradezco los valiosos comentarios de Gloria Hernández, Gregorio Arranz, Rafael Mínguez y Jaime García. La responsabilidad del artículo es exclusiva del autor.

(1) La precursora de estas disposiciones es la Directiva 85/611/CEE, por la que se armonizan algunas figuras de inversión colectiva, ya que en ella se regula por primera vez el principio del reconocimiento mutuo en la esfera financiera, permitiendo la libre comercialización en el territorio comunitario de las participaciones de aquellas instituciones de inversión colectiva que sean autorizadas y operen conforme a lo dispuesto en la misma.

(2) Aparte de estas directivas es preciso hacer mención de:

1) La Recomendación de 1977 de la Comisión relativa al Código de Conducta Europeo para las transacciones sobre valores negociables (Recomendación 77/534/CEE), que contiene un conjunto de principios éticos de general aceptación necesarios para asegurar la protección de los inversores.

2) La Propuesta de Directiva sobre OPAS, que regula los requisitos mínimos de las ofertas públicas de adquisición de acciones en el seno de la Unión Europea.

3) La Propuesta de Directiva sobre Garantía de Inversiones, que obliga a los estados miembros a establecer mecanismos de protección del efectivo y los valores entregados por los clientes a las empresas de inversión. En particular, tales mecanismos, en los que no se permiten aportaciones públicas, deben cubrir al menos 20.000 ECUS por inversor. Se protege así, mínimamente, a los clientes respecto a dos tipos de riesgos relativos a la empresa de inversión a la que hayan confiado su dinero o sus valores: el de fraude (por ejemplo, que se realice un depósito fraudulento y el dinero del cliente se emplee en fines diferentes) y el de quiebra o suspensión de pagos mientras que el efectivo entregado por el cliente no se haya materializado en la titularidad de una inversión (cuando la inversión se ha registrado y consta la titularidad a favor del cliente la quiebra o suspensión de pagos ya no le afectará, pues existe derecho de separación a su favor).

(3) El contenido esencial de las demás directivas aprobadas en el ámbito de los mercados de valores puede consultarse en el artículo «El Mercado Unico de Valores: especial referencia a la Directiva sobre Servicios de Inversión y a la Directiva sobre Adecuación de Capital. Algunas implicaciones para España», publicado en la revista *Noticias de la Unión Europea,* núm. 17, de octubre de 1994.

(4) Esencialmente, el Reino Unido.

(5) Se dice que el mercado de un título es líquido cuando un

cliente que desee comprar puede encontrar vendedor al precio de demanda más bajo y un cliente que desee vender puede encontrar comprador al precio de oferta más alto, siendo la diferencia entre el precio de demanda más bajo (precio de venta para el creador de mercado) y el de oferta más alto (precio de compra para el creador de mercado) relativamente pequeña.

Asimismo, se dice que un mercado es profundo si una cantidad significativa del valor puede ser comprada (vendida) a un precio cercano al precio de demanda más bajo (precio de oferta más alto). La profundidad es una medida de la sensibilidad de las cotizaciones respecto al tamaño de las operaciones, de modo que cuanto más profundo sea un mercado, menor será la variación de las cotizaciones con respecto a la magnitud de las transacciones.

(6) Estas exigencias de información son:

1) Al final de cada hora de funcionamiento del mercado, debe publicarse el precio medio ponderado y el volumen negociado con respecto al período de seis horas de negociación que haya finalizado dos horas antes.

2) Cada veinte minutos, durante las horas de negociación, debe publicarse el precio medio ponderado y los precios máximo y mínimo —pero no el volumen—, con respecto al período de negociación de dos horas que finalizó una hora antes.

(7) Para operaciones sobre obligaciones o instrumentos similares las autoridades competentes podrán aplicar disposiciones más flexibles, principalmente por lo que respecta a los plazos de publicación.

(8) Esta cuestión ha sido importante en relación al mercado de eurobonos, puesto que algunos países pretendían que las operaciones sobre eurobonos se realizasen a través de mercados organizados. En la versión final de la DSI la concentración sólo es aplicable sobre los instrumentos negociados en algún mercado regulado del estado miembro en cuestión, de modo que aquellos países de la UE en los que no se negocien eurobonos no podrán exigir el requisito de la concentración. Asimismo, como la mayoría de las emisiones de eurobonos se negocian en el Reino Unido (Londres) y Luxemburgo, países que, en principio, no van a invocar la provisión de la concentración, no se espera que la DSI distorsione el funcionamiento de este mercado.

(9) Especialmente, Alemania, para mantener los derechos de su tradicional banca «universal».

(10) En España, a través de las sociedades o agencias de valores y *Bolsa.*

(11) Los *instrumentos* que contempla la Sección B del Anexo de la DSI son:

1. Los valores negociables, incluidas las participaciones en instituciones de inversión colectiva.

2. Los instrumentos del mercado monetario.

3. Los contratos financieros a plazo (FRAS..., etc.).

4. Los futuros y opciones.

5. Los contratos de permuta financiera *(swaps)* sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones o índices bursátiles *(equity swaps).*

(12) Aunque tanto la sucursal como la filial deben cumplir las normas del mercado regulado en el que actúen, existen diferencias sustantivas:

1) Mientras que la sucursal no tiene personalidad jurídica propia, la filial sí que la tiene.

2) La sucursal pertenece al ámbito de la supervisión prudencial del país de origen y la filial al del país de acogida (salvo en lo relativo a la supervisión en base consolidada, ya que la filial formaría parte del grupo consolidable de entidades de crédito supervisado por las autoridades del país de origen).

(13) Esta disposición es matizable para empresas de inversión que hayan sido declaradas en quiebra o estén en proceso de liquidación.

(14) Recuérdese que si una empresa de inversión está autorizada en un país miembro para realizar algún servicio auxiliar (regulados en la Sección C del Anexo de la DSI), pero no para realizar ninguno de los servicios de inversión propiamente dichos (contemplados en la Sección A del Anexo de la DSI), dicha entidad no gozará de «pasaporte» comunitario.

(15) Recuérdese que en el Anexo de la DSI se especifican expresamente las actividades que deben considerarse servicios de inversión (Sección A) y aquellas que deben considerarse servicios auxiliares (Sección C).

(16) En concreto, en esta Directiva se fijan tres capitales iniciales mínimos, en función de las actividades que puedan o no realizarse:

a) A las empresas de inversión no autorizadas a tener en depósito fondos o valores mobiliarios de sus clientes, ni a operar por cuenta propia, ni a asegurar emisiones, se les exige 50.000 ecus (en torno a 8 millones de pesetas).

b) A las empresas de inversión que puedan mantener fondos o valores de sus clientes, gestionar carteras individuales, y recibir y transmitir órdenes por cuenta de los mismos, pero que no puedan ni realizar operaciones por cuenta propia ni asegurar emisiones, se les exige 125.000 ecus (en torno a 19 millones de pesetas). Entre éstas estarían incluidas las agencias de valores, a las que se les exige en la actualidad un capital inicial mínimo de 150 millones de pesetas.

c) Al resto de empresas de inversión, se les exige 730.000 ecus (en torno a 112 millones de pesetas). En este ámbito se incluirían las sociedades de valores, que en la actualidad deben contar con un capital inicial mínimo de 750 millones de pesetas.

(17) Es preciso aclarar que la DSI sólo se refiere a los mercados *de valores,* es decir, no afecta a otros mercados que también pueden estar organizados, como los interbancarios. No será, por tanto, preciso introducir ningún cambio en los mercados interbancarios españoles:

— El mercado interbancario de depósitos.

— El mercado interbancario de Certificados del Banco de España.

(18) En el apartado II.5 de este artículo está plasmada la definición de mercado regulado que introduce la DSI.

(19) Hay que distinguir el acceso a la negociación del acceso a los sistemas de liquidación y compensación, pues puede ocurrir que, aunque la negociación no requiera la presencia física, la liquidación y compensación sí, de modo que para acceder a la condición de miembro «liquidador» sea preciso contar con un establecimiento permanente en España.

(20) También será necesario modificar el RD 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, ya que desarrolla dicho artículo.

(21) Según la DSI (art. 20.1), la declaración a las autoridades competentes sólo será necesaria cuando las operaciones se refieran a:

— Acciones u otros instrumentos que den acceso al capital.

— Obligaciones u otros instrumentos equivalentes a obligaciones.

— Contratos a plazo normalizados referentes a acciones.

— Opciones normalizadas referentes a acciones.

Por otra parte, el artículo 20.3 de la DSI permite que las empresas de inversión lleven a cabo la declaración de operaciones a las autoridades competentes a través de los mercados regulados, es decir, que las empresas envíen la información al mercado y éste, a su vez, se la canalice a las autoridades supervisoras.

(22) En octubre de 1986 se produjo lo que se ha conocido como el «*Big Bang* londinense», reforma que supuso, entre otras cuestiones, la libre entrada de bancos y entidades extranjeras a la Bolsa de Londres, hecho que vino a añadirse a la adopción, en 1985, de un sistema de negociación electrónico (pantallas y teléfono) para acciones foráneas, conocido como SEAQ International, basado en la actuación de creadores de mercado (es decir, guiado por precios: *quote-driven system).*

(23) Los costes «hundidos» se derivan de la inversión en activos específicos con un valor pequeño o inexistente en otros usos. No deben confundirse con los costes fijos de la teoría neoclásica tradicional, puesto que los costes fijos son aquellos que no dependen del nivel de producto.

(24) Esta teoría se debe al economista americano William J. BAUMOL.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

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

AMIHUD, Yakov, y MENDELSON, Haim, *How (not) to integrate the European Capital Markets.*

ANDRÉS MALDONADO, Víctor (1991), «España ante la creación del Area Financiera Europea», Revista *ICE,* núm. 690, febrero.

APARICIO, Luis (1992), «Los mercados se preparan para competir», Diario *Cinco Días,* 25 de abril.

— (1992), «La duda de la viabilidad pende sobre las bolsas», Diario *Cinco Días,* 11 de julio.

BLANCO ALVAREZ, Cristóbal (1994), «Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los Valores negociables», *Actualidad Mercado Financiero,* núm. 2, febrero.

BOLSA DE MADRID (1993), «El *"Big Bang"* italiano», núm. 7, enero.

— (1993), «La unificación de las bolsas alemanas», núm. 7, enero.

— (1993), «La Bolsa de Amsterdam, presente, pasado y futuro», número 12, junio.

— (1993), «Hacia la unidad del Mercado Financiero en Europa», número 16, noviembre.

— (1993), «Las bolsas nórdicas estrechan su cooperación», número 16, noviembre.

— (1993), «La batalla por el control de los mercados de acciones», núm. 17, diciembre.

— (1994), «Bolsas alemanas: consolidación del modelo», núm. 21, abril.

COHEN, Norma (1993), «Surrounded by the hungry pack», *Financial Times,* 18 de octubre.

CÓRDOBA, Miguel (1991), «Mercados de renta fija: una asignatura pendiente», *Papeles de Economía Española,* núm. 49.

CHERNOFF, Joel (1992), «London, Continental Exchanges Square off», *Pensions & Investments,* 14 de septiembre.

DALE, Richard (1990), «The EEC's approach to capital adecuacy for investment firms», *The Journal of International Securities Markets.*

DYER, Geoff (1993), «Make money not gimmicks», *Euromoney,* julio.

Euromoney (1993), «Global perspective client focus», julio.

— (1993), «Mees Pierson a European Merchant Bank», julio.

Financial Regulation Report (1993), «London stock exchange recommends closure of the unlisted securities market», enero.

FORBES, William P. (1993), «The integration of European Stock Markets: the case of the banks», *Journal of Business Finance Accounting,* abril.

GARCÍA-VAQUERO, Víctor (1993), «Los Mercados de Valores españoles ante el espacio financiero común. Evolución reciente y perspectivas», *Boletín Económico del Banco de España,* noviembre.

GUTIÉRREZ JUNQUERA, Fernando (1993), «El Sistema Financiero y la integración europea», *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO,* número 43.

IWASAKI, Akira (1993), «Blueprint for Financial System reforms finalized», *Financial Regulation Report* (Japón), enero.

LARGO GIL, Rita (1994), «Crónica sobre la Banca y el Mercado de Valores en la Comunidad Económica Europea (1991-1993)», *Noticias de la Unión Europea.*

LECEA FLORES DE LEMUS, Antonio (1991), «Los sectores de la Banca y del Seguro españoles ante el Mercado Unico», Revista *ICE,* núm. 690, febrero.

LEE, Peter (1993), «The Fight to gain control of World Equities», *Euromoney,* julio.

LÓPEZ PASCUAL, Joaquín (1994), «Evolución del Mercado de "Bonos Matador"», *Actualidad Financiera,* núm. 48, 27 de diciembre de 1993 a 2 de enero.

MAROTO ACÍN, Juan Antonio (1994), «Estrategias competitivas de las entidades financieras ante el Mercado Unico y la Unión Monetaria», *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO,* núm. 45.

MARTÍN FERNÁNDEZ, Miguel (1993), «El sector financiero y el Mercado Unico Europeo», *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO,* núm. 43.

MARTÍN ALBALADEJO, Teresa, y MUÑOZ, Luis (1994), «La inversión extranjera en sociedades cotizadas». [Un avance de los flujos de inversión durante 1993 (enero a septiembre)], Revista *ICE,* número 2.399, del 31 de enero al 6 de febrero.

MARTÍNEZ ARÉVALO, Luis (1993), «La europeización del Mercado de Valores de Londres», Revista *ICE,* núm. 2.385, del 4 al 10 de octubre.

MENDELSON, Morris y PEAKE, Junios W. (1991), «Securities trading systems (1): the Myth of Quote-Driven Superiority», *The Journal of International Securities Markets.*

ORTEGA, Raimundo (1992), «Mercado Bursátil Europeo: entre la competencia y la colaboración», *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero,* núm. 37.

— (1993), «Los intermediarios bursátiles, situación actual y problemas futuros», *Papeles de Economía Española,* núm. 54.

PARKER, Stephen (1991), «Securities: Will London become the single market?», *EIU European Trends,* núm. 3.

PARRY, John (1994), «Spanish Matadors have a fight on their hands», *Euromoney,* enero.

PRADO LORENZO, José Manuel, y MARTÍNEZ ARIAS, Antonio (1993), «Información financiera y Mercado de Valores», *Actualidad Financiera,* núm. 44, del 29 de noviembre al 5 de diciembre.

RODRÍGUEZ DE CASTRO, Gonzalo (1991), «Hacia un Mercado Común Europeo de Valores», *Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero,* núm. 34.

ROSS, Stanley (1990), «Market-Making - A price too far», *The Journal of International Securities Markets.*

SCOTT-QUINN, Brian (1992), «Networks and the changing structure of the European Securities Industry», *The Journal of International Securities Markets.*

SHORE, Graham, «Trading, liquidity and the future of London as an Equities Centre».

The Economist (1994), «The London Stock Exchange's Race against time (Europe's biggest stock exchange must pedal harder to stay ahead of its rivals)», abril.

— (1993), «Too many trading places», 19 de junio.

TONKS, Ian, y WEBB, David, *The reorganisation of the London stock market: the causes and consequences of «Big-Bang»*, London School of Economics.

WALMSLEY, Tom (1990), «Ise chairman advocates single european market», *Financial Regulation Report*, abril.

WALTER, Ingo, «European Financial integration and its implications for the United States».

WATERS, Richard (1993), «Survival through a part-exchange», *Financial Times*, 22 de abril.

— (1994), «The price of a share in the cake», *Financial Times*, 31 de enero.

WUNSCH, R. Steven (1991), «Securities trading systems (2): the myths of continuous central markets», *The Journal of International Securities Markets*.

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

Gregorio Arranz Pumar

I. INTRODUCCION

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

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

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

De acuerdo con el método expuesto examinaré las siguientes cuestiones:

a) Concepto de mercado regulado.

b) Acceso a los mercados regulados.

c) Exigencia de realizar las operaciones dentro de un mercado regulado.

d) Reglas sobre conservación de datos, información a las autoridades y publicidad de las operaciones.

II. CONCEPTO DE MERCADO REGULADO

Habitualmente se afirma que la DSI no ha pretendido armonizar las reglas de funcionamiento de los distintos mercados existentes en la Unión Europea, a diferencia de la solución adoptada en cuanto al régimen de las empresas de inversión. La afirmación es cierta sólo si se relativiza. En efecto, la DSI (y desde otra perspectiva también la Directiva de Adecuación de Capital; Directiva 93/6/CE) ponen el énfasis en establecer una regulación básica uniforme de las empresas de inversión que las permita, a través de lo que se conoce como el pasaporte comunitario para los servicios de inversión (1), operar en el conjunto de la Unión. Pero es evidente que dichos servicios se prestan fundamentalmente en los mercados organizados. Por ello, la Directiva no sólo consagra en su artículo 14 las libertades de establecimiento y de prestación de servicios para las empresas de inversión (2), sino que también contiene una previsión en su artículo 15, que luego examinaremos con detalle, donde se contiene un derecho mucho más específico a favor de las empresas de inversión (3) a «tener acceso o ser miembros» de los distintos mercados regulados.

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

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

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

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

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

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

— de funcionamiento regular;

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

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

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

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

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

b) Funcionan de forma regular.

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

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

e) Tienen reglas sobre obligación de declaración de las operaciones a la autoridad supervisora y publicidad que se adaptan (o pueden adaptarse) a las previsiones de la DSI, cuestión que será objeto de examen posterior.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

III. ACCESO A LOS MERCADOS REGULADOS

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

En relación con este apartado examinaremos tres cuestiones:

a) Forma de acceso al mercado.

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

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

a) *Forma de acceso al mercado*

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

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

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

De la lectura del texto podemos sacar las siguientes conclusiones:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

«La condición de miembro de un mercado regulado o el acceso al mismo implica el cumplimiento de las exigencias de adecuación del capital por parte de las empresas de inversión y el control de dicho cumplimiento por parte del Estado miembro de origen, de conformidad con la Directiva 93/6/CEE ("de adecuación de capital").

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El Reino de España, la República Helénica y la República Portuguesa podrán prolongar este período hasta el 31 de diciembre de 1999. Un año antes de dicha fecha, la Comisión elaborará un informe teniendo en cuenta la experiencia adquirida en la aplicación del presente artículo y, si procede, presentará una propuesta. El Consejo, pronunciándose por mayoría cualificada sobre dicha propuesta, podrá decidir la revisión de este régimen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La interpretación dada al artículo 15.4 en relación con la negociación, es aplicable, *a fortiori,* a la compensación y liquidación de las operaciones. Aunque en aquellos sistemas donde los valores se representan a través de anotaciones contables podría hablarse de una liquidación que no requiriera la presencia física de los liquidadores, los Estados de origen de los distintos mercados siempre podrán organizar el sistema exigiendo la apertura de un establecimiento a los miembros liquidadores. Además, pueden existir razones de «interés general» (aquí muy ligadas a la «seguridad jurídica») que aconsejen que los registros contables se instalasen en el territorio nacional donde esté ubicado el mercado.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En relación con el texto transcrito podemos hacer los comentarios:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

• En cualquier caso, estas operaciones realizadas fuera del mercado deberán ser objeto, como luego veremos, de comunicación *(reporting)* a las autoridades supervisoras e incluso habrá que darles publicidad («transparencia») una vez efectuadas. Por otra parte, si los valores negociados fuera del mercado están representados por anotaciones en cuenta (regla general en nuestros mercados), la operación deberá ser objeto, de alguna forma, de constancia registral que acredite el cambio de titularidades. Además, nada impide que nuestra futura normativa imponga «reglas de conducta» especialmente rigurosas a las empresas de inversión que den contrapartida o intermedien en relación con estas operaciones (28). Existen, pues, mecanismos sobrados para que en su día la Comisión Nacional del Mercado de Valores pueda conocer y vigilar las operaciones realizadas fuera del mercado.

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

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

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

a) *Obligación de conservación de datos*

El artículo 20.1.*a)* establece lo siguiente:

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

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

Pocos comentarios cabe hacer en relación con este precepto.

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

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

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

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

— Acciones u otros instrumentos que den acceso al capital.

— Obligaciones u otros instrumentos equivalentes a obligaciones.

— Contratos a plazo normalizados referentes a acciones.

— Opciones normalizadas referentes a acciones.

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

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

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

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

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

a) Directamente por la empresa.

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

c) A través del propio mercado.

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

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

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

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

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

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

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

— Con independencia de las reformas legales que convendría introducir creo que nuestros actuales mercados oficiales no van a tener demasiados problemas para cumplir las previsiones de la Directiva. No corresponde a este trabajo hacer un estudio de detalle sobre esta cuestión, pero sí quiero hacer un comentario general. Respecto a los dos sistemas de contratación bursátiles (corros y mercado continuo), al tener que difundir ya información en tiempo real, en virtud del artículo 43 de la LMV, cumplen de sobra las exigencias de la Directiva y, en cuanto a las operaciones realizadas fuera del mercado, el Real Decreto 1.416/1991 (Operaciones especiales) establece una obligación de comunicarlas en el mismo día que se realizan (art. 2.2.*e,* art. 3, art. 4 y art. 5). Tampoco entiendo que deben plantearse demasiados problemas en relación con el mercado de Deuda Pública Anotada, ya que negociándose en sus diferentes segmentos valores de renta fija la información puede darse, según la propia DSI, de forma agregada y, por otra parte, existe un número limitado de miembros del mercado a los que no será difícil cumplir las obligaciones de la Directiva. En los Mercados de Derivados, al actuar la Sociedad Rectora como contraparte, forzosamente debe conocer las operaciones que se efectúan, teniendo la información precisa a disposición de la CNMV. Quizá sea en relación con el Mercado AIAF, por su propia dinámica descentralizada y por no ser hasta ahora un mercado oficial, donde la implementación de la obligación de información requiera una mayor reflexión, existiendo la opción de poder utilizar el cauce del propio organismo rector o el del Servicio de Compensación y Liquidación.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NOTAS

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

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

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

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

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

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

(6) En cambio, sí se ha aprobado un número apreciable de Directivas que, sin entrar a regular el funcionamiento interno de los mercados organizados, inciden en aspectos tangenciales. Todas ellas persiguen proteger al inversor y avanzar hacia un auténtico mercado único de capitales: Directiva del Consejo 79/279 CEE, de 25 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios, y a cotización en una bolsa de valores; Directiva del Consejo 80/390 CEE, de 27 de marzo de 1980, sobre coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa de valores; Directiva del Consejo 82/121 CEE, de 15 de febrero de 1982, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores; Directiva del Consejo 88/627 CEE, de 12 de diciembre de 1988, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa; Directiva del Consejo 89/298 CEE, de 17 de abril de 1989, por la que se coordinan las condiciones de la elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables; Directiva del Consejo 89/592 CEE, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

(7) En esta Sección figuran:

1. *a)* Valores negociables.

   b) Participaciones de un organismo de inversión colectiva.

2. Instrumentos de mercado monetario.

3. Los contratos financieros a plazo (futuros), incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo.

4. Los contratos a plazo sobre tipos de interés (FRA).

5. Los contratos de permuta *(swaps)* sobre tipos de interés, sobre divisas o los contratos de intercambios ligados a acciones o a un índice sobre acciones *(equity swaps)*.

6. Opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos que se contemplan en la presente sección del Anexo, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo. Concretamente, se incluyen en esta categoría las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(29) «El Estado miembro de origen establecerá las normas prudenciales que deberá observar, en todo momento, la empresa de inversión. Dichas normas impondrán en particular la obligación de que la empresa de inversión tome las medidas necesarias para que el registro de las operaciones realizadas permita, como mínimo, que las autoridades del Estado miembro de origen puedan verificar el cumplimiento de las normas prudenciales de cuya aplicación son responsables; dichos registros, deberán conservarse durante el tiempo que determinen las autoridades competentes.»

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

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

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

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

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

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

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

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

Rafael Mínguez Prieto

I. INTRODUCCION

1. La situación actual de los mercados de valores españoles

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. De naturaleza interna

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Desde una perspectiva interna, en la Ley del Mer-

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

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

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

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

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

Al albur de la primera, se obliga a que las empresas de servicios de inversión tengan a disposición de las autoridades supervisoras de su país de origen toda la información relativa a los servicios prestados u operaciones realizadas con relación a instrumentos negociados o no en mercados de valores. Lo anterior se ve completado por la posibilidad que se brinda a los estados de acogida de exigir información respecto a la operativa de empresas vía sucursal o en libre prestación de servicios, tanto por motivos o fines estadísticos como para salvaguarda de normas de conducta o de interés general *(v. gr., insider trading,* etc.).

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

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

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

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

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

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

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

2. De naturaleza externa

2.1. Actuación transfronteriza

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

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

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

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

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

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

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

2.2. La competencia exterior

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

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

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

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

III. CONCLUSIONES

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

1.ª) Desde un punto de vista económico, una mayor competencia externa.

2.ª) La dimensión exterior de la actividad de las empresas españolas deberá ser uno de los principales objetivos a perseguir.

3.ª) Se definirá un nuevo estatuto de la actuación interna y externa de nuestras empresas.

4.ª) La competitividad de nuestros mercados dependerá en buena medida de la fortaleza que les impriman las empresas españolas.

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

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

LAS BOLSAS ANTE EL MERCADO UNICO DE VALORES. UNA NOTA

Antonio Zoido

En 1996, la introducción de nueva legislación, de acuerdo con la Directiva de Servicios de Inversión y la de Adecuación de Capital, va a significar una nueva oleada de reformas en las Bolsas europeas y, naturalmente, en las españolas.

La entrada en vigor de las Directivas tiene lugar en un marco caracterizado por cambios rápidos y continuos.

Prácticamente, todas las Bolsas europeas están en un proceso de reformas de su regulación, envueltas en cambios estructurales o en importantes cambios tecnológicos. En algunos países, estos cambios tienen lugar como producto de la propia evolución o por voluntad de las Bolsas; en otros, reciben el impulso de los legisladores nacionales.

Los procesos desreguladores de los años ochenta han supuesto la desaparición de derechos monopolísticos, libertad de acceso a la condición de miembros, levantamiento de condiciones económicas fijas en las transacciones y un buen volumen de medidas legislativas que han afectado al carácter autorregulado de un número de Bolsas.

Pero la importancia de este proceso es especialmente visible en los cambios estructurales producidos. En especial en la naturaleza de los miembros de las Bolsas. Actualmente, en la mayoría de las Bolsas, sus miembros incluyen bancos o firmas controladas por bancos. Quizá únicamente hemos visto en un grado incipiente los efectos comerciales, competitivos y sobre la regulación de los mercados, de la actuación, hoy en día, de grandes organizaciones que son miembros de varias Bolsas y que incluso llegan a competir con las propias Bolsas de las que son miembros.

La constancia de que las regulaciones supranacionales van a estar cada vez más presentes en el quehacer diario parece evidente. Naturalmente, las directivas europeas van a ser la referencia obligada más común.

La ruptura de la condición de mercados más o menos protegidos que situaba a las Bolsas en una tarea central de autorregulación a nivel doméstico ha supuesto que los mercados perciban que su propia subsistencia o posición relativa se encuentra atacada y han decidido emprender fórmulas comerciales para asegurar su posición o su futuro; de ahí el despertar de la competencia institucional entre las Bolsas.

Dos importantes factores de orden técnico y estructural aparecen como prácticamente comunes en este marco europeo. De una parte, las recomendaciones del «grupo de los treinta», o sus versiones locales, han tenido un profundo efecto en casi todos los países. El resultado ha sido claramente positivo y los efectos no solamente han supuesto una reducción del nivel general de los riesgos específicos ligados a la compensación y liquidación, sino que, además, se ha ganado en confianza y atractivo de las Bolsas frente a los inversores. El caso español —en este aspecto, como en otros— es especialmente positivo.

De otra parte, el desarrollo o aparición de los mercados de derivados se ha instalado claramente como una condición básica para completar los mercados de contado y atraer actividad inversora internacional.

En este marco de acontecimientos, la Directiva de Servicios de Inversión acabará de dar forma a los mecanismos de libertad de acceso a la condición de miembro de Bolsa, va a imponer obligaciones universales de información y de transparencia y va a situar a autoridades y Bolsas frente a un desafío de sus condiciones reguladoras.

El aspecto regulador, más que los aspectos funcionales y técnicos referidos a los modos y maneras de contratar en los mercados organizados, va a ser el más crucial en el proceso de homogeneización y acercamiento de las Bolsas dentro del mercado único en servicios financieros que vienen a establecer las directivas europeas.

No hay duda de que Europa está compuesta por muchos estados soberanos, cada uno con sus mercados de valores y de capitales propios. No existe en Europa nada evidente que pudiera empujar a los mercados de acciones europeos en la dirección de

una futura unión, ni tampoco aparecen claras las razones de una integración funcional. Es bien cierto que la Directiva de Servicios de Inversión consolidará la posibilidad del acceso a los distintos mercados europeos de firmas no residentes, pero esos mercados permanecerán siendo distintos mercados al igual que lo continuarán siendo los países en los que estos mercados se sitúan.

Puede haber razones, sin embargo, que operen en un acercamiento de esos mercados, pero el proceso será extraordinariamente gradual.

El efecto principal de la Directiva de Servicios de Inversión va a ser, ineludiblemente, que las Bolsas y sus reguladores se verán obligados a consultar, trabajar, coordinar, unos con otros en sus capacidades legítimas, en especial en el terreno de la supervisión del mercado y de la regulación de sus miembros. El carácter de mercados abiertos a los flujos de capitales y a la información hará imposible que nadie se sustraiga a estos efectos.

Paralelamente, esta ineludible situación convivirá con las tensiones derivadas de que en Europa cada Bolsa es una institución básica en su mercado financiero doméstico y que los mercados y sus miembros compiten de modo cada vez más eficaz por la captación del negocio *cross border*. Que cada Bolsa compite para mantener —o recuperar, en su caso— su posición como el mercado de referencia en las acciones más significativas de cada uno de sus mercados nacionales, es algo bien evidente y que explica algunos de los conflictos y pugna de intereses que, por ejemplo, con respecto a las obligaciones de información o de transparencia se reflejan claramente en los compromisos plasmados en la Directiva de Servicios de Inversión y cuyo desarrollo a nivel de adaptación en las legislaciones nacionales aún está por ver.

Precisamente, el proceso de adaptación de las directivas comunitarias no sólo coincide en el tiempo con los importantes cambios que a todos los niveles están teniendo lugar en las Bolsas, como aquí se ha apuntado, sino que, también, está siendo un acicate adicional para el replanteamiento y la reconsideración de temas absolutamente básicos de las Bolsas y de su papel en los mercados financieros.

Uno de los fenómenos recientes, y que ha ido adquiriendo creciente carta de naturaleza en distintos mercados, es la presencia cada vez más importante de la inversión institucional. Algunos mercados europeos como el de Londres se configuran con más del 70 por 100 de sus transacciones ligadas o referidas a los inversores institucionales. En otros países, si el peso institucional no es tan importante sí tiene la suficiente entidad como para considerar la conveniencia de adaptar o interpretar los mecanismos de contratación, información y regulación de tal manera que sea posible tener acceso a un flujo de órdenes tan importantes.

Este afán competitivo por el flujo de negocio está en el fondo, por ejemplo, de las modificaciones reguladoras recientemente introducidas por las Bolsas de Amsterdam y París en referencia a la condición de miembro, modos de contratación de deuda, y mercado de bloques. Lo que sucede es que, como un complejo rompecabezas, los retoques reguladores dirigidos a facilitar la competencia por el flujo de órdenes entre mercados basados en conceptos distintos en la formación de precios hacen resentirse otras piezas del entramado.

Cuanto más se acercan determinadas actuaciones reguladoras al ámbito querido por los grandes inversores institucionales que operan sobre la base de un mecanismo de inmediatez en el descubrimiento del precio (sistema de *market makers),* más se aproximan dichas normas a romper esquemas de transparencia de las transacciones, lo que es consustancial con la defensa de los intereses de los pequeños inversores y la formación de un precio representativo en un mercado en el que, conceptualmente, también, estos pequeños partícipes son tenidos en cuenta a tales efectos.

(Las diferentes concepciones objeto de debate entre los miembros de la hoy Unión Europea y el compromiso formalmente alcanzado están magníficamente expuestos en el artículo de Antonio Hernández García, en el *Boletín Económico* de ICE, número 2.399.)

En este esfuerzo competitivo para atraer el flujo de participantes con distintas necesidades y características aparece, sin embargo, la sombra de un riesgo importante para el mercado. La posibilidad de fragmentación del mismo hasta aquel punto en el que los mecanismos de formación de precios se debilitan y los conceptos de mantenimiento de un mercado ordenado se difuminan. Es evidente que a medida que más se fragmenta el mercado, más se dificulta el mantenimiento de algunos parámetros como la prelación de órdenes y se puede poner en peligro la existencia de una masa crítica de órdenes suficiente para hacer representativos los precios del mercado.

De modo similar, es también adecuado preguntarse si la fragmentación del mercado, resultado de regulaciones o de tensiones competitivas, no pone también en precario la transparencia esencial del mercado.

El reciente informe de la Securities & Exchange Commission americana, *Markets 2000,* concluye que de la experiencia americana no puede afirmarse que la existencia de distintos mercados ha afectado negativamente a los mecanismos de formación de precios y de liquidez basándose sobre todo en una conocida teoría muy contrastada, también en los mercados derivados, de que la masa crítica de negocio tiende a deslizarse a alguno de los mercados que, si no lo era ya inicialmente, acaba constituyéndose en el mercado principal.

Otro de los temas de orden básico y que también vuelve a suscitarse al amparo de la nueva legislación con motivo de los argumentos sobre la necesidad o no de la presencia física en los mercados, es la discusión sobre las ventajas o inconvenientes de los mercados tradicionales frente a los mercados electrónicos. La cuestión importante quizá no sea, sin embargo, el medio, sino el modo conceptual de enfrentarse a la formación de los precios y el mantenimiento de la liquidez. Es decir, el tema no debería de ser tanto si el mercado funciona o no en una base electrónica como si el sistema es un sistema de concentración de órdenes, de *dealers* o algunas de las últimas experiencias que comentaremos brevemente.

El debate debería de concentrarse más que en el método técnico en el valor regulador de exigir un esquema de centralización de operaciones.

Quizá convenga recordar los conceptos a los que nos estamos refiriendo. En aquellos mercados que tradicionalmente venimos llamando dirigidos por precios, la información puede estar disponible para quienes operen en modo electrónico o no; lo esencial es que en este tipo de operativa, las órdenes se ejecutan contra los precios o cotizaciones ofrecidas en la pantalla o en el teléfono.

De modo muy distinto, los mercados dirigidos por órdenes y, en particular, basados en una programación computerizada, proporcionan información sobre la profundidad del mercado y aseguran la ejecución de las órdenes en función del momento de su llegada al mercado y la optimización de los precios.

Ultimamente, algunos mercados están intentando fórmulas que suponen una estructura híbrida buscando no perder las ventajas que en el terreno de la transparencia y la liquidez parecen evidentes en un mecanismo de centralización de órdenes y, sin embargo, facilitar la distinción, que se considera positiva e imprescindible, de las actividades entre participantes mayoristas y minoristas, entendiendo que el apoyo básico al concepto de centralización de órdenes es un concepto de negocio, un concepto comercial antes que una medida reguladora.

Todo hace prever, sin embargo, que estos mecanismos diversos, los apuntes de fórmulas híbridas y otras experiencias, no van a ser resueltos, ni se pretende, al amparo de la Directiva de Servicios de Inversión, aun cuando, como aquí se intenta poner de manifiesto, todas estas cuestiones se vean excitadas en su discusión con motivo de la implantación de las nuevas legislaciones nacionales.

La función primaria y fundamental de las Bolsas de facilitar el trasvase del ahorro a la inversión productiva es otro de los temas que, en la vertiente referida a las pequeñas y medianas empresas, se ha cruzado también en el camino de la actualidad con estos temas.

Las propuestas sobre un futuro mercado europeo de valores de crecimiento parece que habrá que contemplarlas con lógica cautela después de las experiencias registradas en los segundos mercados nacionales, en los que la falta de liquidez o de informaciones financieras suficientes o el mal seguimiento bursátil del valor, e incluso en algunos casos se aduce, la falta de incentivos fiscales, han conducido al ostracismo a los segundos mercados. Entre las cautelas de aproximación a esta propuesta hay que mencionar, sin duda, el que el propuesto mercado se apoye en un mecanismo electrónico no puede ser per se garantía de un funcionamiento efectivo y real de un mercado bursátil para pequeñas y medianas empresas o valores de crecimiento. No es este el momento de referirnos a la problemática de estos mercados, pero siendo un tema de extraordinario interés, no es menor, como la experiencia demuestra, la dificultad de su existencia y probablemente requieran de un tratamiento cuya clave aún no está próxima.

Toda esta relación de temas básicos en un mercado cada vez más interrelacionado, debería de apoyar, en consonancia con el análisis académico, mayores grados de integración, concentración y estabilidad. La paradoja, sin embargo, es que los hechos demuestran que, si bien en un marco en el que se facilita la competencia, aumenta el número de mercados y crecen los riesgos de fragmentación. Si todo ello conduce a que por el camino de la diversidad se accede al mejor servicio de los usuarios finales, quizá todo sea un valioso esfuerzo. En el marco europeo, en concreto, las experiencias liberalizadoras parecen mostrar este carácter paradójico de ser utilizadas, y no hay que decir que no sea para bien, en pro del fortalecimiento de los mercados nacionales.

En una situación de este tipo parece mínimamente prudente que los mercados españoles dediquen sus esfuerzos a una tarea bien simple: profundizar en hacer bien lo que tradicionalmente se está haciendo y prestar sus servicios con los menores costes y la mayor eficacia.

LA SUPERVISION DE LAS SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES. IMPACTO DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION

Ramiro Martínez-Pardo del Valle

I. INTRODUCCION

El marco jurídico y económico que se instauró en los mercados de valores españoles a raíz de la aprobación de la Ley del Mercado de Valores (1) modificó de forma radical el existente hasta entonces. Tal como se anunciaba en el preámbulo de la Ley, uno de sus objetivos básicos era la potenciación de nuestros mercados de valores ante la perspectiva de un mercado europeo de capitales. En este sentido, la reforma del mercado de valores ha sido, principalmente, una reforma de eficiencia, encaminada a establecer las bases necesarias para competir en el marco del mercado único de valores que se avecina.

Dicha eficiencia se ha ido consiguiendo de forma paulatina a lo largo de los más de seis años transcurridos desde la promulgación de la ley, a través de cuatro pilares fundamentales: la creación de las Sociedades y Agencias de Valores, la reforma de las estructuras de negociación, compensación y liquidación, la configuración de un nuevo marco institucional para la inversión colectiva y la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como organismo supervisor.

El primer factor clave en la consecución de mercados más eficientes es la creación de las Sociedades y Agencias de Valores como intermediarios financieros especializados, sometidos a unos requisitos estrictos en su constitución y funcionamiento, a los que se exigen unos niveles adecuados de solvencia y liquidez. Su aparición en los mercados en sustitución de los antiguos intermediarios ha aportado un mayor grado de profesionalización en el sector e introducido criterios empresariales en esta actividad.

En segundo lugar, la reforma de las estructuras de contratación y liquidación ha supuesto la creación de nuevos ámbitos de contratación (mercado electrónico, derivados, renta fija privada) y de compensación y liquidación de las operaciones (Servicio de Compensación y Liquidación de Valores). Esta reforma ha mejorado la rapidez en las transacciones y la calidad y frecuencia de la información disponible para intermediarios e inversores, al mismo tiempo que ha acortado los plazos entre contratación y liquidación, aumentando la seguridad del tráfico de valores y reduciendo los costes operativos. Es decir, se han creado unas estructuras más eficientes, capaces de competir con éxito con otros mercados internacionales.

En tercer lugar, la configuración de un nuevo marco legal para la inversión colectiva ha permitido la canalización de grandes masas de ahorro hacia los mercados de valores, aumentando su liquidez. Además, la institucionalización de la gestión de los fondos de inversión ha contribuido a que la adopción de decisiones de inversión y desinversión se basen en criterios más profesionalizados cuya consecuencia es una mayor adecuación de los precios de los activos financieros negociados en nuestros mercados.

Por último, el cuarto componente básico de la reforma de cara al objetivo de aumentar la eficiencia de la industria de los valores es la creación de un organismo supervisor al que, con independencia de su papel como impulsor de normas y modificaciones legales que permiten la configuración de un sector competitivo, le ha sido encomendada de forma expresa por la Ley del Mercado de Valores la protección del inversor, la correcta formación de los precios y la transparencia de los mercados. En el desempeño de estas funciones, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha desarrollado métodos, procedimientos y normas de supervisión prudencial en un marco que ha ido variando a medida que los intermediarios, mercados, productos e inversores se han ido adecuando a las nuevas reglas de actuación.

La próxima entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión (2) el 1 de enero de 1996 supondrá, no sólo un nuevo paso en los esquemas de supervisión, sino, lo que es más importante, una modificación sustancial del marco de actuación. Por ello, será necesaria una reordenación de las prácticas supervisoras para conseguir la mayor eficiencia posible en la asignación de los recursos de supervi-

sión a la consecución de los nuevos objetivos que surjan tras la instauración del mercado único de valores.

A lo largo de las próximas líneas se tratará de exponer cuáles son las bases sobre las que se ha asentado hasta ahora la supervisión de la actividad de los intermediarios financieros, haciendo hincapié en aquellos aspectos que serán modificados por la transposición al ordenamiento español de la Directiva de Servicios de Inversión. Posteriormente, se analizarán las posibilidades que el nuevo marco legal ofrece al supervisor para ejercer su función, examinando las nuevas vías de obtención de información que necesariamente habrá que explotar.

II. SUPERVISION DE LOS INTERMEDIARIOS

Las Sociedades y Agencias de Valores, reguladas en el Título V de la Ley del Mercado de Valores, tienen reservado en exclusiva el derecho a actuar como intermediarios en los mercados de valores, con la única excepción de las entidades que se citan en el artículo 76 de la citada Ley (3). Son entidades con objeto social exclusivo, sometidas a fuertes limitaciones en el desarrollo de su actividad y al cumplimiento de unas rígidas normas de registro de operaciones, presentación de sus estados financieros, solvencia y liquidez, normas de conducta y relaciones con la clientela.

Este régimen legal, junto al sometimiento de estas entidades a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, trata de dar respuesta a una constante preocupación en la Ley del Mercado de Valores: la protección del inversor.

En efecto, la Ley del Mercado de Valores se aprobó en 1988, tras unos años en los que la globalización de los mercados, la internacionalización de los intermediarios e inversores y el progreso tecnológico (que incrementó de forma importantísima la rapidez en las comunicaciones y la sofisticación de los productos ofrecidos a los inversores), habían producido un desequilibrio en la relación de fuerzas entre las partes contratantes en toda actividad de intermediación. Por un lado, los inversores, los cuales, cada vez más interesados por los mercados financieros en un contexto de desintermediación y creciente *popularización* de la inversión en valores, demandaban frecuentemente productos cuyos riesgos ignoraban. Por otro, los intermediarios, cada vez más profesionalizados, ofreciendo productos novedosos y sofisticados. Este desequilibrio va a constituir uno de los motivos de que en la Ley del Mercado de Valores subyazca en cada uno de sus capítulos el objetivo prioritario de protección del inversor.

Pues bien, siendo este objetivo una de las funciones encomendadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (4), es también la base sobre la que se fundamentan los mecanismos de supervisión.

De acuerdo con las distintas fases de la vida de una Sociedad o Agencia de Valores, podrían distinguirse tres niveles distintos de supervisión:

1. El régimen de autorización.
2. La solvencia financiera y patrimonial.
3. La actuación en los mercados y las relaciones con la clientela.

III. EL REGIMEN DE AUTORIZACION

El acceso a la actividad de intermediación está sometido a la autorización del Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ante la cual los promotores de todo proyecto de Sociedad o Agencia de Valores tienen que presentar su solicitud. Esta debe cumplir una serie de requisitos (5), entre los que cabe destacar los referentes a la capacidad, experiencia y honorabilidad de los administradores y directores generales o asimilados y al cumplimiento por éstos y por los socios de un rígido régimen de incompatibilidades que evite los posibles conflictos de interés. Adicionalmente, las entidades deberán disponer de medios adecuados para desarrollar las actividades para las que solicitan autorización. A este respecto, las solicitudes deben incorporar una memoria en la que se detallen los medios materiales, humanos y organizativos con los que contarán, así como una estimación de los ingresos y gastos esperados en los primeros años de ejercicio.

De esta manera, las entidades quedan sometidas en el mismo momento de su autorización a un minucioso escrutinio que permite establecer una primera barrera de entrada. Además, los capitales iniciales mínimos exigidos a Sociedades y Agencias de Valores son elevados (750 millones y 150 millones de pesetas, respectivamente, desembolsados en efectivo), lo que permite que las entidades cuenten con la solvencia necesaria desde el inicio de su actividad.

Sin embargo, a lo largo de los años transcurridos, en los que más de ciento cincuenta entidades han sido inscritas en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se han puesto de manifiesto algunas dificultades de aplicación práctica de la normativa, en algunos casos por ser ésta excesivamente rígida, y en otros porque no se ha dotado al supervisor de todos los mecanismos adecuados para ejercer su función.

1. Incompatibilidades

En el primer caso, se encuentra el régimen de incompatibilidades aplicable a socios y administra-

dores de las Sociedades y Agencias de Valores que establece importantes limitaciones a aquéllos, en aras de una deseable separación de funciones y decisiones que eviten la perniciosa utilización de información privilegiada y la aparición de conflictos de interés.

Así, entre las limitaciones impuestas a los socios (6) podemos encontrar, por ejemplo, la prohibición de que quien participe en el capital de una Sociedad o Agencia de Valores participe en el de otra; o de que una Sociedad o Agencia de Valores participe en el capital de una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva. Estas limitaciones, junto a otras aplicables a los administradores (7) de las Sociedades y Agencias de Valores, como por ejemplo la prohibición de participar en el consejo de administración a quien realice actividades remuneradas en una entidad con valores admitidos a cotización en un mercado secundario oficial son, en general, de difícil aplicación.

Por otra parte, las entidades de crédito, bancos y cajas de ahorros, que en virtud de lo previsto en el artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores pueden realizar y realizan, en régimen de competencia con las Sociedades y Agencias de Valores todas las actividades permitidas a éstas (excepto la de ser miembro de una Bolsa de Valores y la llevanza del registro contable de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios) no están sometidas a un régimen similar.

A pesar de que el Real Decreto 276/89 (8) ofrece la posibilidad de que a través del mecanismo denominado *exclusión de actividades* una misma persona o entidad pueda serlo simultáneamente de dos o más Sociedades o Agencias de Valores, en general, el régimen de incompatibilidades aplicable a los socios de éstas ha hecho que se creen estructuras de grupo complejas para dar cabida a distintos tipos de entidades sin incurrir en incompatibilidad, lo que ha incidido negativamente en la transparencia de los grupos y ha hecho necesaria la supervisión consolidada de éstos, a los que me referiré más adelante.

El nuevo marco legal que surgirá tras la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión, consagra la libre prestación de servicios en todo el territorio comunitario mediante sucursal o sin ella. En consecuencia, se hace necesario revisar el régimen de incompatibilidades vigente, para no discriminar a las entidades españolas frente al resto de entidades comunitarias que, autorizadas en otros países, podrán actuar en España ajenas a las limitaciones en materia de incompatibilidades impuestas por nuestra Ley.

2. Objeto social exclusivo

Por otra parte, las dificultades de aplicación práctica de la normativa también se ponen de manifiesto en la exigencia de un objeto social exclusivo. Las Sociedades y Agencias de Valores tienen un objeto social limitado (9) a las actividades enumeradas en el artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores, que se refieren exclusivamente a la intermediación, administración, depósito y anotación en cuenta de valores, así como algunas otras de carácter instrumental necesarias para el ejercicio de las anteriores y la negociación por cuenta propia en el caso de las Sociedades de Valores.

Esta especialización absoluta de las Sociedades y Agencias de Valores a todo lo referido al Mercado de Valores plantea, sin embargo, algunos problemas prácticos. Así, con cierta frecuencia, las Sociedades y Agencias de Valores han venido desarrollando actividades sobre productos en los que recae de forma permanente la duda de si pueden considerarse comprendidos dentro de su ámbito de actividad. Este es el caso, por ejemplo, de los derivados sobre materias primas u otros productos *over the counter* (fuera de Mercado —OTC) *(swaps* —permutas financieras—, operaciones a plazo...) que, sin ser propiamente valores, presentan oportunidades de inversión alternativas para la clientela de las Sociedades y Agencias de Valores.

Esta cuestión también podría plantearse con respecto a ciertas actividades comúnmente realizadas por las Sociedades y Agencias de Valores como, por ejemplo, aquellas que, siendo inherentes a una gestión integral del patrimonio de un cliente, conlleven el asesoramiento sobre inversiones en mercados ajenos a los de valores (productos bancarios, divisas, oro...), o aquellas otras que suponen una prolongación del negocio y que tienen un carácter instrumental (servicios de estudios, informáticos, asesoramiento fiscal...) para los que las Sociedades y Agencias de Valores crean frecuentemente sociedades participadas.

El nuevo marco legal que surja de la transposición de la Directiva de Servicios de Inversión resolverá estos problemas, dando cabida dentro del ámbito de actividad de las empresas de servicios de inversión a operaciones sobre instrumentos del mercado monetario, y a contratos financieros a plazo y de permuta financiera (10), sin perjuicio de que se mantenga la exigencia de objeto social exclusivo para las Sociedades y Agencias de Valores. También deberían incluirse dentro de dicho marco legal, algunas otras actividades como, por ejemplo, las operaciones en derivados sobre materias primas que, aunque no caen dentro del ámbito de aplicación de la Directiva de Servicios de Inversión, son realizadas habitual y profesionalmente por intermediarios financieros. Evidentemente, esta actividad no gozaría de *pasaporte comunitario,* pero permitiendo explícitamente su realización en el ámbito nacional a las Sociedades y Agencias de Valores, se despejarían algunas de las dudas mencionadas anteriormente.

3. Reserva de actividad

La absoluta especialización exigida a los intermediarios mediante el objeto social exclusivo tiene como contrapartida lo que se denomina reserva de actividad. En virtud de este principio, la intermediación en los mercados de valores queda restringida a las Sociedades y Agencias de Valores y entidades mencionadas en el artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores. Por esta razón, con excepción de los representantes (11) que actúan por cuenta y en nombre de una única entidad legalmente autorizada, a los que no es de aplicación la reserva de actividad prevista en la Ley, ninguna otra persona, física o jurídica, puede actuar como intermediario en los mercados de valores.

A pesar de la citada prohibición, existen entidades que, al margen de cualquier preocupación por ser debidamente autorizadas, actúan habitualmente de forma irregular como intermediarios en los mercados de valores. Su actuación se caracteriza, en términos generales, por la falta de transparencia en las comunicaciones a los clientes y en algunos casos por el cobro de comisiones abusivas. También se han puesto de manifiesto circunstancias en las que las operaciones comunicadas a los clientes ni siquiera existían. Todos estos factores han contribuido a que la actividad de estas entidades concluya con mucha frecuencia con actuaciones judiciales, iniciadas a raíz de denuncias de los clientes.

Ante esta circunstancia, el organismo supervisor sólo puede, en uso de sus facultades, instruir expedientes a estas entidades e imponer sanciones por la realización de actividades no permitidas y, desde una perspectiva meramente preventiva, advertir a los inversores de los riesgos que suponen estas entidades y prohibir a los intermediarios autorizados aceptar operaciones propuestas por entidades no registradas. Estas actuaciones, sin embargo, no aseguran siempre una rápida y eficiente protección de los inversores que hubieran contratado con el intermediario, por lo que se pone de manifiesto la necesidad de reforzar los mecanismos con que cuenta el supervisor para ejercer su labor de protección, dotándole de facultades que permitan lograr el cese efectivo de la actividad de estos intermediarios no registrados, el cierre del establecimiento infractor, la revocación de poderes y la incautación de libros, archivos y otros documentos relativos a la actividad.

Asimismo, el nuevo marco legal previsiblemente amparará entidades, que sin ser empresas de servicios de inversión en el sentido de la Directiva (es decir, que operen en las actividades e instrumentos en ella previstas con derecho a establecerse libremente en todo el territorio comunitario con una única autorización), pudieran realizar actividades de intermediación, gestión y ejecución de órdenes sobre instrumentos distintos a los contemplados en la Directiva (por ejemplo, derivados sobre materias primas). Estas sociedades deberían igualmente ser inscritas en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y estar sometidas a supervisión, aun cuando con esta licencia no puedan operar en el ámbito comunitario. De esta manera, mediante una correcta modulación de capitales iniciales y exigencias de recursos propios en función de la actividad realizada y de los instrumentos sobre los que se opere, se facilitaría que emergieran entidades que hasta ahora operan de forma sumergida.

4. Idoneidad de los socios

He dejado en último lugar la idoneidad de los socios (12), dentro de este capítulo dedicado al régimen de autorización, porque constituye, en mi opinión, una de las modificaciones más necesarias e importantes de nuestra Ley del Mercado de Valores y que además, viene impuesta por la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión. Con el régimen actual, aun cuando existen requisitos de honorabilidad para los administradores, no existen éstos para los accionistas a los que únicamente se requiere el cumplimiento de las incompatibilidades descritas anteriormente. Sin embargo, en muchos casos, la actividad de las Sociedades y Agencias de Valores está íntimamente relacionada con el tipo de accionistas que posee. Tal es el caso, por ejemplo, de entidades cuyos accionistas realizan actividades de alto riesgo, financieras o no, que pueden afectar a la estabilidad de la entidad y trasladar el riesgo a sus clientes.

Siendo este asunto importante en el momento de otorgar la autorización, la cuestión resulta más relevante en el caso de transmisiones posteriores de participaciones que dan entrada a nuevos socios en el capital de una Sociedad o Agencia de Valores, a veces de forma tal que adquieren la mayoría del capital. El régimen legal actual no exige la autorización previa en dichos casos, sino la mera comunicación, lo que impide al supervisor imponer restricciones o incluso evitar las transmisiones de participaciones que vulneran las condiciones sobre las cuales se otorgó la correspondiente autorización.

La Ley del Mercado de Valores, tras incorporar las previsiones de la Directiva de Servicios de Inversión abordará este asunto, estableciendo un sistema de autorización previa para las transmisiones de participaciones significativas (13) en aquellos casos que se superen determinados porcentajes, pudiendo la autoridad supervisora impedir la citada transmisión. También se deberá imponer un mecanismo de comunicación y autorización de las disminuciones que se produzcan en las participaciones accionariales cuando desciendan de los citados niveles o supongan la pérdida de control de la Sociedad o Agencia de Valores.

La denegación de la autorización para efectuar la transmisión de participaciones significativas podrá basarse en la falta de idoneidad de los adquirentes, lo que supondrá un enorme avance en la integridad y estabilidad de las entidades.

IV. LA SOLVENCIA FINANCIERA Y PATRIMONIAL

1. Supervisión prudencial

Después del proceso inicial de creación de Sociedades y Agencias de Valores en el que se tuvieron que afrontar los problemas citados en el punto anterior, el desarrollo de una normativa reguladora de la actividad de las Sociedades y Agencias de Valores que impusiera niveles mínimos de recursos propios, definiera qué partidas del balance son aptas para la cobertura de riesgos, identificara éstos y la forma de computarlos, y estableciera determinados límites a sus posiciones de riesgo, ha constituido el segundo escalón de la supervisión ejercida sobre las Sociedades y Agencias de Valores.

Tras la aprobación y entrada en vigor de los diversos desarrollos reglamentarios de la Ley del Mercado de Valores en esta materia, las Sociedades y Agencias de Valores quedaron sometidas inicialmente a unas exigencias de recursos propios que aseguraban, razonablemente, el cumplimiento por éstas de compromisos asumidos. Además, se impuso el cumplimiento de un novedoso coeficiente de liquidez (14) no existente en otras legislaciones, y un límite a las posiciones de activos calculado en función de los recursos propios para impedir la acumulación de riesgos con un mismo deudor o grupo económico.

La normativa inicial no exigía, sin embargo, por no haberlo previsto la Ley del Mercado de Valores, la consolidación de cuentas y la cobertura del coeficiente de recursos propios en base consolidada.

Este déficit legislativo fue rápidamente sentido debido a la existencia en el sector de grupos y subgrupos de Sociedades y Agencias de Valores en los que la nota característica es la gran interdependencia funcional entre las entidades que forman dichos grupos. Tal es el caso, por ejemplo, de grupos formados por Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, Sociedades o Agencias de Valores que comercializan las participaciones de las instituciones gestionadas por aquellas, filiales con representación cuyo único objeto es ampliar la red comercial de las Sociedades y Agencias, Sociedades instrumentales de prestación de servicios al resto..., grupos que constituyen lo que la propia Ley denomina unidad de decisión.

Asimismo, con independencia de las razones estratégicas que justificasen la configuración de distintas estructuras de grupo, la propia Ley del Mercado de Valores había establecido condicionantes que tuvieron influencia en su creación.

Por un lado, el estricto régimen de incompatibilidades ya descrito (por ejemplo, la prohibición de que una Sociedad de Valores participe en el capital de una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva) motivó la creación de sociedades *holding* para participar y controlar ambos tipos de entidades.

Por otro lado, el régimen transitorio de la Ley obligaba a que los Agentes de Cambio y Bolsa controlaran un determinado porcentaje de capital de los miembros de Bolsa (15), lo que hizo que algunos grupos constituyeran Agencias de Valores, ya que éstas requieren un capital menor, para ser miembro de Bolsa y una Sociedad de Valores cuyos accionistas no tienen ninguna limitación para el resto de actividades, ambas con ámbitos de actividad mutuamente excluyentes. De esta manera, de la confluencia del deseo de las entidades de abarcar diversas actividades, productos y mercados, y de las limitaciones de la propia Ley, nacen estructuras de grupo complejas con presencia de personas físicas, que actuando sistemáticamente en concierto, ejercen el control de los grupos. Este hecho se ve fomentado por la exigencia legal de que los accionistas de las Agencias de Valores y Bolsa sean exclusivamente personas físicas.

Estos grupos, que incluían empresas supervisadas y no supervisadas que no consolidaban entre sí (Sociedades y Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, Sociedades Gestoras de Cartera, Sociedades Anónimas de derecho común...) planteaban problemas de índole variada.

En primer lugar, dichos grupos no estaban obligados a hacer públicos sus resultados y, en el caso de que lo hiciesen, no existían normas homogéneas que hicieran posible su comparación; es decir, la transparencia exigida a las Sociedades y Agencias de Valores de forma individual, se veía alterada por la existencia de un grupo.

En segundo lugar, las entidades supervisadas desviaban sus posiciones de mayor riesgo (aquellas con un consumo de recursos propios más elevado) a otras entidades del propio grupo no supervisadas, evitando así el conocimiento por parte del supervisor de dichos riesgos y la aplicación de las normas prudenciales sobre control de riesgos y exigencias de recursos propios aplicables a las Sociedades y Agencias de Valores.

En tercer lugar, la ausencia de consolidación no permitía conocer los recursos propios efectivamente disponibles en el grupo, pudiendo producirse, en determinados tipos de grupos, un doble cómputo de dichos recursos entre empresas vinculadas supervisadas, mediante la utilización de un mismo capital a través de partidas interrelacionadas para cubrir las exigencias de varias entidades distintas.

Los tres problemas mencionados se pusieron muy pronto de manifiesto y la necesaria modificación legal se realizó con ocasión de la elaboración de la Ley 13/92, de 1 de junio, sobre Recursos Propios y Supervisión en base consolidada (16), que entre otras cosas, adaptó la legislación española en materia de exigencias de recursos propios a la Directiva de Adecuación de Capital.

Esta Directiva es el complemento natural de la Directiva de Servicios de Inversión y entrará en vigor simultáneamente a ésta. Si la Directiva de Servicios de Inversión consagra la libertad de establecimiento en todo el territorio comunitario con una única autorización obtenida en un estado miembro, la de Adecuación de Capital iguala las exigencias de recursos propios entre intermediarios y empresas de inversión y entre países miembros de la Unión Europea. En este sentido, dicha Directiva establece un método para el cálculo de riesgos más preciso y unos coeficientes de recursos propios para la cartera de negociación más reducidos (precisamente por ser más precisos) que los existentes hasta entonces en la normativa española. En consecuencia, el régimen de supervisión prudencial existente hasta entonces fue modificado por la Ley 13/92, igualando el tratamiento de los riesgos para entidades de crédito y Sociedades y Agencias de Valores, y exigiendo su cumplimiento en base consolidada, sin perjuicio del cumplimiento individual por las entidades supervisadas, que se sigue exigiendo (17).

2. Supervisión en base consolidada

La obligación de consolidar las cuentas de los grupos de las Sociedades y Agencias de Valores, y las exigencias de recursos propios sobre base consolidada hacen posible la supervisión global del grupo resolviendo los problemas derivados de las estructuras de negocio complejas, con varias entidades con personalidad jurídica propia. Con ello se resuelven los tres problemas de la supervisión individual mencionados anteriormente; se dota de mayor transparencia a la información financiera y patrimonial de los grupos, se neutraliza la desviación del riesgo a entidades del grupo no supervisadas, y se mejora el control sobre los recursos propios de las Sociedades y Agencias de Valores, mediante la eliminación de cuentas interrelacionadas que pudieran dar lugar a un doble cómputo de los mismos.

Por otra parte, la consolidación también presenta ventajas para la gestión de los grupos permitiéndoles mejorar su grado de competitividad de cara a la proximidad de un mercado único de valores a nivel europeo, en el que serán los grupos sólidos, solventes, capitalizados y con estructuras eficientes los que estén en mejores condiciones de competir.

En efecto, la consolidación permite a los administradores disponer de mayor información para la toma de decisiones sobre su estructura óptima, identificando ineficiencias y oportunidades de negocio, y evaluar globalmente la rentabilidad de sus inversiones.

Asimismo, la disponibilidad de estados financieros consolidados facilita el acceso a nuevas fuentes de financiación, reforzando la percepción sobre la capacidad de generación de *cash flow* del grupo.

Pero quizá el área donde la disciplina contable de la consolidación pueda aportar más, por las implicaciones que las conclusiones que se obtengan de ella tiene para la correcta gestión de los riesgos, es la mejora y reforzamiento del control interno de los intermediarios.

3. Control interno

Analizando las causas de las crisis de las Sociedades y Agencias de Valores que se han producido después de la Reforma, se observa que la gran mayoría de ellas se han producido por deficiencias importantes de control interno, que impedían a los gestores de las entidades identificar, evaluar y, consecuentemente, tomar decisiones con conocimiento suficiente de los riesgos que asumían.

En algunos casos, además, esta falta de control interno ha determinado que se cometan fraudes e infidelidades a través de la propia entidad con falsedades en los registros contables e incluso utilizando entidades que no se incluían en la consolidación.

Por todo ello, el mecanismo de supervisión prudencial que el organismo supervisor ha diseñado, basado en la recepción de información periódica exhaustiva sobre la actividad y situación financiera patrimonial de las entidades y sus grupos, debe ser completado con otras medidas que permitan asegurar la eficiencia de la función supervisora en estos casos. Si la información puesta a disposición del supervisor y de los mercados no recoge con fidelidad la verdadera dimensión de los riesgos y compromisos de las entidades, o lo que es peor, en ocasiones ni siquiera se registran éstos, el ejercicio de la supervisión prudencial tiene que dar un paso más, exigiendo a las entidades el reforzamiento de sus sistemas de control interno. Este reforzamiento debe nacer en el seno del propio consejo de administración que debe establecer políticas y procedimientos de control, fijar reglas generales sobre medición y seguimiento de los riesgos, identificar qué riesgos y en qué grado son aceptables, y promover la formación del personal.

Otras cuestiones relativas al control interno, como la segregación de funciones, la fijación de límites operativos, la potenciación de la información de gestión (el mayor riesgo es no conocer el riesgo) y, sobre todo, la creación de un órgano de control que ejerza su función con total independencia del

resto de áreas del negocio, resultan de la mayor importancia para garantizar que la supervisión prudencial de las entidades cumple sus objetivos.

Es cierto que la auditoría externa desempeña un papel importante como complemento del sistema de supervisión dando fiabilidad a los datos que las Sociedades y Agencias de Valores hacen públicos y que dicha auditoría conlleva una revisión de los sistemas de control interno, pero no lo es menos que las deficiencias no siempre se ponen de manifiesto. Aun cuando el trabajo de los auditores externos persigue unos objetivos que no siempre son coincidentes con los de la supervisión prudencial, la verificación de la existencia de un sistema adecuado de control interno, es un lugar común al que se debe prestar especial atención. En consecuencia, sería conveniente un reforzamiento del alcance del trabajo de los auditores externos en este campo, así como la exigencia de responsabilidades cuando se producen deficiencias en su realización.

Este argumento nos lleva, asimismo, a la conclusión de que es precisa una mayor verificación *in situ* por parte del supervisor de la actividad de las Sociedades y Agencias de Valores multiplicando las actuaciones inspectoras, y complementándolas con auditorías internas obligatorias en las entidades.

Esta conclusión adquiere una mayor dimensión, que se analizará más adelante, tras la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión, ya que el establecimiento de sucursales en el ámbito comunitario será libre, lo que multiplicará el ámbito de actuación de los organismos supervisores.

V. LA ACTUACION EN LOS MERCADOS Y LAS RELACIONES CON LA CLIENTELA

Hasta ahora se ha descrito el ámbito en el que se desenvuelve la supervisión desde dos planos diferentes; por un lado, el marco de actuación legal de las Sociedades y Agencias de Valores relativo a su autorización y ámbito de actividad y, por otro, la supervisión prudencial de las mismas. En este apartado se insistirá en la protección del inversor pero desde el punto de vista de la relación directa entre cliente e intermediario. Esta relación está regida por el principio de libertad de actuación que, para asegurar una adecuada protección del inversor, debe quedar modulado por unas reglas de juego que permitan a los clientes confiar en que las Sociedades y Agencias de Valores actuarán con la diligencia de un buen comerciante y a éstas conocer cuáles son las consecuencias de la infracción de dichas reglas.

El Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, aborda esta cuestión elevando el plano sobre el que se desarrolla la supervisión de los intermediarios. Hasta la publicación de este Real Decreto, los desarrollos reglamentarios de la Ley del Mercado de Valores habían buscado la protección del inversor en la configuración de un marco legal de actuación que requería la especialización y profesionalización de los intermediarios, y el desarrollo de normas de carácter *cuantitativo* relativas a la solvencia de las entidades. Sin embargo, con este Real Decreto la supervisión sobre la Sociedades y Agencias de Valores, encaminada al fin principal de la protección del inversor, adquiere un carácter más *cualitativo.*

Uno de los aspectos más novedosos en la legislación española y que aborda el Real Decreto en profundidad, es el establecimiento de un Código General de Conducta. Los principios generales que inspiran este Código (defensa del interés del inversor, buen funcionamiento del mercado, paridad en el tratamiento de los clientes...) son tributarios de la Recomendación de la Comisión Europea de 25 de julio de 1977, que con una admirable visión de futuro ya establecía en esa fecha los principios que luego sirvieron de base a las normas que recoge la Directiva de Servicios de Inversión.

El reconocimiento por los mercados de unos principios deontológicos, es necesario en un ámbito en el que la permeabilidad entre dichos mercados dificulta los mecanismos de control y supervisión. La codificación de estos principios llamados *normas de conducta,* que viene a dar cumplido desarrollo a los artículos 78 a 83 de la Ley del Mercado de Valores, no pretende imponer nuevos modelos de comportamiento ajenos a los buenos usos, sino que encuentra su legitimidad en ellos. Las reglas de conducta actúan, por tanto, en un primer nivel, como código de los comportamientos y, en un segundo nivel, como definición de las conductas cuya vulneración es causa de sanción. Para una mejor y más completa efectividad, su aplicación se extiende, no sólo a los intermediarios financieros, sino también al resto de participantes en los mercados: emisores, empresas dedicadas al asesoramiento y difusión de información, etcétera.

A la novedad que supone el Código General se añade la obligación de que las entidades mencionadas anteriormente elaboren un *reglamento interno de conducta* que regule la actuación de sus consejeros, empleados y representantes, cuyo objeto es dotar a las propias entidades de un instrumento de control para asegurarse el cumplimiento de las normas de conducta por parte de las personas que trabajan en ellas, ya que, en definitiva, son las responsables de su cumplimiento. La existencia de estos códigos internos será, tras la entrada en vigor de la Directiva, uno de los requisitos mínimos para obtener la autorización para operar en los mercados de valores como empresa de servicios de inversión.

Otro capítulo relativo a las relaciones con la clientela abordado por el Real Decreto es el de las tarifas. Las tarifas son libres, lo cual es beneficioso porque traslada al inversor las ventajas que ofrece la

competencia, pero esta libertad también aumenta la incertidumbre del inversor que no conoce de antemano las tarifas aplicables a sus operaciones. Para resolver este problema, la legislación exige la obligatoria publicación de las tarifas máximas, con un formato uniforme para todos los intermediarios en valores (Bancos y Sociedades y Agencias de Valores). Como medida de publicidad adicional, los folletos de tarifas máximas se ponen a disposición del público en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En el marco de las relaciones contractuales, la protección del inversor se manifiesta en el mismo sentido. La necesidad de que las relaciones cliente-intermediario se plasmen en contratos escritos se ha mostrado necesaria para resolver los problemas que puedan surgir entre ambos. Además, la publicación de estos contratos contribuye a evitar dudas de interpretación, lo que representa una sustancial mejora a la indefensión que ha caracterizado épocas anteriores.

En consecuencia, podría decirse que tras la aprobación de estas normas, la labor inspectora y supervisora del organismo supervisor alcanza unas cotas superiores a la mera vigilancia de la solvencia y situación financiera de las entidades. Sin embargo, para el desarrollo de estas funciones es preciso contar con instrumentos adecuados que permitan valorar el correcto cumplimiento de las normas.

Uno de estos instrumentos es el registro de operaciones (18) donde se recoge la vida de las órdenes dadas por los clientes a los intermediarios desde que éstas nacen hasta su efectiva liquidación. Este instrumento no es sólo una herramienta de supervisión para poder analizar la actuación de las Sociedades y Agencias de Valores por cuenta ajena, sino también un importante apoyo a las tareas de control interno para asegurar la calidad del servicio prestado y unos niveles de eficiencia adecuados para competir en el mercado único.

VI. IMPACTO DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION SOBRE LAS TAREAS DE SUPERVISION

Los capítulos anteriores hacen un repaso de los distintos escalones que la supervisión de los intermediarios en valores ha ido alcanzando desde el inicio de la Reforma. En este período, diversos problemas prácticos se han tenido que ir resolviendo, lo que en algunas ocasiones ha culminado en la correspondiente modificación legal. El resultado hay que calificarlo de positivo. En estos momentos la industria española de los valores se encuentra en una buena situación de partida, en términos de eficiencia, profesionalidad y competitividad, para afrontar con éxito las exigencias del mercado único y a ello ha contribuido, en mi opinión, la graduación de las exigencias supervisoras. En efecto, tras un primer período en el que los requerimientos de recursos propios fueron elevados y apenas existía normativa de desarrollo de la Ley en materia de normas éticas que regulara las relaciones de los intermediarios con su clientela, se ha pasado a unas exigencias de recursos propios de cálculo más preciso, que dan entrada a unas normas de carácter más cualitativo sobre estándares de comportamiento.

Este modelo se verá, sin embargo, muy pronto trastocado por la necesaria adecuación de la legislación española a la Directiva de Servicios de Inversión. Esta Directiva persigue la eliminación de barreras a la competencia, instaurando la libertad de establecimiento y la igualación de las reglas de juego en todo el territorio comunitario para todas las empresas que prestan servicios de inversión.

Como consecuencia de ello, dos principios aparecen como básicos de cara a la construcción del mercado único de valores: la autorización única y la distribución de competencias entre supervisores.

1. Autorización única

La autorización para actuar como empresa de servicios de inversión obtenida en el país de origen, otorga a dicha empresa el *pasaporte comunitario,* lo que supone la libertad de establecimiento mediante sucursal o la libre prestación de servicios sin necesidad de establecimiento permanente en todo el territorio de la Unión Europea. La consecuencia inmediata es la necesidad de que los requisitos de autorización se armonicen, de tal manera que se otorguen garantías al inversor y a los mercados sobre la capacidad, profesionalidad y solvencia de los intermediarios que adquieran dicho *pasaporte comunitario.*

Algunas de las reglas que regirán la autorización única ya han sido mencionadas en capítulos anteriores. Su transposición a la normativa española modificará el sistema actual de incompatibilidades, el ámbito de actividades e instrumentos sobre los que las Sociedades y Agencias de Valores estarán autorizadas a operar, y el régimen de transmisión de participaciones significativas, pudiendo éstas ser no autorizadas por falta de idoneidad de los adquirentes.

No obstante, a pesar de que el régimen de autorización sea idéntico en toda la Unión Europea, los capitales iniciales exigidos por la Directiva de Adecuación de Capital (19) representan un nivel mínimo que en el caso español será con toda probabilidad ampliamente superado. No ocurrirá así, sin embargo, en el resto de países comunitarios, lo que significará que intermediarios muy heterogéneos con capitales muy distintos podrán operar en nuestro mercado nacional.

Por otra parte, la Directiva de Servicios de Inver-

sión admite la posibilidad de que las personas físicas sean autorizadas a operar como empresa de servicios de inversión siempre y cuando pueda garantizarse el cumplimiento de determinadas condiciones (20). Aunque esta posibilidad no sea reconocida por la legislación española, podría ocurrir que un cierto número de personas físicas de países comunitarios ofrecieran sus servicios a los inversores nacionales en las mismas condiciones que el resto de las empresas de servicios de inversión operantes en España.

Esta es, quizá, la primera dificultad con que se va a encontrar el supervisor tras la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión; diversas categorías de empresas de servicios de inversión, con niveles muy dispares de capital y formas jurídicas diferentes, actuarán en el mercado nacional, quedando sometida esta actuación a la supervisión del Estado de acogida, en este caso España, según las reglas de distribución de competencias fijadas por la Directiva.

2. Competencias del Estado de acogida

Según dichas reglas, el país de acogida es responsable de la supervisión de las normas de conducta. Aunque no existe una Directiva que las armonice, todos los estados miembros están obligados a establecer un conjunto de normas de conducta que contemplen al menos las obligaciones referidas en el artículo 11 de la Directiva de Servicios de Inversión (21) (que recoge básicamente los principios de la Recomendación de la Comisión Europea de 25 de julio de 1977) y que en el caso español ya han sido impuestas por la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 629/92.

La competencia sobre la supervisión de estas normas de conducta no ofrece aparentemente dudas. El citado artículo 11 dice: *la puesta en práctica y el control del cumplimiento de las normas de conducta seguirán siendo competencia del Estado donde se presta el servicio.* Pero ¿dónde se presta el servicio? La respuesta es clara cuando la prestación de servicios se realiza mediante establecimiento permanente, pero las dudas comienzan a surgir cuando la actuación en el ámbito comunitario se lleva a cabo mediante la libre prestación de servicios. Así, podría responderse que el servicio se presta donde reside el cliente, o donde reside el intermediario, o allí donde está ubicado el mercado donde se ejecuta la transacción. En este momento, cuando todos los países comunitarios están trabajando en la transposición de la Directiva, no existe aún un consenso sobre la interpretación de este principio. Los criterios que pretenden proporcionar una respuesta hacen referencia a quien toma la iniciativa, solicitando u ofreciendo el servicio. Según estas opiniones, la responsabilidad supervisora correspondería al país donde dicha iniciativa se tome, sea por el intermediario o por el cliente. Todavía más, algunos pretenden distinguir en función del tipo de publicidad realizada por el intermediario. Así, dependiendo de si ésta es de notoriedad o de oferta de un producto o servicio concreto, se puede llegar a una conclusión u otra, sobre si el intermediario ha tomado o no la iniciativa.

La cuestión no es banal. La Directiva de Servicios de Inversión establece que los registros de operaciones estarán a disposición del país de origen de la empresa de servicios de inversión, mientras que la supervisión de la actuación en los mercados y, en particular, del cumplimiento de las normas de conducta, corresponde al país donde se presta el servicio. Sin embargo, tal como se ha mencionado anteriormente, los registros de operaciones son un instrumento imprescindible para las tareas de supervisión, toda vez que permiten la reconstrucción de las transacciones para verificar el cumplimiento de las normas de conducta. En este marco de competencias, la clave de la supervisión residirá en un ágil y rápido intercambio de información entre los distintos organismos supervisores.

3. Competencias del Estado de origen

Si analizamos las responsabilidades de supervisión desde el país de origen llegaremos a conclusiones similares. La Directiva asigna a las autoridades del Estado de origen las responsabilidades sobre la autorización de la empresa de servicios de inversión, así como la supervisión del cumplimiento de las normas prudenciales y de solvencia financiera. Tanto en el momento de la autorización, en aquellos casos en que la empresa que solicita autorización sea filial o tenga algún tipo de relación de grupo con otra empresa autorizada en otro estado miembro, como en relación al cumplimiento de las normas prudenciales y de solvencia, la comunicación entre supervisores, la coordinación de sus actuaciones, y la colaboración en las labores de inspección y sanción aparecen de nuevo como elemento clave de la supervisión.

Antes de seguir adelante sobre la importancia del intercambio de información entre supervisores, quisiera hacer hincapié en dos capítulos de especial interés en relación con las competencias del país de origen, por su impacto sobre la supervisión prudencial. El primero de ellos se refiere a una de las normas prudenciales exigidas a las empresas de servicios de inversión por la Directiva: la separación de fondos de clientes (22). Aun cuando las normas de solvencia establecidas por la Directiva de Servicios de Inversión relativas al mantenimiento de unos recursos propios mínimos para el ejercicio de la actividad, la obligatoriedad de adhesión a un fondo de garantía de inversiones para obtener y mantener la autorización y el cumplimiento de las normas de conducta, constituyen una importante garantía para

el inversor, la Directiva ha llegado más allá. Entre las normas prudenciales cuyo cumplimiento debe exigir el supervisor de origen en todo momento a las empresas autorizadas por él, está la separación de los fondos de los clientes de los del propio intermediario, de tal forma que dichos fondos no puedan ser utilizados por cuenta propia por las empresas de servicios de inversión.

Esta medida es de especial importancia para el ejercicio de la supervisión. La separación de fondos de clientes y la prohibición de que las entidades que prestan servicios de inversión los inviertan por cuenta propia, supone una gran reducción de los riesgos que la clientela afronta cuando establece relaciones con un intermediario. Sin embargo éstos, cuando prestan servicios de inversión, necesitan hacerlo con agilidad y eficiencia y, probablemente, una prohibición tajante de que los clientes dispongan de cuentas de efectivo en las Sociedades y Agencias de Valores mermaría de forma importante la calidad del servicio prestado. Pero además, no se solucionaría el problema, ya que si se exigiera que la necesaria cuenta del cliente se abriera en otra entidad, se trasladaría a ésta el riesgo de crédito que se quería evitar al inversor que confía sus fondos a un intermediario.

La respuesta no es fácil. Alguna de las normas prudenciales que se han mencionado en capítulos anteriores (por ejemplo, el coeficiente de liquidez) tienen como objetivo la protección de los fondos de clientes que, con carácter instrumental y transitorio, utilizan las Sociedades y Agencias de Valores en el desarrollo de su actividad, por lo que en el futuro se planteará la conveniencia de su mantenimiento dependiendo de la respuesta legislativa que se dé en España a la citada norma prudencial de la Directiva de Servicios de Inversión. La solución óptima deberá llegar a un equilibrio entre la seguridad de los fondos del inversor, y la diligencia y eficiencia en la prestación de los servicios de intermediación, estableciendo los mecanismos necesarios para compatibilizar ambos objetivos.

La segunda cuestión que quisiera abordar en relación con las competencias del país de origen es la supervisión *in situ* de las entidades para efectuar las verificaciones necesarias para el correcto ejercicio de sus responsabilidades supervisoras. Esta tarea requiere un replanteamiento de los criterios de asignación de medios materiales y humanos seguidos por el supervisor. La inspección de sucursales situadas fuera del territorio nacional requiere una capacitación del personal adscrito a esta función distinta de la requerida hasta ahora. Asimismo, el supervisor debe profundizar sobre cuáles son las áreas prudenciales que puede delegar, tal como permite el artículo 24 de la Directiva (23), en el supervisor del país de acogida o en un auditor o experto independiente para que lo lleve a cabo en su nombre.

De forma recíproca, los supervisores de cada uno de los países comunitarios deben estar preparados para atender las solicitudes de otros supervisores para realizar la verificación del cumplimiento de las normas prudenciales por parte de la sucursal de una empresa de servicios de inversión autorizada en otro Estado miembro.

Estas posibilidades nos conducen una vez más a destacar la importancia de *la colaboración e intercambio de información entre supervisores* como uno de los aspectos sustantivos del nuevo régimen de supervisión dentro del mercado único de valores.

4. Intercambio de información

Sin embargo, a pesar de que la Directiva de Servicios de Inversión reconoce esta necesidad e impone la obligación de proporcionar y solicitar información a los estados miembros, las dificultades no son pocas. La información a intercambiar es de diversa índole. Son varios los artículos de la Directiva de Servicios de Inversión que hacen referencia a la obligación de un Estado miembro de obtener información previa de otro antes de adoptar una decisión (autorización de una filial de empresa de servicios de inversión autorizada de otro Estado miembro, toma de participaciones significativas, información sobre socios y directivos); o a la obligación de enviar información a otro Estado miembro (intención de abrir una sucursal o de realizar libre prestación de servicios en otro Estado miembro, comunicación de situaciones irregulares, sanciones, o medidas cautelares); o la obligación de enviar información a la Comisión Europea (autorizaciones o adquisiciones posteriores de empresas domiciliadas en terceros países a efectos de determinar si existe reciprocidad).

Igualmente, con independencia de este intercambio de información de carácter obligatorio, hay otra información cuya disponibilidad resulta indispensable como instrumento de comprobación de las obligaciones generales de disciplina del mercado de valores cuya supervisión recae en el Estado de acogida, aun cuando dicha información se encuentra en el país de origen de la empresa de servicios de inversión. Tal es el caso, ya citado anteriormente, de los registros de operaciones que proporcionan datos de suma utilidad en relación con el cumplimiento de las normas de conducta (conflictos de interés, prioridad de las órdenes de clientes, uso de información privilegiada...) u otras obligaciones generales (adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas, elusión de OPAS...). En los dos casos citados (tanto en los intercambios de información obligatorios como en aquellos otros dirigidos a facilitar instrumentos de supervisión), es imprescindible que se produzca una normalización que estructure y sistematice los formatos y mensajes necesarios para solicitar y proporcionar la infor-

mación y, en definitiva, permita sacar el mayor provecho posible de la nueva distribución de competencias.

En este sentido, se ha constituido un grupo de trabajo compuesto por todos los organismos supervisores comunitarios que está tratando de definir la forma en que el intercambio de información pueda optimizarse. Su objetivo es la codificación informática de todos los mensajes que puedan circular entre supervisores de la Unión Europea clasificándolos en cuatro grupos:

— Peticiones de información de un Estado a otro.

— Envío de información a otro Estado.

— Envío de información a la Comisión Europea.

— Otros de uso general.

Entre los objetivos perseguidos se encuentra la unificación de la terminología y definiciones empleadas al solicitar o enviar la información con el objetivo de conseguir una única interpretación de las exigencias de la Directiva. Asimismo, otro de los objetivos es la resolución de diversos problemas técnicos y legales en relación con la información requerida sobre partícipes indirectos en empresas de servicios de inversión, de especial relevancia a la hora de autorizar participaciones significativas y determinar obligaciones de consolidación. Finalmente, el tercer objetivo que considero sería de la mayor utilidad para el ejercicio de la supervisión, es el acceso a los sistemas informáticos del supervisor de otro país, a fin de recabar información sobre personas intervinientes en los mercados como inversores, de verificar tomas de control en sociedades cotizadas, y controlar el cumplimiento de las normas de los mercados.

Si los objetivos citados anteriormente fuesen alcanzados, se habría dado un gran paso hacia la consecución del objetivo de la protección del inversor en el marco de un mercado único europeo. No obstante, los supervisores deberán buscar alternativas. Estas pueden encontrarse en el análisis de la información procedente de los sistemas de compensación y liquidación, cuya utilización seguirá siendo necesaria con independencia de dónde y cómo se efectúe la contratación, y en el establecimiento de acuerdos bilaterales entre supervisores de países miembros, bien para la resolución de problemas concretos, o en la delegación permanente de determinadas áreas de supervisión.

VII. CONCLUSION

La transformación de los mercados de valores españoles como consecuencia de la Reforma requerida por la promulgación de la Ley del Mercado de Valores y desarrollos posteriores ha permitido configurar unas estructuras sólidas y eficientes capaces de competir con garantías en los mercados internacionales. Durante este proceso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como organismo supervisor, ha ido adecuando el ejercicio de la función supervisora que ha evolucionado desde las meras exigencias prudenciales de capital hacia preocupaciones de carácter más cualitativo dirigidas al reforzamiento del control interno de los intermediarios, y al cumplimiento de unos principios deontológicos en sus actuaciones en los mercados y relaciones con la clientela. El camino recorrido ha puesto de manifiesto, no obstante, determinados aspectos de la Ley del Mercado de Valores de difícil puesta en práctica, cuya modificación resulta muy conveniente.

Simultáneamente al proceso de Reforma de los mercados españoles, la Unión Europea ha seguido avanzando en la configuración de una *industria de los valores* de ámbito europeo, cuyo último paso ha sido la aprobación de la Directiva de Servicios de Inversión que entrará en vigor el 1 de enero de 1996. Podría decirse que, en un contexto en el que coexistían diferentes estructuras de mercado y preocupaciones en materias de supervisión, el acuerdo para la aprobación de la Directiva fue el mejor que podría haberse alcanzado como resultado de numerosas exigencias y cesiones de los países miembros.

Sin embargo, el proceso armonizador no ha concluido. Temas importantes como, por ejemplo, la creación de un fondo de garantía de inversiones o la elaboración de unas normas de conducta de general aplicación en la Unión Europea, quedan todavía pendientes.

La Directiva requerirá de los Estados miembros de la Unión Europea un nuevo y único marco normativo que pondrá fin a ciertas prácticas proteccionistas, abriendo la posibilidad de operar libremente en nuevos mercados a las empresas que prestan servicios de inversión. En consecuencia, la adaptación de la legislación española a la Directiva, introducirá novedades en la estructura y organización de nuestros mercados, al tiempo que dará la oportunidad al legislador de resolver algunos de los problemas prácticos que se han ido poniendo de manifiesto a lo largo de estos años, tal como se ha mencionado anteriormente.

Aun cuando, tal como se ha pretendido exponer a lo largo de estas líneas, la Directiva de Servicios de Inversión constituye un importante paso adelante en la construcción del mercado único europeo, su impacto en la práctica no debe ser exagerado. En muchos casos la posibilidad de disfrutar del *pasaporte comunitario* mediante la libre prestación de servicios, tendrá poco efecto. La actividad de servicios de inversión es desarrollada en varios de los países de la Unión Europea, por entidades de crédito que ya disfrutan del *pasaporte comunitario* en virtud de la Segunda Directiva Bancaria y, a pesar de ello, la presencia física a través de una filial, o

sucursal ha sido la opción elegida por razones comerciales, fiscales o simplemente por estrategia de negocio o de grupo. Estas mismas razones condicionarán también, posibles cambios en la canalización de órdenes de no residentes a los mercados españoles.

Cuando, no obstante lo anterior, las empresas de servicios de inversión trabajen en régimen de libre prestación de servicios desde su país de origen, los mecanismos de comunicación e intercambio de información entre supervisores serán el instrumento más importante para proporcionar las garantías suficientes a los inversores y mercados.

Los organismos de supervisión de todos los Estados miembros deben procurar agilizar los procedimientos de supervisión, coordinando sus actuaciones y evitando caer en la multiplicación legislativa que supondría para las empresas de servicios de inversión un aumento en sus costes operativos y una pérdida de eficiencia. En este sentido la colaboración entre Estados miembros en la culminación del proceso de armonización, constituye un reto que es imprescindible superar para mantener los niveles de eficiencia y protección adquiridos.

NOTAS

(1) Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(2) 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.

(3) Las excepciones a la exclusividad previstas en el artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores son las siguientes:

a) Las entidades oficiales de crédito, los bancos y cajas de ahorro, incluidas la CECA y la Caja Postal de Ahorros, pueden desarrollar las actividades *a)* a *f)* y *h)* a *m)* del artículo 71 (ver nota número 9).

b) Las cooperativas de crédito pueden desarrollar las actividades contempladas en las letras *a), b), c), e), i), k), l)* y *m)*.

c) Las SMMD pueden desarrollar las actividades contempladas en la letra *e),* así como las mencionadas en las letras *a), c), k)* y *m),* en cuanto éstas se relacionen con el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

d) Las Sociedades Gestoras de Cartera pueden desarrollar la actividad contemplada en la letra *j)*.

e) Los corredores de comercio colegiados pueden desarrollar la actividad *a)*.

(4) El punto 3 de la exposición de motivos de la Ley señala como competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: la de velar por la transparencia de los diversos mercados, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo las informaciones que sean de interés para éstos, la de controlar el desarrollo de los mercados primarios, la de admisión a negociación de valores en los mercados secundarios oficiales, así como su suspensión y exclusión; la de velar por el cumplimiento de las normas de conducta por cuantos intervienen en el mercado de valores, la de asesorar al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda en las materias relacionadas con los mercados de valores; y el control del cumplimiento de cuantas obligaciones y requisitos se exigen en la Ley, incluyendo el ejercicio de la potestad sancionadora. Estas mismas competencias se citan en el artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores.

(5) La solicitud de autorización para la creación de una Sociedad o de una Agencia de Valores debe presentarse por duplicado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y debe ir acompañada de los siguientes documentos:

a) Proyecto de estatutos.

b) Declaración de Actividades (relación de actividades de las contempladas en el artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores que la entidad pretende realizar, señalando el alcance, general o restringido con que pretenden hacerlo).

c) Memoria en la que figure la estructura de la organización, la relación de los medios personales y materiales de que vaya a disponer la entidad para el desarrollo de su actividad y el plan de negocios previsto.

d) Relación de socios que van a constituir la sociedad, con indicación de sus participaciones en el capital social. Tratándose de socios que tengan la consideración de personas jurídicas, se facilitarán también los datos económico-financieros más relevantes de sus dos últimos ejercicios, la identidad de quienes posean un capital superior al 5 por 100 y del grupo al que pertenezcan, y la composición de sus órganos de administración.

e) Relación de personas que hayan de integrar el primer Consejo de Administración y de quienes hayan de ejercer como directores generales o asimilados de la entidad, con información detallada sobre la trayectoria y actividad profesional de cada uno de ellos, así como sobre las participaciones que ostenten en otras entidades relacionadas con el mercado de valores.

f) Justificación de haber constituido en la Caja General de Depósitos o en el Banco de España, en metálico o en valores públicos, un depósito equivalente al 20 por 100 del capital social mínimo del tipo de entidad, Sociedad o Agencia de Valores, de que se trate.

(6) El artículo 68 de la Ley del Mercado de Valores estipula que podrá participar en el capital de las Sociedades y Agencias de Valores cualquier persona física o jurídica, con excepción de:

a) Otras Sociedades de Valores.

b) Las Agencias de Valores.

c) Las Instituciones de Inversión Colectiva, los Fondos de Pensiones, las Sociedades Gestoras de unos y otros, y las Sociedades Gestoras de Carteras.

Por otra parte, quien participe en una Sociedad o Agencia de Valores no podrá participar, directa o indirectamente en otra, salvo que existan declaraciones de actividades mutuamente excluyentes.

Además, se limita la participación en las Agencias de Valores y Bolsa a personas físicas.

(7) Se establece incompatibilidad entre la pertenencia al Consejo de una Sociedad o Agencia de Valores, con la pertenencia al Consejo, el desempeño de actividades remuneradas o la titularidad de determinados porcentajes de participación en las siguientes entidades:

a) Otras Sociedades y Agencias de Valores.

b) Sociedades de Inversión Colectiva, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, Entidades Gestoras de Fondos de Pensiones y Sociedades Gestoras de Carteras.

c) Entidades que tengan valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial.

(8) El Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores, regula el procedimiento de autorización e inscripción, el régimen de participaciones, administradores y actividades, liquidez y solvencia (derogado por el

RD 1343/92) y el régimen de actuación, de las Sociedades y Agencias de Valores.

(9) Las actividades que las Sociedades y Agencias de Valores pueden desarrollar con carácter exclusivo son las siguientes:

a) Recibir órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción o negociación de cualesquiera valores, nacionales o extranjeros, y ejecutarlas, si están autorizadas para ello, o transmitirlas para su ejecución a otras entidades habilitadas a este fin.

b) Gestionar, por cuenta del emisor, la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de inversión, y negociar por cuenta propia o ajena, su transmisión.

c) Mediar, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de emisiones de valores.

d) Asegurar la suscripción de emisiones de valores.

e) Ser titulares en la Central de anotaciones y actuar como Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta, de acuerdo con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

f) Negociar con el público, por cuenta propia o por cuenta de terceros, valores, nacionales o extranjeros, no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

g) Llevar el registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, en los casos previstos en el párrafo segundo del artículo 7 (valores no admitidos a negociación en un mercado secundario).

h) Actuar como entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

i) Otorgar créditos directamente relacionados con operaciones de compra o venta de valores.

j) Gestionar carteras de valores de terceros, en cuyo caso no podrán negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de la gestión.

k) Actuar, por cuenta de sus titulares, como depositarias de valores representados en forma de títulos, o como administradoras de valores representados en anotaciones en cuenta.

l) Actuar como depositarias de Instituciones de Inversión Colectiva.

m) Ostentar la condición de entidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones en moneda extranjera derivadas de las restantes actividades autorizadas en virtud de la Ley del Mercado de Valores.

Las Agencias de Valores pueden desarrollar las actividades antes mencionadas, a excepción de las citadas en las letras *d)* e *i)*. Además no podrán ser Titulares de Cuenta en la Central de Anotaciones y no podrán actuar por cuenta propia.

(10) La Directiva de Servicios de Inversión establece como servicios de inversión los siguientes:

a) Recepción y transmisión de órdenes por cuenta de los inversores en relación con uno o varios instrumentos que se señalan después.

b) Ejecución de las órdenes por cuenta de terceros.

c) Negociación por cuenta propia de cualquier instrumento.

d) Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores, siempre que dichas carteras incluyan uno o varios instrumentos.

e) Aseguramiento en relación con las emisiones de todos o de parte de los instrumentos y/o colocación de tales emisiones.

Los instrumentos a los que se refieren los apartados anteriores son los siguientes:

a) Valores negociables.

b) Participaciones de un organismo de inversión colectiva.

c) Instrumentos del mercado monetario.

d) Los contratos financieros a plazo (futuros), incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo.

e) Los contratos a plazo sobre tipos de interés (FRA).

f) Los contratos de permuta *(swaps)* sobre tipos de interés, sobre divisas o los contratos de intercambios ligados a acciones o a un índice sobre acciones *(equity swaps)*.

g) Opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos que se contemplan en la presente sección del anexo, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo. Concretamente, se incluyen en esta categoría las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés.

Adicionalmente, se consideran como servicios auxiliares a los de inversión los siguientes:

a) Custodia y administración de uno o varios de los instrumentos señalados anteriormente.

b) Alquiler de cajas de seguridad.

c) Concesión de créditos o de préstamos a inversores para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos anteriores, operación en la que debe intervenir la empresa que concede el crédito o el préstamo.

d) Asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas.

e) Servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento.

f) Asesoramiento sobre inversión acerca de uno o varios instrumentos de los señalados anteriormente.

g) Servicio de cambio, cuando dicho servicio esté relacionado con la prestación de servicios de inversión.

(11) Los representantes son personas físicas o jurídicas ajenas a las Sociedades y Agencias de Valores, que actúan por cuenta de éstas dentro de su ámbito de actuación y además deben hacerlo en exclusiva, es decir, para una única entidad representada. Esta figura permite a las entidades extender su red comercial a un menor coste fijo que el que supone la apertura de sucursales.

(12) La Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria establece que la idoneidad se apreciará en función de:

— La horabilidad comercial y profesional de los accionistas.

— Los medios patrimoniales con que cuenten dichos accionistas.

— La falta de transparencia en la estructura del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la entidad, o la existencia de graves dificultades para inspeccionar u obtener la información necesaria sobre el desarrollo de sus actividades.

— La posibilidad de que la entidad quede expuesta de forma inapropiada al riesgo de las actividades no financieras de sus promotores; o cuando, tratándose de actividades financieras, la estabilidad o el control de la entidad puedan quedar afectadas por el alto riesgo de aquellas.

Estos mismos criterios quedarán incorporados a la Ley del Mercado de Valores en la adaptación de la legislación española a la Directiva de Servicios de Inversión.

(13) La adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de Servicios de Inversión reproducirá lo previsto en la Ley 3/1993 antes mencionada. A saber:

Se entenderá por participación significativa aquella que alcance de forma directa o indirecta al menos el 5 por 100 del capital o de los derechos de votos o aquella que sin llegar a dicho porcentaje permita ejercer una influencia notable en la entidad.

Toda entidad que pretenda adquirir una participación significativa deberá informar de ello al organismo supervisor indicando la cuantía de la participación, los términos y condiciones de la adquisición, y el plazo máximo en que se pretende realizar la operación.

También deberá informar previamente quien pretenda incrementar directa o indirectamente su participación significativa de tal forma que alcance o sobrepase alguno de los siguientes porcentajes: 10 por 100, 15 por 100, 20 por 100, 25 por 100, 33 por 100, 40 por 100, 50 por 100, 66 por 100 ó 75 por 100.

El organismo supervisor dispondrá de un plazo máximo de tres meses para oponerse a la adquisición pretendida. La oposición podrá fundarse en no considerar idóneo al adquirente.

(14) El coeficiente de liquidez persigue como objetivo asegurar la liquidez de las Sociedades y Agencias de Valores para lo que se les exige mantener en todo momento un volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez que represente el 10 por 100 de sus pasivos exigibles con plazo residual a un año y el 100 por 100 de los saldos transitorios de la clientela.

(15) Los Agentes de Cambio y Bolsa debían mantener un porcentaje decreciente del capital de las Sociedades y Agencias de Valores miembros de Bolsa hasta el 1 de enero de 1992 según el siguiente calendario: 70 por 100 en 1989, 60 por 100 en 1990, 50 por 100 en 1991.

(16) La Ley 13/1992 incorpora al Derecho español la Directiva de Fondos Propios (89/299), algunas disposiciones de solvencia de la Segunda Directiva Bancaria (89/646), así como la Directiva de supervisión en base consolidada (92/30), la Directiva sobre la supervisión y control de los grandes riesgos, y la Directiva sobre coeficiente de solvencia (89/647), todas de ámbito bancario, aunque se incorporaron también con clara intención homogeneizadora, las novedades de la Directiva de Adecuación de Capital, anticipando su obligatoria transposición para 1996.

(17) La Ley fue desarrollada por el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre; posteriormente, la Orden de 29 de diciembre de 1992 y las Circulares 6/1992 y 1/1993 conformaron el marco jurídico de regulación de la consolidación y exigencias de recursos propios para los grupos y subgrupos de Sociedades y Agencias de Valores, que es de aplicación desde el 1 de enero de 1993.

(18) El registro de operaciones regulado por el Real Decreto 629/1993, de 6 de mayo, consiste en unos ficheros informáticos que contienen información sobre la orden recibida por la entidad y las actuaciones posteriores de ésta sobre dichas órdenes, tanto si se han transmitido a otra para su ejecución, como si son ejecutadas por la propia entidad. De especial importancia es la relación biunívoca que debe haber entre cada orden incluida en el registro de operaciones con su soporte físico almacenado en el denominado archivo de justificantes de órdenes.

(19) La Directiva de Adecuación de Capital establece los siguientes capitales iniciales mínimos:

	Ecus
— Empresas que operan por cuenta propia y ajena	730.000
— Empresas que mantengan fondos y/o valores de sus clientes y no operen por cuenta propia y no aseguren emisiones	125.000
— Empresas que no mantengan fondos o valores de sus clientes y no operen por cuenta propia	50.000

(20) Las personas físicas pueden ser empresas de inversión si:

a) Son objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a su estructura jurídica.

b) Su régimen jurídico garantiza a los intereses de terceros un nivel de protección equivalente al que ofrecen las personas jurídicas.

(21) Las normas de conducta de la Directiva obligan a las empresas de inversión a:

a) Operar, en el ejercicio de su actividad, leal y equitativamente, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.

b) Proceder con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.

c) Poseer y utilizar con eficacia los recursos y los procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad.

d) Informarse de la situación financiera de sus clientes, su experiencia inversora y sus objetivos en lo que se refiere a los servicios solicitados.

e) Transmitir de forma adecuada la información que proceda en el marco de las negociaciones con sus clientes.

f) Esforzarse por evitar los conflictos de interés y, cuando éstos no puedan evitarse, a velar porque sus clientes reciban un trato equitativo.

g) Ajustarse a todas las normativas aplicables al ejercicio de sus actividades de forma que se fomenten al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.

(22) En relación con la separación de fondos, el artículo 10 de la Directiva de Servicios de Inversión se refiere a las normas prudenciales exigibles a las empresas de inversión. Dicho artículo 10 señala que la empresa de inversión debe *tomar las medidas necesarias en lo que se refiere a los fondos pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos y, evitar, salvo en el caso de entidades de crédito, que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los fondos de los inversores.*

(23) El artículo 24 de la Directiva establece la posibilidad de que la verificación *in situ* de la información en poder de las sucursales, que corresponde, según la distribución de competencias al Estado miembro de origen, sea realizada por el Estado de acogida a solicitud de aquél. En este sentido, se obliga al Estado miembro de acogida a obrar en consecuencia, realizando él mismo la verificación, permitiendo que ésta sea realizada por las autoridades que la solicitaron, o autorizando a un auditor o a un experto independiente para que la lleve a cabo.

IMPLICACIONES DEL MERCADO UNICO DE VALORES SOBRE EL SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES

Raimundo Ortega Fernández
Agustín Márquez Dorsch

I. FUNCIONAMIENTO ACTUAL DEL SERVICIO

1. Referencias previas

La Ley del Mercado de Valores, en su artículo 54, atribuye al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores las funciones de llevanza del registro de anotación en cuenta de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y de gestión de la compensación y liquidación de las operaciones contratadas en dichos mercados.

Con la aprobación del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, se dio el impulso necesario para que el régimen de representación de los valores en anotación en cuenta pudiese ser llevado a cabo en la práctica. En el Real Decreto mencionado se aborda con detalle el sistema registral de los valores; las funciones principales del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores; el modo en que ha de producirse la transformación de los títulos; los preceptos básicos de la compensación y liquidación de las operaciones bursátiles; los principios de aseguramiento de la liquidación mediante el préstamo, la recompra y las fianzas; el régimen de adhesión al Servicio y las funciones que les corresponden a las entidades adheridas.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se constituyó el 14 de julio de 1992 por transformación de la Sociedad Promotora que le había precedido. Inició sus actividades el 14 de diciembre del mismo año con la transformación en anotaciones en cuenta —y, por tanto, la asunción de las competencias de compensación y liquidación— de diecisiete valores, tanto de renta fija como de renta variable, entre los de mayor volumen y capitalización bursátil. Posteriormente, el 22 de febrero de 1993 fueron transformados en anotaciones el resto de los valores que se encontraban incluidos a efectos de su liquidación en el sistema de fungibilidad, lo que supuso su consolidación como organismo encargado de la liquidación de las operaciones bursátiles.

Desde julio de 1993, en que se transformaron los valores de renta fija que amortizan por sorteo mediante la incorporación al sistema de un procedimiento de asignación de numeraciones a las referencias de registro que amparan los valores inscritos, todos los valores admitidos a negociación en Bolsa se encuentran representados mediante anotaciones en cuenta. Al término del primer trimestre del año 1994, el valor de mercado de los valores inscritos en el registro de anotación en cuenta del Servicio ascendía a 21,2 billones de pesetas.

También en el terreno de la compensación y liquidación, el nuevo sistema ha traído consigo determinados avances que se añaden a las ventajas de la anotación en cuenta. Así, el 20 de septiembre de 1993, gracias a la mejora progresiva experimentada desde el arranque en la tasa de incumplimientos, se redujo el plazo de liquidación de todos los valores bursátiles desde D + 7 a D + 5, equiparándose de esta manera la liquidación española al ritmo de liquidación más extendido en los mercados internacionales.

Es necesario recordar que tales plazos representan el plazo objetivo o mínimo de liquidación, sobre el que determinadas operaciones pueden retrasarse como resultado de no realizarse la entrega de los valores por parte de la entidad vendedora, a la que se le confiere un plazo de prórroga previo a la recompra que también ha sido reducido desde 15 días naturales a ocho hábiles. Así, en el mes de diciembre del año 1992, cuando el Servicio inició sus actividades, el plazo de liquidación real experimentado fue de 7,83 días, mientras que el promedio observado en el primer semestre del año 1994, tras la reducción del plazo de liquidación y a pesar de los altos volúmenes de liquidación experimentados, fue de 5,22 días. Por tanto, y tomando en consideración exclusivamente los retrasos respecto del plazo objetivo, la eficiencia ganada es de un 73 por 100, que resulta especialmente significativa cuando dicha ganancia se produce simultáneamente con un aumento en la exigencia de los plazos.

El promedio de liquidación diario de operaciones negociadas en Bolsa que se liquidó en el Servicio durante el primer trimestre de 1994 fue de 47.000 millones de pesetas, habiéndose elevado a casi

55.000 millones de pesetas durante el mes de febrero, dando con ello el sistema suficientes muestras de su capacidad de procesar altos volúmenes.

El 20 de diciembre del mismo año se extendió la aplicación del principio de entrega contra pago, ya aplicado a la liquidación de las operaciones realizadas en Bolsa, a los traspasos de valores realizados entre las entidades adheridas, ofreciendo con ello a las operaciones de inversores no residentes una inestimable herramienta con la que reducir espectacularmente los riesgos operativos asociados a nuestro mercado. La introducción en el año 1994 del préstamo de valores centralizado, con el que el Servicio cubre los incumplimientos de las entregas en la liquidación de las ventas, constituye la incorporación al sistema de su última pieza esencial.

La representación universal de los valores bursátiles mediante anotaciones en cuenta, la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores como organismo encargado de la compensación y liquidación, y la implantación progresiva de las mejoras del sistema aludidas, han permitido dotar de gran homogeneidad, agilidad, seguridad y eficiencia al procedimiento que supone el último eslabón dentro de la negociación efectuada en la Bolsa, dotándose a nuestros mercados de una mayor competitividad y culminando el proceso de reforma iniciado en los mercados de valores españoles con la promulgación de la Ley 24/1988, de 28 de julio.

2. Régimen de adhesión de entidades

El capital social del Servicio está participado en un 40 por 100 por las Sociedades Rectoras de las Bolsas y en un 60 por 100 por sus entidades adheridas. Las entidades adheridas que ostentan la condición de miembro de alguna Bolsa y que no forman parte de un grupo al que pertenezcan también entidades adheridas no miembros sólo participan en el capital del Servicio indirectamente a través de las correspondientes Sociedades Rectoras. En ningún caso puede participar directamente en el capital del Servicio más de una entidad adherida que forme parte de un mismo grupo económico. Las participaciones correspondientes a cada uno de los accionistas son revisadas anualmente en función de los respectivos volúmenes de liquidación, haciéndose efectiva de esta forma la incorporación de nuevas entidades y las salidas que procedan.

Conforme a lo establecido en el artículo 76 del Real Decreto 116/92, la condición de entidad adherida la ostentan, por una parte, las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa con carácter obligatorio y, por otra, de forma voluntaria, Bancos, Cajas de Ahorros, la Caja Postal, el Banco de España, la Caja General de Depósitos, entidades oficiales de crédito, Sociedades y Agencias de Valores que no sean miembro de ninguna Bolsa y las entidades extranjeras que desarrollen funciones similares a las del Servicio.

Para que las entidades puedan obtener la condición de adheridas deberán contar con los sistemas de control y medios técnicos adecuados para atender las funciones que les corresponden. Su mantenimiento queda condicionado a la toma de la correspondiente participación en el capital del Servicio con ocasión del proceso de revisión anual mencionado anteriormente, y al cumplimiento de las normas que apruebe el Servicio para adaptar y optimizar los procesos de liquidación.

Dos son los principios de organización que el Servicio ha puesto en práctica para condicionar la adhesión de las entidades. En primer lugar, la exigencia de contar con medios informáticos que permitan resolver todo intercambio de información con el Servicio mediante transmisiones electrónicas entre ordenadores, facilitando con ello la eliminación de documentos, listados y la presencia física de personal de entidades, así como promoviendo el nivel de automatismo que asegure la mayor eficiencia y seguridad en la liquidación. En segundo lugar, la flexibilidad de que las entidades de menor nivel de recursos puedan aprovecharse, mediante la subcontratación de servicios, de los recursos que otras puedan poner a su disposición.

Con el fin de poder soportar la obligada conexión de las entidades con el Servicio, que se deduce de la aplicación del primer principio referido, se ha constituido una red de comunicaciones que, soportada sobre el protocolo X25, conjuga la opción de acceso a través de la red pública Iberpac con la conexión a través de enlaces punto a punto vía nodos de conmutación puestos a disposición por las Sociedades Rectoras de las Bolsas. Las cuatro Sociedades Rectoras están conectadas entre sí y garantizan el acceso al Servicio de las entidades a ellas conectadas, tanto a través de líneas directas como de la propia red Iberpac que es utilizada como respaldo de las primeras. Cualquier entidad, por tanto, puede elegir entre acceder al Servicio directamente a través de la red pública o indirectamente a través de enlaces punto a punto que la unan con alguna de las Sociedades Rectoras.

Con el nivel de interconexión conseguido podemos llegar a calificar de deslocalizado al actual sistema de liquidación, resolviéndose de igual modo la liquidación de las operaciones contratadas con cualquiera de las cuatro Bolsas españolas, y quedando en igualdad de condiciones para liquidar cualquiera de las entidades adheridas al Servicio, con independencia de su ubicación geográfica.

Por otra parte, y con el fin de facilitar la adhesión de las entidades al Servicio, evitando establecer elevadas exigencias en materia de inversión en equipos o desarrollos informáticos que pudieran crear discriminación entre entidades, se ofrecen en los contratos de adhesión diferentes modalidades

de participación en el régimen de adhesión al Servicio.

Conforme a dichas opciones, una entidad puede autorizar a otra entidad adherida para que realice la llevanza de su registro de anotaciones por cuenta de aquélla. En tal caso, la entidad que autoriza a una tercera no se exime de sus responsabilidades frente al Servicio ni frente a terceros, constituyéndose a pesar de la mencionada autorización en entidad adherida del Servicio pero liberándose de los costes fijos que exige contar con los medios técnicos necesarios, a cambio de los correspondientes costes variables de subcontratación de un servicio.

También la liquidación de efectivos puede ser domiciliada sobre la cuenta de tesorería de otra entidad adherida, siendo dicha opción especialmente útil en aquellos casos en los que la entidad no dispone de cuenta de tesorería propia en el Banco de España, o cuando, en cualquier caso, la domiciliación en su entidad tesorera habitual le comporta otros beneficios o menores costes.

3. Naturaleza del registro

Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituyen como tales en virtud de su inscripción en el registro de anotación en cuenta. De conformidad con el artículo 12 del Real Decreto 116/92, la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tiene lugar por transferencia contable, produciendo la inscripción de la transmisión a favor del adquirente los mismos efectos que la tradición de los títulos y siendo dicha transmisión oponible a terceros desde el momento en que se hubiera practicado la inscripción.

Por todo ello, la inscripción en el registro cumple a la vez dos funciones: la de culminar, mediante la tradición, la transferencia de propiedad sobre el valor como resultado de la contratación; y la de legitimar como titular frente a terceros a quien figura inscrito en el registro.

La concepción legal del registro, por la que es legítimo propietario de los valores quien en él figure inscrito, en combinación con la falta de reconocimiento de la fiducia en nuestro ordenamiento legal, impide contemplar la existencia de titularidades interpuestas entre el titular final propietario de los valores y el registro, a diferencia de la práctica anglosajona de uso de *nominees,* tan extendida en los mercados internacionales de valores. De hecho, dicha condición de nuestro registro provoca un cierto distanciamiento entre el registro de anotación en cuenta y el tráfico real de los valores entre no residentes. Cada vez es mayor el porcentaje de las transmisiones sobre valores españoles que ocurren fuera de nuestros mercados y que resultan ignoradas a efectos registrales por no dar lugar a inscripción alguna en nuestro registro ni entenderse la titularidad inicial de los valores representativa de la de terceros.

4. Estructura del registro

El registro de anotación en cuenta de los valores bursátiles está estructurado en forma de un registro central, a cargo del Servicio, en el que se recogen los saldos de valores agregados por cada una de las entidades adheridas, y un registro de detalle, a cargo de estas últimas, en el que los valores quedan anotados a nombre de cada titular.

El registro central del Servicio mantiene por cada combinación de clase de valor y entidad adherida una serie de cuentas que recogen diferentes estados de anotación de los valores, cuya diferenciación resulta necesaria para el control de su grado de disponibilidad y el ejercicio de sus derechos, y que en conjunto representan la posición de la entidad en tal clase de valor. El Servicio debe velar porque dichas cuentas, en su conjunto, cubran íntegramente toda la emisión, dando seguridad de que el sistema se encuentra permanentemente cuadrado.

Junto con las cuentas de valores, el sistema lleva también un registro histórico de operaciones y movimientos sobre cuentas.

Las operaciones quedan siempre numeradas, comunicando el Servicio dicha numeración a sus entidades adheridas y debiendo éstas archivarlas con el fin de facilitar el intercambio posterior de información referido a dichas operaciones, así como la resolución de cualesquiera incidencias o reclamaciones. El número de operación tiene una estructura única de 15 dígitos, y en los casos de operaciones bursátiles es generado por las propias Sociedades Rectoras por ser en éstas donde se origina la operación.

Cuando, como resultado de una operación de compra, un cambio de titularidad de otro tipo o una inclusión, se aportan valores a un nuevo titular, el número de operación se constituye en lo que se denomina Referencia de Registro o RR. Dicha RR queda dada de alta en el registro, debiendo ser presentada por la entidad adherida cuando, con motivo de una operación de venta, cambio de titularidad o exclusión, se produzca la cancelación de los valores de su titularidad original. Con el mantenimiento de dichas RRs y su régimen de actualización, se pretende reforzar el sincronismo entre los registros central y de detalle, evitando, de esta forma, dar curso a la liquidación de ventas contra el saldo global de una entidad mientras ésta no consiga identificar su titular original y los valores objeto de la venta.

El diseño técnico del sistema, con el recurso a dichas referencias de registro, pretende ofrecer las necesarias garantías de que, no sólo se encuentra

cuadrada cada una de las emisiones inscritas en el registro mediante un control de las posiciones agregadas de las entidades, sino que el depósito de los valores en las entidades adheridas es de naturaleza regular, al evitarse, mediante el procedimiento llamado de justificación de ventas, la cancelación de valores en las cuentas de las entidades sin la previa identificación por ésta de la cuenta del cliente sobre la que deben simultáneamente darse de baja la misma cantidad de valores.

5. La liquidación y sus riesgos

La liquidación de las operaciones de compraventa negociadas en el mercado tiene lugar, en todos los casos, cinco días hábiles después de la fecha de contratación. El Servicio practica dicha liquidación a sus entidades adheridas mediante compensación multilateral de cargos y abonos a través de las cuentas de tesorería que éstas mantienen en el Banco de España.

De conformidad con lo establecido en los artículos 55 y 56 del Real Decreto 116/92, la liquidación se rige por los principios generales de compensación multilateral, universalidad, entrega contra pago, objetivación de la fecha de liquidación, aseguramiento de la entrega y neutralidad financiera.

El riesgo de incumplimiento por falta de entrega de valores en la fecha de liquidación convenida, es cubierto por el Servicio mediante recurso al préstamo de valores, tomando para ello valores prestados en D+5 por el volumen necesario para resolver las compras desatendidas por la falta de entrega de los valores vendidos. Las ventas pueden de esta manera quedar en situación de vencidas pendientes de liquidar hasta un máximo de ocho días hábiles adicionales, al término de los cuales, de persistir el incumplimiento de la entrega, el Servicio las resuelve mediante recompras de los valores en el mercado.

El incumplimiento de pago en las compras es resuelto en el momento por el Servicio mediante recurso a una línea de crédito abierta con esta finalidad con entidades de crédito de primera fila, con el fin de no impedir el abono de los efectivos a los vendedores. De continuar el impago, el Servicio puede resolver el perjuicio ocasionado mediante la venta de los valores impagados en el mercado, ya que al no haberse producido la liquidación de la compra tampoco se ha resuelto la inscripción definitiva de los valores en el registro a nombre del ordenante de la operación.

Conforme a los procedimientos de resolución de los incumplimientos descritos, el Servicio queda expuesto al riesgo de precios derivado de la recompra o venta de valores en el mercado. Es, precisamente, para cubrir dichos riesgos que se dispone de un mecanismo de fianzas cuyos importes se revisan trimestralmente por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, atendiendo a la información estadística de volúmenes liquidados por cada entidad. Dichas fianzas son colectivas, respondiendo la de cada entidad por sus propios incumplimientos y por los de las demás, en el caso de resultar insuficientes las fianzas de éstas.

II. IMPLICACIONES DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION

1. La custodia de valores

La Directiva de Servicios de Inversión (DSI) distingue en sus definiciones a los llamados *servicios de inversión,* recogidos en la sección A de su anexo, de los *servicios auxiliares* recogidos en la sección C. Sólo se consideran *empresas de inversión,* a los efectos de lo establecido en la DSI, aquellas *personas jurídicas cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar cualquier servicio de inversión de carácter profesional a terceros,* debiéndose entender, por tanto, que no tienen consideración de tales aquéllas que tan sólo ejerzan alguna de las actividades llamadas auxiliares.

Es, precisamente, entre los servicios auxiliares donde se incluye la custodia y administración de valores, reservándose la categoría de servicios principales de inversión a la recepción, transmisión y ejecución de órdenes, a la gestión de carteras de inversión y al aseguramiento y colocación de emisiones.

En el artículo 3.º de la DSI, se establece que la autorización a las empresas de inversión para realizar los servicios de inversión corresponde al llamado *Estado miembro de origen,* es decir, aquél en el que tenga su domicilio social o administración social la empresa. Conforme a lo que más adelante se establece en el artículo 14, con el que se abre el Título V relativo a las *libertades de establecimiento y de prestación de servicios,* dicha autorización otorgada por el Estado miembro de origen de la entidad faculta a ésta para prestar aquellos servicios de inversión para los que se le ha autorizado en todos los demás Estados miembros. Sin embargo, en el mismo artículo 3.º se afirma que *en ningún caso podrá concederse la autorización, en el sentido de la presente Directiva, para servicios que sólo figuren en la sección C del Anexo.*

De todo ello puede deducirse que la custodia de valores no es uno de los servicios principales sobre los que la DSI pretenda garantizar la libertad de establecimiento que se desprende de la autorización por el Estado de origen, o lo que coloquialmente se ha llamado «pasaporte europeo». Por el contrario, cuando una entidad esté autorizada por su Estado de origen a desempeñar la actividad de custodia de valores sin estar a la vez autorizada a

realizar ninguno de los llamados servicios de inversión y, por tanto, siendo dicha autorización distinta de la referida en la DSI, no tendrá el derecho a realizar la misma actividad en el resto de los países, de la misma forma que tampoco el resto de los estados quedarán obligados a aceptarle en su territorio.

Sin embargo, los servicios llamados auxiliares y, por tanto, la custodia de valores, sí pasan a formar parte de las actividades autorizadas por los Estados miembros de origen que deben necesariamente ser respetadas por el resto de los Estados, cuando dicha autorización hubiera sido ofrecida a una empresa de inversión junto con alguna de las actividades principales consideradas en la mencionada sección A del anexo de la DSI como servicios de inversión.

En resumen, aquellos Estados a los que la DSI se refiere como *de acogida* están obligados a permitir el desarrollo de la actividad de custodia de valores en su territorio a todas aquellas empresas que, siendo catalogadas como empresas de inversión, hubieran sido autorizadas por otro Estado, el de origen, a llevar a cabo dicha actividad junto con alguna otra de las consideradas principales; pero no están obligados a permitir la realización de la misma actividad a cualesquiera otras empresas que no hubieran sido autorizadas en origen a desempeñar ninguna de tales actividades principales, aun cuando sí lo hubieran sido para la actividad concreta de custodia.

2. Adhesión de nuevas entidades al Servicio

De la misma forma que todo Estado miembro de acogida está obligado a permitir la realización de los servicios de inversión en su territorio a toda empresa de inversión autorizada por su Estado de origen, también debe velar, conforme a lo establecido en el artículo 15 de la DSI, para que dichas empresas de inversión puedan tener acceso o hacerse miembros de sus mercados regulados, así como de los sistemas de compensación y liquidación. En el mismo artículo, sin embargo, se establece que dicho acceso estará supeditado al cumplimiento de las normas del mercado y a las normas y procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación, de tal manera que dicho acceso no resulta inmediato y tan sólo resulta imprescindible que en la aplicación de tales normas de acceso no pueda una entidad verse discriminada con respecto a las entidades locales.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores deberá, por todo ello, aceptar como entidades adheridas suyas a los siguientes colectivos de entidades:

— Los miembros de las Bolsas españolas, una vez hubieran cumplido para acceder a su calidad de miembros de mercado con determinadas condiciones objetivas, debiendo estar en igualdad de condiciones para ello las entidades de inversión autorizadas por otros Estados que las actuales sociedades y agencias de valores españolas.

— Otras empresas de inversión autorizadas por sus respectivos Estados de origen que no deseen constituirse en miembros de nuestro mercado pero sí de nuestro sistema de compensación y liquidación, quedando su adhesión condicionada al cumplimiento de las disposiciones establecidas en el Real Decreto 116/92 y normas emitidas por el propio Servicio.

— Los bancos, cajas de ahorros y otras entidades de crédito, entre las que igualmente deberán aceptarse, en igualdad de condiciones, a entidades de crédito que procedan de otros países comunitarios, en virtud en este caso de la Directiva de Coordinación Bancaria.

— Otros depositarios centrales de otros países de la Unión Europea que desempeñen funciones similares a las del Servicio, conforme a lo ya establecido en el Real Decreto 116/92, pero no porque así lo exija la DSI.

No resulta obligado ofrecer la adhesión al Servicio, ni aun cumpliendo con las normas generales de adhesión establecidas, a todas aquellas entidades que realicen actividades de custodia de valores en otros países miembros de la Comunidad, cuando el ejercicio de dicha actividad no fuera acompañado de la autorización a realizar alguna de las actividades denominadas *servicios de inversión.*

En el apartado 4.º del artículo 15 se establece que *cuando, para operar en un mercado regulado del Estado miembro de acogida, 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.* El acceso a la condición de miembro de nuestras Bolsas por alguna entidad de inversión extranjera autorizada a ejercer sus actividades por su Estado de origen, podría llegar a otorgarse sin necesidad de presencia física en nuestro territorio, debido a las ventajas que ofrece el sistema de interconexión bursátil español. Este potencial acceso a nuestro mercado de empresas de inversión sin residencia en nuestro país comporta para el Servicio el compromiso de facilitar igualmente la participación en los procesos de liquidación sin necesidad de presencia física. Afortunadamente, el Servicio está ya preparado para cumplir con esta exigencia, por cuanto que la absorción de la liquidación de las cuatro Bolsas españolas ya supuso la necesidad de resolver, mediante un elevado grado de interconexión informática con sus entidades adheridas, la posibilidad de liquidar las operaciones desde cualquier parte de nuestro país sin necesidad de presencia en la plaza donde residen las oficinas del Servicio.

Sin embargo, y a pesar de ser dicha adhesión *a*

distancia posible, es necesario mantener ciertas cautelas por las dificultades que tal régimen de adhesión puede acarrear en relación con la supervisión de sus actuaciones.

Por otra parte, la adhesión de empresas de inversión al Servicio, al amparo de lo establecido en la DSI, y de conformidad con lo establecido en la actual redacción del Real Decreto 116/92, exigiría la participación de éstas en el capital del Servicio.

3. Las transmisiones de valores

Uno de los apartados de mayor transcendencia en la DSI es el contenido en el artículo 14 del Título V relativo a las *Libertades de establecimiento y de prestación de servicios,* por el que se impone una flexibilización a la obligatoriedad de concentración de órdenes en mercados regulados, tradicional de los mercados latinos y en particular del nuestro. Conforme a lo establecido en el punto 3.º del mencionado artículo, un Estado miembro sólo podrá exigir que las operaciones se efectúen en un mercado regulado en los casos en los que el inversor sea residente, la operación se efectúe por la empresa de inversión a través de su presencia en el Estado miembro y, por supuesto, el instrumento cotice en el mercado regulado.

Esta flexibilización del nivel de concentración de órdenes que puede imponer un Estado miembro se ve ampliada en el punto 4.º siguiente del mismo artículo al establecer que el Estado *deberá otorgar a sus inversores residentes el derecho a no observar la obligación* de efectuar las transacciones en el mercado regulado, si bien *podrá supeditar el ejercicio de dicho derecho a una autorización explícita* que, en cualquier caso, no podrá impedir *la rápida ejecución de las órdenes del inversor.*

En el texto de la DSI se justifican dichas medidas por las distintas necesidades de los inversores en materia de protección y, en particular, por *la capacidad de los inversores profesionales e institucionales de actuar,* se entiende que sin necesidad de tal protección, *lo mejor posible en favor de sus intereses.* La opción que, con todo ello, queda abierta a la libre negociación entre inversores, condicionada si acaso por la exigencia de autorización de la operación, se complementa en el artículo 20 con la obligación impuesta a las empresas de inversión de comunicar todas las operaciones realizadas sobre valores que coticen en mercados regulados, si bien dicha comunicación se refiere al Estado de origen de la empresa de inversión.

El análisis de las consecuencias que sobre el mercado español, y en particular sobre nuestro régimen de anotación en cuenta, comporta la DSI, como resultado de la reducción de las exigencias de concentración de órdenes, debe ser realizado con un cierto detenimiento.

Se impone una clara liberalización de la negociación de nuestros valores españoles entre inversores no residentes, e incluso entre residentes siempre y cuando se efectúe la operación fuera de nuestras fronteras, sin posibilidad de aplicar a tales supuestos la obligación de que la operación tenga que someterse a la autorización de nuestras autoridades. Tampoco, en tales casos, nuestras autoridades pueden exigir recibir directamente información de las operaciones, ya que dicha comunicación sólo debe obligatoriamente realizarse al Estado de origen de la empresa de inversión.

También la posibilidad de negociar operaciones entre residentes en nuestro territorio, cuando decidan ejercer su derecho a contratar al margen del mercado, afecta sensiblemente al régimen de funcionamiento de nuestro mercado, ya que ello abre una nueva forma de contratación *bilateral,* en el sentido de mutuo reconocimiento de las partes contratantes, en la que la libertad para fijar condiciones propias parece que deba imperar sobre las normas del mercado.

La diversificación de los posibles tipos de operaciones en función de su vía de contratación, impone la necesidad de flexibilizar los procedimientos de liquidación. Las operaciones pactadas entre inversores al margen del mercado ya no tienen por qué quedar sometidas al precio del mercado ni a un plazo preestablecido de liquidación, como son los cinco días aplicados a las operaciones contratadas en el mercado, ya que al proceder aquéllas de una negociación bilateral, su plazo puede quedar subordinado al acuerdo entre partes, al contrario que las operaciones de mercado en las que la negociación multilateral y ciega impone unas mismas condiciones para todos.

Puede ser igualmente revisable la solución en materia de aseguramiento que se preste a dichos tipos de operaciones, ya que la negociación directa de la operación entre las partes intervinientes justifica que las consecuencias del incumplimiento de una de las partes se trasladen sobre su contrapartida, en lugar de asegurar a ésta el buen fin de su operación mediante el recurso a las fianzas colectivas del conjunto de las entidades adheridas, más aún cuando el precio pactado entre los intervinientes pueda ser distinto al del mercado y, por tanto, el riesgo a asumir más indeterminado.

La posibilidad de contratar al margen del mercado restará universalidad a las tradicionales pólizas de los miembros del mercado, que se constituirán aún más en documentos acreditativos de las ejecuciones de mercado en lugar de documentos acreditativos de la titularidad de los valores, quedando a estos últimos efectos reforzado el papel de los certificados de legitimación del registro.

El futuro escenario en el que puedan contratarse operaciones por diferentes vías y con distintos plazos de liquidación ofrece a los inversores mayores

posibilidades de arbitrar entre la negociación por nuestro mercado, por otros mercados extranjeros e incluso por fuera de cualquier mercado, permitiendo realizar operaciones de venta en Bolsa de valores de los que aún no se disponen y que se pretenden adquirir con posterioridad en el plazo permitido por el período de liquidación, siendo muy discutible que tales ventas puedan seguir siendo catalogadas como descubiertos y objeto de penalización como lo son hoy. Al fin y al cabo, el vendedor sólo se obliga, como resultado de la contratación, a entregar los valores en la fecha prefijada de liquidación pero no antes, no pudiendo hoy en día, sin embargo, carecer de dichos valores en la contratación al ser el mercado el único punto posible de adquisición de ellos y ser el plazo de liquidación idéntico para todas las operaciones. Por otra parte, en el resto de los mercados no se exige disponer de los valores hasta la misma fecha de la liquidación, lo que impone sobre nuestro mercado la necesidad de mantener la misma práctica que en el resto cuando, como resultado de la DSI, los intermediarios españoles puedan libremente dirigir la contratación de sus operaciones al exterior. Como resultado, en cualquier caso, de la mayor flexibilidad de operatoria en nuestro mercado que todo ello puede traer consigo, se facilitará la liquidez del sistema en su conjunto.

La posibilidad de vender en el mercado valores que se adquieren con posterioridad fuera de éste, cumpliendo en cualquier caso con el plazo de liquidación, justificaría, a nuestro juicio, modificar la actual práctica de mercado establecida en el Reglamento de Bolsas de considerar transmitidos los derechos económicos en la fecha de contratación en lugar de la de liquidación, lo que a su vez se ha venido traduciendo en el consiguiente descuento de tales derechos de la cotización del valor en el mismo día del devengo, en lugar de cinco días antes. De continuar con la práctica actual, la venta de valores que aún no se disponen generaría en el devengo de la operación financiera un exceso o inflación de derechos económicos.

4. Las operaciones de no residentes

A primera vista, la situación que provoque la entrada en vigor de la DSI en lo que afecta a inversores no residentes no deberá ser muy distinta de la que por vía de la práctica ocurre ya hoy. Es una realidad incuestionable que un gran volumen de contratación sobre nuestros valores tiene lugar en la actualidad entre no residentes y al margen de nuestro mercado, y de hecho una parte importante de dicho volumen se efectúa incluso fuera de cualquier mercado regulado, siendo una práctica extendida que los intermediarios extranjeros se constituyan en contrapartida de las órdenes de sus clientes, al margen de las condiciones fijadas por los mencionados mercados, reservando éstos para contratar las operaciones por cuenta propia.

Por todo ello, difícilmente podríamos concluir que tal liberalización de los circuitos de negociación a disposición de no residentes fuera a tener un importante efecto sobre la situación actual de nuestros mercados, al menos en lo que se refiere a la posible reducción de nuestra cuota de participación sobre el total de volumen internacionalmente negociado sobre nuestros valores.

Hasta hoy, si bien la negociación externa ha venido aumentando considerablemente en los últimos años, superándose probablemente en algunos valores españoles las cifras de contratación nacionales, lo cierto es que, como resultado del principio legal de la obligación de concentración de órdenes, no se han reconocido tales operaciones como transferencias reales de la titularidad en nuestro sistema de anotación en cuenta, al menos en tanto no se hubieran formalizado posteriormente mediante aplicaciones de mercado. Incluso cuando la operación es replicada en nuestro mercado con el fin de provocar su inscripción oficial, la titularidad comunicada suele ser la de un intermediario, típicamente el depositario global.

Con frecuencia, el inversor no residente que compra los valores en el extranjero evita formalizar la operación en nuestro mercado con el fin de no pagar los correspondientes costes, retrasando la ejecución de la aplicación en Bolsa al momento de vender los valores en nuestro mercado, para que la titularidad recogida en la operación de venta y la del registro coincidan. Especial implicación tiene este fenómeno sobre los llamados valores nominativos, debido al control que sobre las titularidades de estos valores ejercen las propias emisoras. También se ve obligado el inversor a realizar aplicaciones de mercado cuando un movimiento de carteras de un inversor institucional entre distintos depositarios globales produce un traspaso entre cuentas de nuestro registro abiertas a nombre de diferentes titulares.

El reconocimiento de las operaciones realizadas en el extranjero, al que obliga la DSI, sugiere la necesidad de facilitar la inscripción de tales operaciones en el registro con el mínimo de inconvenientes o costes para su titular, con el fin de que éstas se constituyan en verdaderas transmisiones de propiedad, ya que, de lo contrario, el mantenimiento de trabas a su inscripción colisionaría con la intencionalidad liberalizadora de la Directiva. Se plantea, por ello, la cuestión de cómo deberá formalizarse la inscripción de la transferencia de titularidad que la operación provoca y, por tanto, si debe o no ser revisado el alcance de nuestro actual sistema de registro.

5. El depósito de valores de no residentes

Dos son los posibles procedimientos para realizar las inscripciones de las transmisiones que se efectúen fuera de nuestro país:

— Mediante la comunicación de cada operación a alguna de las entidades adheridas del Servicio para su formalización en nuestro registro, lo que equivaldría en la práctica a que los inversores finales tuvieran cuentas o subcuentas abiertas en alguna de nuestras entidades adheridas y, por tanto, a promover la adhesión de las entidades de depósito extranjeras que más intensamente intervengan en la custodia de valores españoles, sometiéndose para ello a nuestras normas y procedimientos entre los cuales está la comunicación de titularidades nominativas.

— Mediante el uso en nuestras entidades adheridas de cuentas a nombre de otras entidades depositarias de otros países miembros, a las que en los mercados anglosajones se refieren como *nominees,* relegando el reconocimiento de la titularidad final a estas últimas conforme a sus propias normas de depósito locales, o al menos haciendo innecesaria la comunicación de las operaciones cuando se efectúe en el seno de la misma entidad *nominee.*

La segunda opción es, con diferencia, la más práctica desde el punto de vista de los intereses del mercado, ya que reduciría las comunicaciones desde el Estado en el que ocurren las transacciones a aquél en el que se emitieron los valores, favoreciendo el depósito global de valores comunitarios en las entidades depositarias pertenecientes a cualquiera de los Estados, sin más que someterse éstas a las normas de su Estado de origen. Esta opción es la más consecuente con la intención de la DSI de favorecer el tráfico comunitario de los valores, pero plantea, sin embargo y entre otras posibles, la desventaja de dificultar a las autoridades el control de las participaciones significativas sobre las sociedades que cotizan en los mercados regulados, así como a nuestras emisoras de valores nominativos el conocimiento de sus accionistas reales.

No existirían los mismos inconvenientes en reconocer el papel de los custodios extranjeros como prolongación de nuestro propio registro de anotación en cuenta, en el sentido de legitimar por sí mismos a sus titulares depositantes, si la DSI hubiera completado las mencionadas disposiciones relativas a la libertad de negociación de los valores comunitarios con el mutuo reconocimiento entre Estados de la función de custodia ejercida por sus entidades depositarias en cada uno de sus respectivos países sobre cualquier instrumento comunitario, al amparo de la autorización de su Estado de origen y de conformidad con su normativa local. Dicho reconocimiento podría haber ido acompañado de ciertas mínimas obligaciones de comunicación y supervisión entre Estados, al menos en lo relativo al control de participaciones significativas en valores que coticen en mercados regulados.

Esta fórmula de coordinación de los depósitos de valores comunitarios, con ser la más próxima a la situación impuesta por la realidad, hubiera planteado especiales inconvenientes sobre los valores españoles a los que a menudo nos referimos como aquellos que habrían de ser nominativos por disposición legal, por la dificultad de comunicar las titularidades finales a la emisora. Difícilmente, a nuestro juicio, puede plantearse la obligatoriedad de que desde otras entidades de depósito extranjeras se comuniquen las titularidades de las operaciones que se realicen sobre dichos valores, pero más difícil aún resultaría seguir exigiendo la constitución del depósito necesariamente en entidades adheridas españolas con el fin de tomar conciencia del titular final. Probablemente, las consecuencias que en materia de liberalización de la contratación en los diferentes Estados comunitarios trae consigo la DSI, pero sobre todo la propia tendencia del mercado a globalizar dicha contratación, hagan cada vez menos significativa la distinción que actualmente se mantiene sobre los *valores que habrían de ser nominativos.*

Como quiera que es una inevitable realidad de mercado la existencia de determinados depositarios globales que seguirán subcontratando los servicios de subcustodia en cada país, y es impracticable la obligación de comunicar las transmisiones al país donde se encuentra inscrita la emisión, la discusión no es tanto entre cuál de las dos opciones anteriores debemos elegir, sino que, impuesta por la práctica del mercado la segunda de las opciones, si podemos convivir con el desconocimiento de los titulares de una parte cada vez mayor de nuestros valores, en especial en los casos nominativos, y cuál debe ser nuestra actitud frente a dicha tendencia.

Se suscita, por otra parte, la duda de si el reconocimiento legal de los depósitos de los valores emitidos por un Estado en las entidades de custodia de otros Estados, conforme a las normas locales que rijan dicha custodia, eliminando los perjuicios legales y económicos que se derivan de no exigir la inscripción de la operación directamente en nuestro registro, podría llegar a constituir en el caso español la eliminación de una cierta ventaja competitiva de nuestro mercado, facilitando con ello la contratación y depósito en el exterior de nuestros valores.

III. EL FUTURO DEL SERVICIO

1. Integración de la liquidación del mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF)

Uno de los proyectos aún pendientes en el Servicio de Compensación y Liquidación es la integración de los valores que cotizan en el mercado de la AIAF en el mismo sistema de anotación en cuenta y de compensación y liquidación que hoy se aplica a los valores bursátiles. Dicha integración debe, por una parte, respetar las diferencias propias de cada uno de los dos mercados, en la medida en que

dichas diferencias justifiquen opciones de liquidación especializadas y, por otra parte, aprovechar el mayor número de soluciones comunes, con el fin de facilitar las ventajas de economía de escala y racionalización de medios que brinda dicha integración. La compra de Espaclear realizada por el Servicio en el año 1993 tenía por objetivo facilitar, al menos, la coordinación de dicho proceso de integración y la gradualidad en el cumplimiento de tal objetivo.

Entre las soluciones que pueden ser compartidas por los dos mercados, para beneficio de ambos, están las siguientes:

— Similares condiciones de adhesión de entidades, permitiendo la autorización por una entidad a otra para la llevanza de su registro, así como la domiciliación de la liquidación en la cuenta de Tesorería de otra entidad.

— La infraestructura de comunicaciones informáticas entre los ordenadores de las entidades adheridas y el del Servicio, permitiendo con la red de comunicaciones ya implantada sustituir por transmisiones de datos el intercambio de boletas y listados utilizado hoy en día, aportando con ello una mayor fiabilidad a la información, menores costes como resultado de la automatización y una mayor rapidez de procesamiento.

— La misma estructura de cuentas aplicada tanto a valores como a efectivos.

— Un tratamiento similar de los riesgos, aspirando a la integración de los sistemas respectivos de fianzas con el fin de minimizar éstas.

— Un mismo sistema de codificación de las emisiones, entidades, operaciones, etcétera.

Determinadas diferencias propias de cada mercado, sin embargo, exigen mantener en el ámbito de la liquidación y de la función registral ciertos procedimientos diferenciados en las siguientes áreas:

— La declaración de las operaciones contratadas en cada uno de los dos mercados. El hecho de que en Bolsa las operaciones sean contratadas por Sociedades y Agencias de Valores, mientras que su liquidación sea llevada a cabo en mayor medida por Bancos y Cajas de Ahorros, justifica la existencia de un procedimiento especial de desglose de operaciones que, tras su confirmación o rechazo por la entidad correspondiente, culmina con la asignación de la operación a la entidad finalmente responsable de su liquidación. En el mercado de la AIAF, la liquidación de las operaciones corresponde necesariamente a la misma entidad que participa en su contratación, por lo que el procedimiento de aportación de operaciones es más directo que el del desglose y requiere tan sólo la confrontación de los datos declarados por cada una de las partes.

— La justificación de las ventas. La contratación, que en el mercado de la AIAF siempre se produce por cuenta propia, no requiere la justificación de ventas mediante presentación de referencias de registro, ya que los valores deben necesariamente localizarse en la cuenta propia del miembro del mercado.

— La liquidación de las operaciones. Al tener lugar la negociación en el mercado de la AIAF mediante comunicación directa entre entidades, a diferencia de la Bolsa en donde dicha negociación se efectúa centralizadamente en el sistema de interconexión bursátil, los incumplimientos en la liquidación de un miembro pueden ser trasladados al miembro de contrapartida, quedando con ello condicionada la liquidación de una operación al cumplimiento de la entrega y del pago por las dos entidades que en ella participan.

La integración de los dos sistemas de liquidación que actualmente distinguen a cada uno de los dos mercados representa, en cualquier caso, un importante desafío para el Servicio, pero al mismo tiempo la oportunidad de simplificar las actuales diferencias para beneficio de las entidades que intervienen en ambos mercados.

2. Control del riesgo

El control y la minimización del riesgo en el Servicio debe constituir un esfuerzo permanente en los tres posibles componentes de riesgo a los que cabe referirse: en la liquidación, evitando al máximo posible las consecuencias económicas derivadas de los incumplimientos; en la función registral, asegurando el cuadre de los valores emitidos con los acreditados a cada titular y la fiabilidad en las inscripciones; y en la operatoria, evitando los costes o trastornos que pudieran provocar las averías o negligencias en el tratamiento de la información.

La evaluación del riesgo de liquidación y su cobertura mediante garantías constituyen una de las más importantes preocupaciones en todo mercado. Hoy en día, las fianzas que cubren el riesgo de liquidación son calculadas trimestralmente en función de la estadística de cifras de liquidación de cada entidad adherida. En la evaluación de dicho riesgo se toman en consideración los valores absolutos de las compras y ventas pendientes de liquidar y se multiplican éstas por un coeficiente de posible variación de precios en el mercado. Cuando el riesgo de una entidad supera notablemente la fianza depositada conforme al cálculo realizado trimestralmente, el Servicio puede requerir a la entidad para que deposite una garantía complementaria.

El procedimiento de gestión de las fianzas en la liquidación bursátil es, hoy por hoy, forzosamente imperfecto como resultado de ser la contratación que cada miembro realiza en las Bolsas imprevisible e ilimitada, debiendo el Servicio dar buen fin a la liquidación, sin posibilidad de recurrir a la anulación de la operación en caso de incumplimiento. En tales

circunstancias, las garantías complementarias que pudieran solicitarse a una entidad se requieren una vez creada la situación de riesgo, siendo la fianza calculada estadísticamente la única forma de anticipación al mismo. Por ello, determinadas medidas tales como reducir el período estadístico de cálculo de la fianza trimestral para hacer éstas más ajustadas a la tendencia más reciente, o repercutir el riesgo de incumplimiento a la contrapartida de la operación en el caso de operaciones especiales convenidas fuera de mercado pueden mejorar la actual gestión de riesgos.

Por otra parte, el actual procedimiento de evaluación del riesgo da por resultado cifras muy elevadas, ya que no contempla la compensación de compras y ventas. Si tal compensación fuera tomada en consideración, de forma consecuente con la clara aspiración de toda cámara de compensación a *netear* los cargos y abonos, no solamente a efectos de reducir el número de apuntes sobre las cuentas, sino también de minimizar los riesgos del sistema, se reducirían espectacularmente las fianzas del mercado y, por tanto, los costes de financiación que de ellas se desprenden. Dicha práctica ofrecería la posibilidad de mejorar el actual sistema de materialización de fianzas, permitiendo utilizar procedimientos más flexibles y menos costosos.

Conviene insistir, por otra parte, en la posibilidad de disponer de los valores objeto de una compra desatendida, reduciendo de esta forma el riesgo de incumplimiento a la diferencia de precio con el mercado. Dicho régimen de actuación se fundamenta en que la transmisión de los valores al comprador no ocurre hasta la liquidación y está condicionada por ésta.

Ni de la disposición de los valores en caso de incumplimiento ni de la propuesta de compensación de cargos y abonos, debe entenderse que el Servicio deja desprotegidos a los inversores que acuden al mercado, ya que es misión del mercado proteger al inversor de los efectos de incumplimiento de su contrapartida, en especial cuando dicha contrapartida no ha sido convenida por él como resultado de ser un mercado centralizado, pero no necesariamente la de proteger al inversor de sus propios incumplimientos o los de su entidad comisionista, actitud que por el contrario primaría conductas irregulares o arriesgadas en determinados inversores para perjuicio del resto del mercado.

La opción de mantener en nuestro sistema amplias garantías con el fin de proteger ya no sólo al sistema en su conjunto de los posibles incumplimientos de una de las entidades liquidadoras, sino también a los clientes de las entidades de la posible quiebra de éstas, es no sólo inviable por el coste que llevar a cabo dicho aseguramiento supone, sino incluso radicalmente desviada de la práctica impuesta en otras cámaras de compensación internacionales. Esta situación implicaría, por otra parte, la prestación a inversores extranjeros en nuestro mercado de mayores garantías de las que otros mercados ofrecerían a nuestros inversores, rompiéndose el principio de reciprocidad con otros países comunitarios.

3. Interconexión de depositarios centrales

La conexión entre los sistemas de anotación y liquidación de los depositarios centrales de los diferentes países es una antigua aspiración de éstos con la que se pretenden los siguientes objetivos:

— Optimizar la coordinación entre mercados cuando valores emitidos en uno cotizan también en otros, delegándose en la central del segundo mercado la inscripción de sus operaciones locales y facilitando el movimiento de valores entre los dos registros cuando los valores se trasladan de un mercado a otro.

— Resolver a las entidades de cada país el acceso, mediante su única adhesión a un depositario central, a la liquidación de operaciones y al depósito de valores de otros mercados.

Los inconvenientes con los que se enfrentan dichos proyectos de interconexión son tres:

— Las funciones antes mencionadas están en gran medida resueltas mediante el uso de entidades depositarias que prestan similares servicios. Las necesidades de coordinación entre depositarios centrales motivadas por las emisiones que cotizan en diferentes mercados regulados, son hoy en día resueltas mediante las entidades a las que llamamos de enlace o, en el caso americano, por las depositarias de los ADR en los que se convierten las acciones españolas. El depósito internacional de valores está también resuelto mediante los depositarios globales que contratan en cada país los servicios de subcustodia en entidades locales.

— La liquidación de operaciones entre entidades de diferentes países tiende a realizarse en cámaras de compensación especializadas, tales como Euroclear y Cedel, más que de forma cruzada entre las dos cámaras de compensación locales de cada intermediario.

— La interconexión entre depositarios centrales requiere la normalización de los mensajes que deben ser cruzados entre ellos y la implantación de una red internacional de comunicaciones que soporte el correspondiente flujo de información. Mientras se han realizado numerosos intentos de definición de procedimientos que aún no han culminado con una solución única, se han conseguido acuerdos bilaterales entre los depositarios centrales más activos para resolver sus respectivas conexiones con soluciones particulares.

Parece evidente, hoy por hoy, que la comunidad de depositarios centrales conseguirá definir las nor-

mas precisas para resolver sus mutuas conexiones, así como contratar los servicios de una misma red de comunicaciones con el fin de reducir a un solo *interface* el conjunto de enlaces bilaterales. Lo que, a nuestro juicio, resulta más difícil de conseguir es que tal red de depositarios centrales pueda llegar a competir con los servicios de custodia global o con las cámaras de compensación internacionales, siendo más probable que el uso de la red mencionada se mantenga en cifras muy reducidas respecto del total de la liquidación internacional.

4. Valoración del mercado español: carencias

Los diversos analistas extranjeros que realizan comparaciones entre el grado de cumplimiento de los estándares de custodia y liquidación por los diferentes mercados, coinciden en identificar mejoras significativas en nuestro país durante el año 1993, si bien mantienen bajas calificaciones aún de nuestro nivel de servicio en general. Esta baja calificación en determinadas áreas de actividad relacionadas con la liquidación y custodia influye aún negativamente en la imagen de nuestro mercado, perjudicando con ello la predisposición de los inversores o intermediarios a dirigir a él sus operaciones o incluso a tomar posiciones en valores españoles, con independencia de cómo o dónde se realice su contratación.

En lo que se refiere al área concreta de custodia se mantiene como principal queja por los inversores no residentes la dificultad de conseguir la devolución de los impuestos retenidos. Dicha queja se hace cada vez más intensa a la luz de los progresos que en esta materia han realizado el resto de los mercados. En lo que se refiere a los costes de la custodia en entidades españolas, si bien se siguen escuchando quejas en la comparación con otros mercados, es de esperar que las sensibles reducciones de comisiones practicadas a los no residentes desde el año 1993, tiendan a corregir dicha negativa opinión sobre nuestro mercado.

Las principales acusaciones en materia de liquidación se refieren a las altas tasas de incumplimiento por falta de entrega en las ventas y los riesgos experimentados por los participantes extranjeros. En ambos aspectos, sin embargo, se ha avanzado mucho desde el inicio de las actividades del Servicio. Si bien en ciertos estudios de analistas extranjeros se ha imputado al mercado español una tasa de incumplimientos de ventas de un 20 por 100 a principios del año 1993, la media del primer trimestre de 1994 ha sido de un 9,5 por 100 y la del mes de marzo de 7,8 por 100, medidas estas últimas por el total de efectivos que quedan incumplidos y no por el número de operaciones de venta que fue de tan sólo 2,6 por 100 en el mismo mes de marzo. Los progresos son, por tanto, evidentes, aunque el elevado peso de la inversión extranjera en nuestro mercado, con sus dificultades de liquidación derivadas de las múltiples comunicaciones que exige entre los intervinientes en la operación, hace aún difícil aproximarnos a las cifras de otros mercados.

Es frecuente, sin embargo, atribuir la razón principal de dicha alta frecuencia de incumplimientos a la carencia de un sistema de préstamo de valores desarrollado en nuestro mercado, de forma similar a como existen en otros países. Ciertamente, la impulsión del préstamo de valores, amparada en la no sujeción o exención de los impuestos por incremento patrimonial, sería un factor adicional que mejoraría ampliamente la calidad de la liquidación y la aportación de valor al inversor.

En materia de riesgos de liquidación también se ha avanzado espectacularmente desde la perspectiva de la inversión extranjera, ya que la implantación de los traspasos de valores mediante entrega contra pago, en diciembre de 1993, ha permitido cumplir con la mayor de las preocupaciones hasta ahora expresadas por el segmento de mercado no residente.

Es necesario recordar, por último, que también los costes y riesgos derivados de nuestro sistema de registro, por el que la titularidad del depósito debe coincidir con la de las operaciones realizadas en nuestro mercado y todo cambio en dicha titularidad debe ser soportado mediante compraventas, son objeto hoy por hoy de preocupación adicional por las entidades extranjeras, ya que frecuentemente origina costes añadidos a la operación que a menudo anulan los márgenes esperados.

En conclusión, nuestro mercado puede avanzar aún mucho en relación con la inversión no residente mediante la agilización del procedimiento de devolución de impuestos, el desarrollo del préstamo de valores y la flexibilización del tratamiento de las titularidades en el registro.

5. Conclusión: desafíos y respuestas

No es de esperar, en nuestra opinión, que la entrada en vigor de la DSI el 31 de diciembre de 1995 traiga consigo una revolución de las prácticas del mercado, sino más bien un reconocimiento legal de unas tendencias de liberalización y globalización que ya se habían desarrollado en el pasado y demostrado como inevitables, y que con dicho reconocimiento pueden si acaso acelerarse.

En el análisis de los efectos que dichas tendencias comporten para nuestro mercado conviene, a nuestro juicio, distinguir entre tres objetivos que se refieren a distintos niveles de intereses de quienes componen la estructura del mercado español:

1. La promoción de los valores españoles frente a los valores de otros países como candidatos a formar parte de las carteras institucionales mundia-

les, dotando con ello de mayor liquidez internacional a nuestros valores y, por tanto, de mayores posibilidades de financiación a las empresas españolas en calidad de emisoras.

2. La consecución de la mayor cuota de participación de nuestros mercados regulados sobre las cifras internacionales de contratación que alcancen los valores españoles, frente a las alternativas de contratación a través de otros mercados o la de contratación al margen de los mercados que se vale de los servicios de difusión de información, sistemas de confirmación de órdenes y cámaras de compensación internacionales.

3. La defensa de la participación de nuestras entidades españolas, tanto en calidad de miembros de mercado como de entidades adheridas, sobre el volumen negociado y liquidado en nuestro mercado, frente a la posible entrada de nuevos competidores extranjeros, al amparo de la libertad de prestación de servicios promovida por la DSI.

No debe caber ninguna duda, en cualquier caso, de la interrelación existente entre estos tres objetivos, debido, entre otras, a las siguientes razones:

— El mayor nivel de rivalidad entre los participantes de un mercado, resultante de la entrada de nuevos competidores, hacen a éste más competitivo en precios y servicio frente a otras alternativas y, por tanto, tiende a dirigir hacia él una mayor cuota de negociación, a pesar de que reduzca los márgenes por operación de sus participantes.

— La valoración internacional de un mercado, en sus diferentes aspectos de liquidez, características de la custodia, costes de negociación, agilidad y riesgos de liquidación, etc., condiciona la valoración de los instrumentos emitidos y negociados en dicho mercado incluso para su negociación a nivel internacional.

En lo que se refiere a un previsible aumento del nivel de competencia interna entre participantes en la liquidación, no es de esperar a nuestro juicio el acceso masivo de nuevas entidades adheridas al Servicio como resultado de la libertad de establecimiento y prestación de servicios dispuesta por la DSI, por cuanto que la adquisición de dicha condición requiere necesariamente unas ciertas inversiones y formación de personal. Tampoco pueden los aspirantes potenciales esperar obtener beneficios significativos de su participación en la liquidación y depósito de valores en España, debido a las moderadas tarifas actuales que por ambos conceptos se aplican a la inversión extranjera. Es cierto, sin embargo, que la entrada en nuestras bolsas de determinados grandes *brokers* extranjeros, especialmente anglosajones, tendría un efecto beneficioso sobre la liquidez del mercado, ya que derivarían una mayor proporción de las órdenes de sus clientes sobre valores españoles a nuestro mercado respecto de otros a los que recurren hoy.

En el terreno de la liquidación y de la custodia de valores, los bancos extranjeros más activos en el negocio internacional ya se introdujeron en España en los últimos años, capturando una parte importante de cuota del segmento de mercado que, relacionado con ambas actividades, procede de inversores no residentes. Es una realidad por todos conocida que la liquidación de las operaciones de nuestro mercado procedentes de inversores no residentes es realizada en gran medida por los bancos especializados en el negocio llamado de *clearing,* de la misma forma que una importante parte de los depósitos de dichos inversores, aunque en menor medida que la liquidación, ha sido también absorbida por la banca extranjera. También, sin embargo, debe ser reconocida y elogiada la rapidez de respuesta con que algunos depositarios nacionales han reaccionado frente a la agresiva penetración de dichos bancos extranjeros en el terreno de la liquidación, tanto mediante reducción de tarifas como con mejoras en el nivel de servicio. El traspaso de grandes clientes entre unos y otros durante el año 1993 ha sido suficientemente representativo del nivel de competencia que se ha abierto en el mercado, resultando difícil aceptar que aún queden importantes entidades extranjeras esperando entrar en nuestro mercado o que aún puedan descender mucho más las tarifas que por liquidación y depósito se cobran a los grandes clientes no residentes.

Por otra parte, en lo que se refiere a la competencia entre mercados y no entre participantes, nuestro mercado y nuestro sistema de compensación y liquidación sí pueden resentirse en el futuro por la pérdida de operaciones de inversores no residentes en beneficio de otros mercados y cámaras de compensación internacionales. Más aún, no sólo debe ser objeto de preocupación la posible pérdida de la inversión extranjera que hoy tanto peso tiene en nuestro mercado, sino incluso la de nuestros propios inversores o intermediarios cuando, como resultado de la propia DSI, puedan preferir efectuar sus operaciones en el extranjero una vez que nuestras empresas de inversión puedan acceder libremente a otros mercados y se mantengan excesivas rigideces o costes en el nuestro. Debe quedar claro que la elección del mercado en el que realizar la contratación de las operaciones depende normalmente de los intermediarios a los que acude el cliente, y no de este último, por lo que debe procurarse hacer a nuestro mercado y sistema de compensación y liquidación atractivos especialmente a aquéllos.

En conclusión, la defensa de nuestra cuota de participación sobre la inversión tanto extranjera como nacional debe basarse en las tres siguientes líneas de actuación:

1. La resolución de las actuales deficiencias percibidas por los inversores no residentes en relación con nuestra gestión de los depósitos, en particular mediante la mejora en la tramitación de las devoluciones de impuestos y la eliminación de los inconvenientes derivados del reconocimiento y con-

trol de titularidades propio de nuestro sistema de registro, con el fin de ampliar el interés internacional por invertir en valores españoles.

2. La flexibilización de las normas y procedimientos que afectan a la compensación y liquidación, evitando rigideces en la autorización de las operaciones, plazos de liquidación, tratamiento fiscal del préstamo de valores, exigencia de garantías, etcétera, con el fin no sólo de ofrecer soluciones adaptables a las exigencias de los inversores e intermediarios, que podrán de otro modo desviar sus operaciones a otros mercados, sino de alinearlos con los procedimientos internacionales a los que están acostumbrados, y conforme a los cuales juzgan a los mercados.

3. Implantación de medidas de acercamiento de nuestro sistema de compensación y liquidación a los intermediarios no residentes con el fin de facilitar el recurso a nuestro mercado, tales como facilitar la adhesión a nuestro sistema sin necesidad de implantación física en nuestro territorio y al menor coste posible o establecer conexiones con otras cámaras de compensación. Si bien es cierto que la participación directa de intermediarios extranjeros en nuestro mercado puede restar actividad a los intermediarios españoles con los que hoy trabajan aquéllos, también debe valorarse que la puesta de mayores facilidades a disposición de los primeros favorecerá la cesión de una mayor cuota de su actividad internacional hacia nuestro mercado.

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 condiciones 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. Organo 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 porque 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, entendiendo 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», entendiendo 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 durante 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 comunique 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 compraventa 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 BIBLIOGRAFICAS

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.

EFECTOS DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION EN LOS MERCADOS ORGANIZADOS DE DERIVADOS

Juan Antonio Ketterer

I. INTRODUCCION: MERCADOS REGULADOS

El objeto del presente trabajo es examinar el impacto de la Directiva comunitaria de Servicios de Inversión (DSI) sobre los mercados de futuros y opciones y de derivados en general.

Es importante tener presente desde el principio que la DSI no intenta promover un mercado de capitales integrado de tipo paneuropeo, a diferencia de lo que se supone que intenta la legislación americana. El objeto central de la DSI es la eliminación de las restricciones de acceso a los mercados de los estados miembros actualmente existentes, que discriminan por razón de nacionalidad. De esta manera se incentiva una cierta homogeneización de los mercados, respetando la identidad propia de cada mercado doméstico.

Este es un planteamiento muy acertado. La diversidad y complejidad de los marcos legislativos de cada uno de los estados miembros de la Comunidad dificultaba extraordinariamente la efectiva libertad de movimiento del capital.

Como es bien sabido, la DSI entrará en vigor a partir del 1 de enero de 1996. A partir de ese momento la ley del mercado de valores y toda la legislación de rango inferior deberán adaptarse a lo establecido en la DSI. Por lo tanto, es importante anticipar las posibles implicaciones de dicha adaptación para la organización y el funcionamiento de los mercados de futuros y opciones en nuestro país.

Antes de empezar el análisis detallado, conviene poner de relieve la existencia de una condición importante en la aplicación de la DSI. Esta, en sus artículos primero y 16, crea una nueva figura que resulta crucial para determinar el alcance de la aplicación de la directiva a los distintos mercados e instituciones existentes en cada país miembro. Se trata de la figura denominada mercado regulado. Su definición precisa se encuentra en el artículo 1.13 de la DSI, que reproducimos a continuación:

> «mercado regulado: el mercado de instrumentos financieros contemplados en la sección B del Anexo,
>
> — incluido en la lista contemplada en el artículo 16 por el Estado miembro que sea el Estado miembro de origen a efectos de la letra *c)* del punto 6 del artículo 1;
>
> — de funcionamiento regular;
>
> — caracterizado por el hecho de que las disposiciones establecidas o aprobadas por las autoridades competentes definen las condiciones de funcionamiento del mercado y de accesos al mercado, así como, cuando sea de aplicación la Directiva 79/279/CEE, las condiciones de admisión a la negociación fijadas por dicha Directiva, y cuando ésta no es aplicable, las que debe cumplir un instrumento financiero para poder ser efectivamente negociado en el mercado;
>
> — que imponga el cumplimiento de todas las obligaciones de declaración y de transparencia establecidas con arreglo a los artículos 20 y 21.»

Una vez definido el concepto de mercado regulado, con el objeto de delimitar el alcance de su aplicabilidad, la DSI, en su artículo 16, establece:

> «A efectos del reconocimiento mutuo y de la aplicación de la presente Directiva, cada Estado miembro elaborará la lista de mercados regulados de acuerdo con su legislación respecto a los cuales sea Estado de origen y comunicará dicha lista, a efectos de información, a los demás Estados miembros y a la Comisión, así como las normas de organización y de funcionamiento de dichos mercados regulados. Se comunicará de la misma forma toda la modificación de la lista o de las normas anteriormente mencionadas. Al menos una vez al año, la Comisión publicará en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas* las listas de los mercados regulados y sus actualizaciones.
>
> Antes del 31 de diciembre de 1996, la Comisión hará un informe sobre los datos así recibidos y, en su caso, propondrá modificaciones de la definición de mercado regulado a efectos de la presente Directiva.»

De la lectura del artículo 16 se deduce sin ambigüedad posible que todos aquellos preceptos contenidos en la DSI serán de aplicación única y exclusivamente a aquellos mercados que tengan la condición de mercados regulados.

Como consecuencia, para que el funcionamiento y organización de los mercados españoles se vean

afectados por la DSI, estos deben acceder al estatus de mercados regulados.

Lo dicho sobre los mercados regulados y la aplicación de la DSI nos conduce a la conclusión de que las autoridades competentes de nuestro país deberán establecer los criterios que estimen convenientes para el otorgamiento de la condición de mercados regulados.

De hecho, la DSI va más allá, requiriendo que se designe claramente el organismo estatal encargado de la autorización y la supervisión de los mercados regulados. El artículo 22 de la DSI establece de manera unívoca la necesidad de designar el conjunto de autoridades responsables de la concesión de la autorización y de la supervisión de los mercados regulados:

> «1. Los Estados miembros designarán a las autoridades competentes que deban desempeñar las funciones previstas en la presente Directiva e informarán de ello a la Comisión, indicando si existe reparto de competencias.
>
> 2. Las autoridades a que se refiere el apartado 1 deberán ser o bien autoridades públicas o bien organismos reconocidos en el ordenamiento jurídico nacional o por las autoridades públicas que hayan sido expresamente facultadas para dicho fin por la legislación nacional.
>
> 3. Se dotará a dichas autoridades de las facultades necesarias para el desempeño de su misión.»

En el momento de escribir este artículo, aún no se conocen los requisitos que la autoridad de nuestro país establecerá para que un mercado sea reconocido como mercado regulado en el sentido del artículo 16 de la Directiva de Servicios de Inversión.

Antes de continuar debemos hacer una precisión. En principio, no cabe pensar en la posibilidad de que los mercados de derivados no lleven a cabo las modificaciones pertinentes para acceder a tal condición. Es decir, partimos de la premisa de que en el nuevo entorno competitivo, definido por la DSI, los mercados regulados gozarán de suficientes ventajas para justificar la adopción de esta condición.

Esta es una cuestión importante, ya que la DSI no se ocupa en absoluto de los llamados *cross-border proprietary trading systems*. Estos sistemas de negociación, totalmente ajenos a ningún tipo de regulación, pueden convertirse en amenazas competitivas para los mercados regulados. Por lo tanto, queda en las manos de nuestra autoridad establecer los criterios de tal modo que permitan que los mercados regulados en España sigan siendo competitivos en el nuevo marco europeo creado bajo el amparo de la Directiva de Servicios de Inversión.

Una vez precisados los extremos anteriores, pasamos a analizar de forma detallada las posibles implicaciones de la DSI en las funciones de negociación, compensación y liquidación de los mercados derivados.

II. EL SISTEMA DE NEGOCIACION

Por razones obvias de seguridad del mercado, el acceso al sistema de negociación debe estar limitado a aquellas entidades que tengan un cierto grado de fiabilidad y solvencia a priori. Unicamente deben poder acceder directamente al libro de órdenes del mercado aquellas entidades que sean miembros del mismo.

Los requisitos para el acceso a la condición de Miembro Negociador están recogidos en el artículo 4.2.1 del reglamento del mercado:

> «*a)* Ser Sociedad o Agencia de Valores, Banco, Caja de Ahorros o alguna de las otras clases de Entidades señaladas en las letras *a), b)* y *c)* del artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores, lo que se acreditará presentando la correspondiente certificación expedida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
>
> *b)* Celebrar un contrato con un Miembro Liquidador y presentar una copia de este contrato a MEFF. Un Miembro Negociador podrá celebrar contratos de este tipo con varios Miembros Liquidadores.
>
> *c)* Celebrar un contrato con MEFF, aceptando sus reglas de actuación y funcionamiento en los términos del presente Reglamento.»

Además, toda institución que solicite su acceso a la condición de miembro, deberá cumplimentar un trámite formal de aprobación por parte del Consejo de Administración de la Sociedad Rectora del mercado correspondiente. Cualquier otra persona física o jurídica que no sea miembro del mercado y que desee tomar una posición en los futuros y opciones negociados en el mismo, deberá hacerlo a través de un miembro del mercado, el cual actuará en calidad de intermediario.

El citado artículo del reglamento desarrolla el artículo 15 del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones. Este establece:

> «Sólo podrán adquirir la condición de miembro del mercado Sociedades o Agencias de Valores y las demás Entidades señaladas en las letras *a), b)* y *c)* del artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores. El Reglamento del Mercado fijará las condiciones a cumplir para adquirir la condición de miembro y, en particular, las que con carácter adicional se exijan a los miembros liquidadores en atención a los riesgos propios de su especial función.»

Por lo tanto, vemos que las condiciones de acceso al mercado no están, de hecho, determinadas por el reglamento del mismo, sino que vienen

impuestas por normativa administrativa de rango superior.

Las reglas específicas que regulan la negociación están orientadas a conseguir que el mercado sea equitativo, transparente, líquido, eficiente y seguro. Estas son las mínimas características que garantizan que los mercados domésticos tienen su oportunidad de competir con los mercados internacionales.

Estos principios generales que deben conformar la dinámica de la negociación de los futuros y las opciones en nuestro país están refrendadas por el reglamento del mercado en su artículo décimo, el cual establece:

> 10.1. La negociación entre Miembros de MEFF responderá a los principios de unidad de precio y publicidad de operaciones, y transcurrirá de acuerdo con lo previsto en la correspondiente Circular de Normas de Contratación.
>
> 10.2. En ningún caso deberán los Miembros o sus operadores:
>
> *a)* Provocar en beneficio propio o ajeno una evolución artificial de las cotizaciones.
>
> *b)* Multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el Cliente.
>
> *c)* Proceder a la apertura de posiciones en uno o varios contratos por cuenta propia cuando tengan Clientes que las hayan solicitado en idénticas o mejores condiciones.
>
> *d)* Anteponer el cierre de posiciones propias al de posiciones de sus Clientes, cuando éstos hayan ordenado cerrar la misma posición en idénticas o mejores condiciones.
>
> 10.3. La información relativa al Mercado, Ordenes recibidas y precios será difundida por los medios técnicos adecuados bajo las premisas de que el máximo posible de información se disponga en tiempo real y que la información esté accesible en igualdad de condiciones para todos los Miembros.

Con estas reglas de funcionamiento, el mercado es suficientemente transparente y líquido para atraer a una sólida y diversificada base de inversores domésticos y no residentes.

III. EL SISTEMA DE COMPENSACION Y LIQUIDACION

Una característica fundamental de la negociación de futuros es la existencia de una cámara de compensación. La principal función de la cámara consiste en interponerse entre las partes contratantes con el objeto de garantizar el buen fin de las operaciones cruzadas en el mercado.

Dicha garantía posibilita que el *ranking* crediticio de la contrapartida no sea un motivo de preocupación en el mercado de futuros y opciones, a diferencia de lo que ocurre en los mercados de tipo *over-the-counter* (OTC). De este modo, es posible ampliar la participación en el mercado de derivados a agentes que no tendrían acceso al mercado OTC, lo cual contribuye al aumento de la liquidez de los mercados organizados.

Con objeto de facilitar el funcionamiento del mercado, la cámara lleva a cabo las siguientes funciones:

a) Garantiza el cumplimiento de los contratos a vencimiento. La cámara actúa como contrapartida única de todas las partes contratantes. La cámara también garantiza la liquidación de los contratos, es decir, las entregas de los activos subyacentes o las liquidaciones por diferencias, según sea el caso.

b) Gestiona los pagos/cobros de cada uno de los miembros y de sus clientes, en base a su posición global neta. Tan sólo hay un *cash-flow* por miembro.

c) Calcula y suministra información contable a nivel de cuenta (propia y de clientes), basada en un método de *marking to market.*

d) Gestiona el riesgo de contrapartida.

e) Gestiona el cierre de posiciones en fallido.

En consecuencia, el principal riesgo al que se enfrenta la cámara se deriva de la posibilidad de que el titular de alguna posición no pueda hacer frente a sus pérdidas. Con objeto de protegerse del riesgo que asume al garantizar las operaciones, la cámara dispone de una serie de mecanismos. Los más importantes son: liquidación diaria de pérdidas y ganancias, depósitos en garantías por posiciones abiertas, sistema de garantías generales y, finalmente, restricciones al acceso a la compensación-liquidación.

Aun con el sistema de liquidaciones diarias, la cámara asume el riesgo de que un participante sufra una fuerte pérdida durante una sesión y no la pueda afrontar. En ese caso la cámara tendría que cubrir la pérdida utilizando sus recursos propios.

Para evitar ese riesgo —ya que la pérdida acumulada de un día puede llegar a ser cuantiosa, si el número de posiciones es grande y las fluctuaciones de precios son importantes— la cámara requiere que cada participante deposite una cantidad por posición abierta. Dicha cantidad ha de ser igual a la máxima pérdida que se puede incurrir por contrato abierto, por día de negociación.

Los depósitos de garantías por posiciones abiertas están calculados para soportar un cambio adverso de precios igual a equis veces su fluctuación máxima diaria estimada. Este procedimiento de cálculo de los depósitos por posiciones abiertas da amplio margen a la cámara para enajenar y cerrar las posiciones del participante que no pueda hacer

frente a su liquidación diaria. Por lo tanto, dado el sistema de depósitos de garantías y de liquidaciones diarias descrito, es altamente improbable que el incumplimiento de un Miembro pueda llegar a repercutir en el capital de la cámara, incluso en situaciones de extrema volatilidad.

Además, en situaciones excepcionales, la cámara tiene amplios poderes para aumentar discrecionalmente los depósitos de garantías exigidos.

Existe otro riesgo —que podemos denominar «riesgo intradía»—, el cual no está cubierto por los mecanismos descritos anteriormente. El riesgo intradía es el riesgo a que un miembro expone a la cámara cuando abre nuevas posiciones en una sesión de negociación. Nótese que la apertura de nuevas posiciones durante una sesión no está respaldada por los depósitos de garantías por posiciones abiertas, ya que dichos depósitos se hacen efectivos al final de la sesión de negociación.

Con el objeto de cubrirse contra el riesgo intradía, la cámara requiere que los miembros del mercado depositen unas «garantías generales» y limita el número de posiciones que un miembro puede abrir en una sesión. Este límite en la apertura diaria de posiciones es directamente proporcional a la cuantía de las garantías generales aportadas por el Miembro y a sus recursos propios (1).

De esta manera, el riesgo de la cámara queda cubierto por una sucesión de niveles de garantías: los depósitos por posiciones abiertas cubren el riesgo interdía y el resto, hasta los recursos propios del último titular de la posición, el riesgo intradía.

Los artículos vigésimo y vigésimoprimero del reglamento del mercado regulan el tipo de garantías y los activos aceptados, así como su régimen de constitución:

20.1. MEFF podrá exigir tres clases de Garantías a los Miembros y Clientes del Mercado:

20.1.1. Garantía inicial, consistente en una Garantía permanente exigible a los Miembros del Mercado, a criterio de MEFF, que tendrá un importe máximo de 200 millones de pesetas y en ningún caso se utilizará para discriminar entre sí a Miembros de la misma clase.

20.1.2. Garantía Diaria, consistente en la Garantía variable relativa a las posiciones tomadas en el Mercado, exigible a todos los Miembros y Clientes del Mercado con Contratos abiertos registrados en sus cuentas. MEFF calcula y exige la Garantía Diaria en la forma indicada en este Reglamento.

20.1.3. Garantía Extraordinaria, consistente en una Garantía adicional a la Garantía Diaria, exigible a los Miembros y Clientes por circunstancias excepcionales de Mercado o por tratarse de posiciones que MEFF estime de alto riesgo.

20.2. Las Garantías estarán bajo el control y, en su caso, la titularidad de MEFF que podrá exigir su traslado en todo momento.

Las Garantías constituidas a favor de MEFF garantizan frente a MEFF todas las cantidades que sean debidas a MEFF por el Cliente o el Mercado obligado a constituirlas, en relación a Transacciones realizadas en el Mercado.

20.3. Los activos aceptados como Garantía y su forma de materialización serán determinados mediante Circular y serán autorizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

20.4. MEFF no será el beneficiario final de los rendimientos que las Garantías constituidas puedan generar ni soportará costes asociados a las mismas.

20.5. Los Miembros Liquidadores Custodios sólo podrán disponer de las Garantías con autorización expresa de MEFF.

20.6. MEFF podrá compensar conforme a las reglas generales del Derecho las cantidades líquidas vencidas y exigibles que le adeuden los Clientes o los Miembros con las cantidades que adeude al Cliente o Miembro en cuestión por virtud de Primas, Liquidaciones Diarias de Pérdidas y Ganancias o Liquidaciones a Vencimiento, así como con las cantidades que haya recibido de los mismos por virtud de las Garantías que los mismos deben constituir conforme a lo dispuesto en el presente Reglamento.

Artículo 21 (régimen de determinación y método de constitución):

21.1. En el momento en que MEFF registra una Transacción, nace la obligación del Cliente y del Miembro intervinientes de suministrar a MEFF la Garantía de acuerdo con lo dispuesto en el presente Reglamento.

21.2. Los Miembros Liquidadores serán responsables de la constitución y mantenimiento con los ajustes procedentes de Depósitos de Garantía derivados de las Transacciones realizadas en el Mercado, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus clientes, así como los derivados de Transacciones realizadas en el Mercado por otros Miembros con los que así lo hayan acordado y comunicado a MEFF.

El Miembro Liquidador deberá, en todo caso, asegurarse de que el Cliente o el Miembro por el que responde efectúa el Depósito y, en caso de no ser así, notificarlo inmediatamente a MEFF.

21.3. El importe de las Garantías Diarias es fijado por MEFF de acuerdo con lo especificado en el presente Reglamento y las Condiciones Generales de cada Contrato. Dicho importe corresponde al neto de todos los contratos registrados en cada Cuenta y es exigible diariamente. En el caso de Cuenta Global, se incluyen en el cálculo conjunto todos los Contratos de todas las Cuentas agrupadas en la Cuenta Global.

21.4. MEFF pondrá a disposición de cada Miembro el detalle de importes de Garantías de las que sea responsable de acuerdo al presente Reglamento, al menos una hora antes del inicio de la sesión del día en que las Garantías deben ser suministradas.

21.5. Las Garantías deben suministrarse antes del inicio de la sesión del Día Hábil siguiente a la fecha en que nació la obligación de suministrarlas.

21.6. Los Miembros no podrán compensar entre sí las posiciones de los distintos Clientes o Miembros de los que respondan.

21.7. Para el cálculo del importe de la Garantía Diaria de una Cuenta o de un conjunto de Cuentas pertenecientes a un mismo titular, MEFF simulará el coste total de Cerrar todos los Contratos registrados para ese titular, realizando el análisis de la cartera.

De acuerdo al análisis de la cartera, el riesgo de una posición tendrá en cuenta conjuntamente todos los Contratos cuyo Activo Subyacente sea el mismo, de modo que, ante una única variación del precio del Activo Subyacente, los Contratos de la cartera variarán de precio de forma coherente. Por lo tanto, el riesgo de una cartera podrá ser menor que la suma del riesgo individualizado de cada serie de Contratos incluidos en la cartera.

Por otro lado, una vez obtenido el coste de cierre para cada Activo Subyacente, si para alguno de ellos la simulación resultase en un importe positivo de cierre, éste podrá compensar los importes negativos resultantes para otros Activos Subyacentes, siempre dentro de la misma cartera.

La simulación se realizará para una serie de precios del Activo Subyacente comprendidos en el intervalo de Valoración, los extremos del cual son el precio máximo y el mínimo hasta el cual se estime que pueda llegar el precio del Activo Subyacente, en un período de tiempo denominado Plazo de Reacción, a partir del momento del cálculo, teniendo en cuenta, además, posibles variaciones en la volatilidad implícita de los precios de Mercado.

21.8. El cálculo se basará en modelos de valoración reconocidos. El detalle de los modelos, los ajustes que a ellos se realicen, los valores de variación para el cálculo del Intervalo de Valoración, el Plazo de Reacción y todos los parámetros que se utilicen en el cálculo serán publicados por MEFF para cada Contrato mediante la correspondiente Circular. Las Condiciones Generales de cada Contrato especificarán los modelos y parámetros que deben concretarse en las Circulares.

21.9. Excepcionalmente, MEFF podrá calcular las Garantías Diarias de forma distinta a la descrita en este Reglamento cuando, a juicio de la propia MEFF, ello fuera necesario para la salvaguardia de MEFF o del Mercado. En estos casos:

a) MEFF pondrá inmediatamente en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores esta circunstancia, justificando adecuadamente las razones que motivaron la decisión de modificar el procedimiento de cálculo de las Garantías exigidas.

b) Los Clientes y Miembros estarán obligados a constituir las Garantías Diarias por el importe que MEFF determine.

En cuanto a la forma concreta de materialización de las mencionadas garantías, el artículo 20.3 del Reglamento de MEFF establece que:

«Los activos aceptados como Garantía y su forma de materialización serán determinados mediante Circular y serán autorizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.»

En consecuencia, según se establece en el reglamento, existe plena libertad de elección al respecto.

Actualmente, las garantías se constituyen tomando como activo financiero base la deuda pública y los mismos derivados anotados en MEFF. Se admiten tres modalidades: Pactos de Recompra al día, para las garantías diarias, bloqueos de deuda en la Central de Anotaciones del Banco de España, para las garantías iniciales, depósitos en efectivo pueden ser aceptados en circunstancias excepcionales.

A pesar de que el mecanismo de seguridad basado en las garantías generales es muy sólido, la cámara de compensación va más allá estableciendo una jerarquía entre sus miembros. Esta jerarquía divide a los intermediarios del mercado de futuros y opciones en dos grandes grupos: los Miembros Liquidadores y los Miembros No Liquidadores.

Todas las operaciones del mercado deben pasar por los Miembros Liquidadores, que son las únicas entidades facultadas para la liquidación y la compensación de los contratos negociados.

Por su parte, los Miembros No Liquidadores, en tanto que Miembros Negociadores, negocian directamente las órdenes, pero para liquidar sus transacciones están obligados a hacerlo a través de los Miembros Liquidadores del mercado.

Con el propósito de facilitar el proceso de liquidación-compensación, se establece una división adicional dentro del grupo de Miembros Liquidadores. Tal distinción se lleva a cabo, lógicamente, en función de los recursos propios del miembro. Así, los Miembros Liquidadores se clasifican en Miembros Liquidadores y Miembros Liquidadores Custodios.

El reglamento del mercado establece las siguientes condiciones que las entidades deben cumplir para poder adquirir la condición de miembro liquidador y la de miembro liquidador custodio:

Art. 4.3. Miembro liquidador

4.3.1. Requisitos para adquirir la condición:

a) Ser Sociedad o Agencia de Valores, Banco, Caja de Ahorros o alguna de las otras clases de Entidades señaladas en las letras *a), b)* y *c)* del artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores, lo que se acreditará presentando la correspondiente certificación expedida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Celebrar un contrato con MEFF, aceptando sus reglas de actuación y funcionamiento en los términos del presente Reglamento.

c) Celebrar un contrato con el Miembro Liquidador Custodio en el que realizará la constitución y ajuste de las Garantías Diarias y de la Extraordinaria, en su caso. Un Miembro Liquidador podrá celebrar contratos de este tipo con varios Miembros Liquidadores Custodios.

d) Constituir una Garantía Inicial a favor de MEFF con el fin de garantizar en todo momento el cumplimiento de sus obligaciones de constitución y mantenimiento de las garantías relativas a posiciones abiertas y de todo tipo de liquidaciones de efectivos en los plazos estipulados.

4.3.2. Funciones propias del Miembro Liquidador:

a) Negociar directamente en el Mercado, por cuenta propia o por cuenta de Clientes.

b) Responder frente a MEFF del cumplimiento de las obligaciones de constitución y mantenimiento con los ajustes procedentes de Garantías y de liquidaciones resultantes de Transacciones realizadas en el Mercado, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus Clientes.

c) Responder frente a MEFF del cumplimiento de las obligaciones de constitución y mantenimiento con los ajustes procedentes de Garantías y de liquidaciones resultantes de las Transacciones realizadas por otros Miembros con los que así lo haya acordado y comunicado a MEFF.

d) Realizar el pago o cobro a MEFF de todas aquellas liquidaciones en efectivo que no correspondan a compra-ventas del Activo Subyacente, siempre que tengan Cuenta de Tesorería en el Banco de España. Aquellos Miembros Liquidadores que no tengan Cuenta de Tesorería en el Banco de España, o que teniéndola, así lo deseen, deberán domiciliar las liquidaciones en efectivo en una entidad financiera que la tenga, sin que esta domiciliación suponga el traspaso de la responsabilidad.

e) Realizar la compra-venta del Activo Subyacente en las liquidaciones por entrega, siempre que tenga acceso directo al servicio de liquidación del Activo Subyacente. Aquellos Miembros Liquidadores que no tengan acceso directo al servicio de liquidación del Activo Subyacente, o que, teniéndolo, así lo deseen, deberán domiciliar estas operaciones en una entidad financiera que tenga acceso a dicho servicio, sin que esta domiciliación suponga el traspaso de la responsabilidad.

Art. 4.4. Miembro Liquidador Custodio

4.4.1. Requisitos para adquirir la condición:

a) Ser Sociedad o Agencia de Valores, Banco, Caja de Ahorros o alguna de las otras clases de Entidades señaladas en las letras *a), b)* y *c)* del artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores, lo que se acreditará presentando la correspondiente certificación expedida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Ser Entidad Gestora de Anotaciones de Deuda del Estado con capacidad plena para mantener cuentas de terceros. Las Condiciones Generales de cada Contrato de opción o futuro podrán modificar este requisito.

c) Celebrar un contrato con MEFF, aceptando sus reglas de actuación y funcionamiento en los términos del presente Reglamento.

d) Constituir una Garantía Inicial a favor del MEFF con el fin de garantizar en todo momento el cumplimiento de sus obligaciones de constitución y mantenimiento de las garantías relativas a posiciones abiertas y de todo tipo de liquidaciones de efectivos en los plazos estipulados, así como sus obligaciones de recepción y custodia de Garantías.

4.2.2. Funciones propias del Miembro Liquidador Custodio:

a) Negociar directamente en el Mercado, por cuenta propia o por cuenta de Clientes.

b) Responder frente a MEFF del cumplimiento de las obligaciones resultantes de Transacciones realizadas en el Mercado, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus Clientes.

c) Responder frente a MEFF del cumplimiento de las obligaciones resultantes de las Transacciones realizadas por otros Miembros con los que así lo haya acordado y comunicado a MEFF.

d) Realizar el pago o cobro a MEFF de todas aquellas liquidaciones en efectivo que no correspondan a compra-ventas del Activo Subyacente, siempre que tenga Cuenta de Tesorería en el Banco de España. Aquellos Miembros Liquidadores Custodios que no tengan Cuenta de Tesorería en el Banco de España, o que, teniéndola, así lo deseen, deberán domiciliar las liquidaciones en efectivo en una entidad financiera que la tenga, sin que esta domiciliación suponga el traspaso de la responsabilidad.

e) Realizar la compra-venta del Activo Subyacente en las liquidaciones por entrega, siempre que tenga acceso directo al servicio de liquidación del Activo Subyacente. Aquellos Miembros Liquidadores Custodios que no tengan acceso directo al servicio de liquidación del Activo Subyacente, o que, teniéndolo, así lo deseen, deberán domiciliar estas operaciones en una entidad financiera que tenga acceso a dicho servicio, sin que esta domiciliación suponga el traspaso de la responsabilidad.

f) Recibir, aceptar en nombre de MEFF y custodiar las Garantías a favor de MEFF correspondientes a las posiciones abiertas en el Mercado por sí mismo, por sus Clientes y por los Miembros con los que así lo haya acordado.

Según se desprende de la lectura de estos artículos del reglamento, los miembros liquidadores son responsables solidarios del cumplimiento de las obligaciones derivadas de las posiciones tomadas en el mercado por cuenta propia y por cuenta de sus clientes. Los miembros liquidadores se responsabilizan ante la cámara y ante sus clientes de que los depósitos sean actualizados, se efectúen los pagos y cobros de y hacia la cámara y de que las entregas tengan lugar según lo establecido.

IV. EL IMPACTO DE LA DIRECTIVA

El artículo más relevante de la DSI para nuestros efectos es el que establece el llamado «pasaporte único» en el establecimiento y prestación de servicios de inversión. Aquí es donde se concreta el impacto más importante en lo que se refiere a la

negociación, compensación y liquidación de futuros y opciones y de otros instrumentos derivados (2).

Como hemos dicho, el citado artículo 15 es, sin lugar a dudas, el más importante desde el punto de vista de los mercados de derivados. En dicho artículo, la DSI establece de manera inequívoca que las restricciones de acceso al sistema de compensación, liquidación y negociación, actualmente vigentes, deberán ser modificadas para permitir el acceso a los mismos a cualquier entidad financiera que sea miembro de un mercado comunitario. Es decir, la pertenencia a un mercado conlleva el derecho de ser miembro de cualquier otro mercado comunitario.

Tanto por lo que se refiere a la negociación, como por lo que hace a la compensación y liquidación, actualmente existe la importante restricción consistente en que el acceso está vetado a todas aquellas empresas de inversión que no tienen como mínimo una agencia de valores registrada en el territorio nacional (artículos 4.2 y 4.3 del Reglamento del Mercado). A partir de la implementación de la DSI, cualquier empresa de inversión que sea miembro de un mercado regulado en cualquier estado miembro tendrá automáticamente derecho a ser miembro de cualquier otro mercado regulado en la Comunidad.

Sin embargo, existe una excepción a esta regla general que es de especial importancia para los mercados de derivados. En su artículo 2.*j*, la DSI establece que:

> «La Directiva no se aplicará (entre otras) a las empresas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en negociar por cuenta propia en un mercado de instrumentos financieros a plazo o de opciones, o que operen por cuenta de otros miembros de dicho mercado o actúen como creadores de mercado frente a éstos, y que están avaladas por una cámara de compensación del mismo mercado. El cumplimiento de los contratos celebrados por dichas empresas estará garantizado por una cámara de compensación del mismo mercado».

En segundo lugar, la DSI, en su artículo 10, requiere que los Estados miembros velen de manera activa por la salvaguarda de los intereses de los inversores finales de sus mercados regulados. En particular, la DSI prescribe el establecimiento en la legislación financiera de algún tipo de segregación de depósitos de garantía entre los miembros de los mercados y sus clientes (3).

Es importante destacar a este respecto que, actualmente, ni el reglamento del mercado ni la legislación financiera imponen tal requerimiento a los miembros del mercado. De hecho, los depósitos en garantías están típicamente agregados en cuentas a nombre de los miembros.

Sin embargo, es probable que este requerimiento no imponga modificación alguna al reglamento del mercado. Dado lo general del precepto de la DSI, es muy posible que la segregación de activos y de fondos tenga lugar en la legislación financiera española a un nivel muy superior al del reglamento del mercado. En este caso no sería necesario modificar este último.

Todos los demás aspectos de la organización y el funcionamiento del mercado, según todos los indicios disponibles, son relativamente independientes de la aplicación de la DSI.

En primer lugar, parece poco probable que la DSI implique cambios sustanciales en las reglas específicas que rigen la negociación. En estos momentos la negociación en los mercados españoles transcurre según unos estándares internacionales por todos reconocidos. Por lo tanto, éstos no deberían verse afectados por la directiva.

En segundo lugar, tampoco se desprende de la lectura de la DSI que se vayan a establecer restricciones o cambios en las características de los contratos negociados en los mercados de derivados. Actualmente éstas obedecen a condiciones particulares de cada uno de los países, adoptando unos modelos de contratos bastante similares entre los mercados.

Finalmente, las formas concretas en que están estructurados los circuitos de compensación y liquidación no se verán sustancialmente alteradas por la implantación de la DSI. Los circuitos de compensación y liquidación que actualmente utilizan los mercados de derivados son el sistema de pagos del banco central para las liquidaciones diarias y los mercados subyacentes para las entregas.

La única cuestión que, a mi juicio, queda un tanto inconclusa viene dada por la posibilidad de que los nuevos miembros de los mercados de derivados tengan también acceso a los sistemas de pagos y de anotaciones en cuentas de títulos valores de los países de origen de los mercados regulados. En el caso español, nos referimos al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y a la Central de Anotaciones del Banco de España.

Sin embargo, aunque un nuevo miembro liquidador no tuviera acceso directo a los mencionados servicios, podría realizar las funciones de liquidación utilizando la figura de entidad domiciliaria, la cual está debidamente contemplada en el reglamento del mercado en los artículos 4.3.2.*d* y 4.3.2.*e*, antes mencionados. La domiciliación de las liquidaciones diarias, actualización de garantías y entregas de subyacente al vencimiento, no implica en absoluto el traspaso de la responsabilidad. La responsabilidad reside en el miembro liquidador y no en la entidad domiciliaria.

A modo de resumen, se podría decir que de la lectura de la DSI y de la probable aplicación que se llevará a cabo en nuestro país, parece razonable pensar que no se deben producir grandes cambios

en el funcionamiento de los mercados de futuros y opciones. El sistema y las reglas de negociación vigentes parecen muy coherentes con las demandas de la DSI. De la misma manera, el sistema de compensación y liquidación actual, en sus líneas maestras, no debería experimentar grandes cambios para adaptarse a la DSI.

Una última observación: La lectura de las consecuencias de la aplicación de DSI debe hacerse en conjunción con la lectura de la directiva sobre la adecuación de capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. En esta última se plantean cuestiones de vital importancia como todo lo referente a los capitales mínimos exigibles a las empresas de inversión.

NOTAS

(1) El método para calcular los límites a las aperturas diarias de posiciones de los miembros debería estar basado en una fórmula del siguiente tipo:

Máximo nuevas posiciones abiertas durante una sesión x fluctuación máxima diaria (en pesetas) x coeficiente = Garantías Generales aportadas.

Es función de la Cámara el decidir el valor numérico del «coeficiente».

(2) «Título V. Libertades de establecimiento y de prestación de servicios.

Artículo 15

1. Sin perjuicio del ejercicio de las libertades de establecimiento y de prestación de servicios contempladas en el artículo 14, los Estados miembros de acogida velarán 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 1*b)* y 2 de la sección A del Anexo puedan tener acceso o hacerse miembros, directa o indirectamente, de los mercados regulados de los Estados miembros de acogida, siempre que los servicios prestados sean similares y, asimismo, velarán por que puedan tener acceso o hacerse miembros de los sistemas de compensación y liquidación allí existentes para uso de los miembros de los mercados regulados.

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

2. La condición de miembro de mercado regulado o el acceso al mismo implica el cumplimiento de las exigencias de adecuación del capital por parte de las empresas de inversión y el control de dicho cumplimiento por parte del Estado miembro de origen, de conformidad con la Directiva 93/6/CEE.

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

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

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

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

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

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

(3) «Artículo 10:

El Estado miembro de origen establecerá las normas prudenciales que deberá observar, en todo momento, la empresa de inversión. Dichas normas impondrán en particular la obligación de que la empresa de inversión:

— cuente con una buena organización administrativa y contable, mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático, así como con procedimientos de control interno adecuados, incluido en particular un régimen de operaciones personales de los asalariados de la empresa;

— tome las medidas adecuadas en lo que se refiere a los valores pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos de propiedad, en particular en caso de insolvencia de la empresa, y evitar que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los valores de los inversores sin el consentimiento explícito de los mismos;

— tome las medidas adecuadas en lo que se refiere a los fondos pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos, y evitar, salvo en el caso de las entidades de crédito, que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los fondos de los inversores;

— tome las medidas necesarias para que el registro de las operaciones realizadas permita, como mínimo, que las autoridades del Estado miembro de origen puedan verificar el cumplimiento de las normas prudenciales de cuya aplicación son responsables; dichos registros deberán conservarse durante el tiempo que determinen las autoridades competentes;

— se estructure y organice a fin de reducir al máximo el riesgo de que los posibles conflictos de intereses que surjan entre la empresa y sus clientes, o entre los propios clientes, redunden en perjuicio de los intereses de éstos. No obstante, las modalidades de organización en caso de creación de una sucursal no podrán resultar incompatibles con las normas de conducta establecidas por el Estado miembro de acogida en materia de conflictos de intereses.»

EL IMPACTO DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION 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 satisface.

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 Secretario 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, acogiéndose a 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 que tendrán los intermediarios no residentes 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.

DESFISCALIZACION 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.

APENDICE

DIRECTIVA 93/22/CEE DEL CONSEJO DE 10 DE MAYO DE 1993 RELATIVA A LOS SERVICIOS DE INVERSION EN EL AMBITO DE LOS VALORES NEGOCIABLES

El Consejo de las Comunidades Europeas,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea y en particular el apartado 2 de su artículo 57,

Vista la propuesta de la Comisión (1),

En cooperación con el Parlamento Europeo (2),

Visto el dictamen del Comité Económico y Social (3),

Considerando que la presente Directiva constituye un instrumento esencial para la realización del mercado interior, conforme a lo dispuesto en el Acta Unica Europea y de acuerdo con el calendario fijado en el Libro Blanco de la Comisión, en lo que se refiere a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios, en el ámbito de las empresas de inversión;

Considerando que las empresas que prestan los servicios de inversión regulados en la presente Directiva deben contar con una autorización expedida por el Estado miembro de origen de la empresa de inversión, con el fin de garantizar la protección de los inversores y la estabilidad del sistema financiero;

Considerando que el enfoque adoptado está encaminado a lograr únicamente el grado esencial de armonización que sea necesario y suficiente para garantizar el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión prudencial, posibilitando así la concesión de una única autorización con validez en toda la Comunidad y la aplicación del principio de supervisión por el Estado miembro de origen; que, en virtud del reconocimiento mutuo, las empresas de inversión autorizadas en su Estado miembro de origen pueden realizar en toda la Comunidad todas o parte de las actividades contempladas en su autorización y reguladas en la presente Directiva, mediante el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios;

Considerando que los principios de reconocimiento mutuo y de supervisión por el Estado miembro de origen exigen que las autoridades competentes de cada uno de los Estados miembros no concedan autorización o la retiren cuando factores tales como el programa de actividad, la distribución geográfica o la actividad efectivamente realizada demuestren de forma inequívoca que la empresa de inversión ha optado por el sistema jurídico de un Estado miembro con el propósito de eludir las normas más estrictas vigentes en el Estado miembro en el que proyecta realizar o realiza la mayor parte de sus actividades; que, a efectos de la presente Directiva, toda empresa de inversión que sea persona jurídica deberá ser autorizada en el Estado miembro en que se encuentre su domicilio social; que toda empresa de inversión que no sea persona jurídica deberá ser autorizada en el Estado miembro en que se encuentre su administración central; que, por otra parte, los Estados miembros deben exigir que la administración central de las empresas de inversión esté siempre situada en el Estado miembro en el que la empresa ejerza realmente sus actividades y que sea su Estado miembro de origen;

Considerando que, para proteger a los inversores, es necesario garantizar el control interno de la empresa mediante una dirección bicéfala o, cuando ésta no esté exigida en la Directiva, mediante otros mecanismos que garanticen un resultado equivalente;

Considerando que, para garantizar la igualdad de las condiciones de competencia, es necesario que las empresas de inversión que no sean entidades de crédito gocen de la misma libertad para crear sucursales y prestar servicios a escala transfronteriza que la que se contempla en la segunda Directiva 89/646/CEE del Consejo, de 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (4);

Considerando que una empresa de inversión sólo podrá prevalerse de la presente Directiva para efectuar operaciones de cambio al contado o a plazo fijo cuando se trate de servicios de inversión vinculados a la prestación de servicios; que, por consiguiente, utilizar una sucursal únicamente para efectuar operaciones de cambio constituiría una desviación del mecanismo de la Directiva;

Considerando que toda empresa de inversión autorizada en su Estado miembro de origen podrá realizar sus actividades en el conjunto de la Comunidad por los medios que estime adecuados; que, a tal efecto y si lo considera necesario, puede recurrir a agentes de la

(1) DO núm. C 43, de 22-2-1989, pág. 7, y DO núm. C 42, de 22-2-1990, pág. 7.

(2) DO núm. C 304, de 4-12-1989, pág. 39, y DO núm. C 115, de 26-4-1993.

(3) DO núm. C 298, de 27-11-1989, pág. 6.

(4) DO núm. L 386, de 30-12-1989, pág. 1; Directiva modificada por última vez por la Directiva 92/30/CEE (DO núm. L 110, de 28-4-1992, pág. 52).

empresa de inversión que reciban y transmitan órdenes por cuenta propia y por su cuenta y bajo su responsabilidad total e incondicional; que, en estas condiciones, la actividad de dichos agentes debería considerarse actividad de la empresa; que por lo demás, la presente Directiva no se opone a que el Estado miembro de origen subordine el estatuto de dichos agentes a unas determinadas exigencias; que, en caso de que la empresa de inversión ejerza una actividad transfronteriza, el Estado miembro de acogida tratará a dichos agentes como si fueran la propia empresa; que, además, la presente Directiva no afecta a la venta de valores negociables a domicilio o ambulante, cuya regulación depende de disposiciones nacionales;

Considerando que por valores negociables se entienden las categorías de valores habitualmente negociados en el mercado de capitales, por ejemplo, deuda del Estado, acciones, valores que den derecho a adquirir acciones mediante suscripción o canje, recibos de depósito, obligaciones emitidas en serie, certificados de opción de compra con índice y los títulos que den derecho a adquirir tales obligaciones mediante suscripción;

Considerando que por instrumentos del mercado monetario se entienden las categorías de instrumentos habitualmente negociados en el mercado monetario, como, por ejemplo, los bonos del tesoro, los certificados de depósito y los bonos de tesorería;

Considerando que las definiciones, muy amplias, de valores negociables y de instrumentos del mercado monetario que figuran en la presente Directiva sólo serán válidas para la presente Directiva que, por consiguiente no afectará en absoluto a las distintas definiciones de instrumentos financieros adoptadas en las legislaciones nacionales con otros fines y, en particular, con fines fiscales; que por lo demás, la definición de valores negociables se refiere únicamente a los instrumentos negociables y, por consiguiente, no están incluidos en dicha definición las acciones o los valores asimilables a acciones, emitidos por organismos tales como las *Building societies* o las *Industrial and Provident societies* cuya propiedad, de hecho, solamente puede transferirse mediante su recompra por parte del organismo emisor;

Considerando que por instrumentos equivalentes a un contrato financiero a plazo se deben entender los contratos que son objeto de un pago en efectivo calculado con referencia a las fluctuaciones de alguno de los siguientes elementos: los tipos de interés o de cambio, el valor de cualquiera de los instrumentos enumerados en la sección B del Anexo, un índice relativo a alguno de esos instrumentos;

Considerando que a efectos de la presente Directiva, la actividad de recepción y transmisión de órdenes incluye también la actividad de poner en contacto a dos o más inversores, permitiendo con ello la realización de operaciones entre esos inversores;

Considerando que ninguna de las disposiciones de la presente Directiva afectará a las disposiciones comunitarias o, en su defecto, nacionales que regulan la oferta pública de los instrumentos contemplados en la presente Directiva; que lo mismo se aplica a la comercialización y la distribución de estos instrumentos;

Considerando que los Estados miembros siguen siendo plenamente responsables de la ejecución de las medidas de su política monetaria, sin perjuicio de las medidas necesarias para fortalecer el Sistema Monetario Europeo;

Considerando que procede excluir a las compañías de seguros, cuyas actividades están sometidas a un control adecuado por parte de autoridades competentes en materia de control prudencial y están coordinadas a escala comunitaria, así como a las empresas que ejercen actividades de reaseguro y de retrocesión;

Considerando que no deben estar reguladas en la presente Directiva las empresas que no prestan servicios a terceros, cuya actividad consista en prestar servicios de inversión únicamente a su empresa matriz, a sus filiales o a otra filial de su empresa matriz;

Considerando que la presente Directiva pretende abarcar las empresas cuya actividad habitual consista en prestar a terceros servicios de inversión con carácter profesional y que, por tanto, conviene excluir de su ámbito de aplicación a toda persona cuya actividad profesional sea otra (por ejemplo, abogados, notarios) y que preste servicios de inversión únicamente con carácter accesorio en el marco de su actividad profesional, siempre que dicha actividad esté regulada por una normativa que no excluya la prestación de servicios de inversión con carácter accesorio; que, por idénticos motivos, también conviene excluir del ámbito de aplicación a las personas que sólo prestan servicios de inversión a productores o usuarios de materias primas y en la medida necesaria para realizar las transacciones sobre estos productos cuando dichas transacciones constituyan su actividad principal;

Considerando que las empresas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en la gestión de un sistema de participación de trabajadores y que, como tales, no presten servicios de inversión a terceros, no deben estar reguladas por las disposiciones de la presente Directiva;

Considerando que se debe excluir del ámbito de aplicación de la Directiva a los bancos centrales y demás organismos que se dediquen al ejercicio de funciones similares así como a los organismos públicos que se encarguen o intervengan en la gestión de la deuda pública —concepto que engloba la colocación de la misma; que, en particular, no están cubiertos por dicha exclusión los organismos con capitales públicos cuya misión sea comercial o esté relacionada con adquisiciones de participación;

Considerando que se debe excluir del ámbito de aplicación de la presente Directiva a las empresas o personas cuya actividad se limite a recibir y transmitir órdenes a determinadas contrapartes, sin entrar en posesión de fondos o títulos pertenecientes a sus clientes; que, por consiguiente, no se beneficiarán de la libertad de establecimiento ni de la libertad de prestación de servicios en las condiciones previstas por la presente Directiva y, por tanto, estarán reguladas, cuando deseen ejercer en otro Estado miembro, por las disposiciones pertinentes adoptadas por dicho Estado;

Considerando que se debe excluir del ámbito de aplicación de la presente Directiva a los organismos de inversión colectiva, estén o no coordinados a escala comunitaria, así como a los depositarios y gerentes de tales organismos, ya que están sujetos a una normativa específica directamente adaptada a sus actividades;

Considerando que, si las asociaciones creadas por los

fondos de pensiones de un Estado miembro para posibilitar la gestión de sus activos se limitan a dicha gestión sin prestar servicios de inversión a terceros y si los fondos de pensión están a su vez sometidos al control de las autoridades encargadas de la supervisión de las compañías de seguros, no parece necesario someter a dichas asociaciones a las condiciones de acceso y de ejercicio establecidas en la presente Directiva;

Considerando que no es conveniente aplicar la presente Directiva a los «agenti di cambio» tal como se definen en la legislación italiana, ya que pertenecen a una categoría para la que no hay prevista una nueva autorización, puesto que su actividad se limita al territorio nacional y no presenta riesgos de distorsión de competencia;

Considerando que los derechos otorgados a las empresas de inversión en la presente Directiva no serán obstáculo para el derecho de los Estados miembros, de los bancos centrales y de los otros organismos nacionales que tengan una misión similar en los Estados miembros, de escoger a sus contrapartes sobre la base de criterios objetivos y no discriminatorios;

Considerando que la responsabilidad de supervisar la solvencia financiera de una empresa de inversión recaerá sobre las autoridades competentes de su Estado miembro de origen, en aplicación de la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (1), que coordina las normas aplicables en el ámbito del riesgo de mercado;

Considerando que, por regla general, los Estados miembros de origen podrán dictar normas más rigurosas que las establecidas en la presente Directiva, en particular, en lo que respecta a las condiciones de autorización, las exigencias prudenciales y las normas de declaración y transparencia;

Considerando que el ejercicio de las actividades no contempladas en la presente Directiva está regulado por las disposiciones generales del Tratado relativas al derecho de establecimiento y a la libre prestación de servicios;

Considerando que conviene velar por la protección de los derechos de propiedad y otros derechos de carácter análogo del inversor sobre sus valores, así como sus derechos sobre los fondos confiados a la empresa, mediante una distinción respecto de los fondos de la empresa; que, no obstante, dicho principio no será obstáculo para que la empresa actúe en nombre propio en interés del inversor, cuando así lo exija el tipo mismo de operación y el inversor consienta en ello, como en el caso del préstamo de valores;

Considerando que los procedimientos vigentes en materia de autorización de sucursales de empresas de inversión autorizadas en países terceros continuarán aplicándose a las mismas; que dichas sucursales no se beneficiarán de la libre prestación de servicios en virtud de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 59 del Tratado, ni de la libertad de establecimiento en Estados miembros distintos de aquél en que se hallen establecidas; que, no obstante, las solicitudes de autorización de filiales o de adquisición de participaciones por empresas que se rijan por el Derecho de terceros países están sujetas a un procedimiento cuyo propósito es garantizar que se conceda reciprocidad de trato a las empresas de inversión de la Comunidad en los países terceros de que se trate;

Considerando que las autorizaciones concedidas por las autoridades nacionales competentes a las empresas de inversión, de conformidad con las disposiciones de la presente Directiva, no serán ya simplemente de alcance nacional sino comunitario; que las cláusulas de reciprocidad existentes quedarán, en lo sucesivo, sin efecto; que, en consecuencia, es necesario un procedimiento flexible que permita evaluar la reciprocidad sobre una base comunitaria; que el objetivo de dicho procedimiento no es cerrar los mercados financieros de la Comunidad sino, por el contrario, dado que el propósito de la Comunidad es mantener sus mercados financieros abiertos al resto del mundo, ampliar la liberalización del conjunto de los mercados financieros en países terceros; que, para ello, la presente Directiva establece procedimientos de negociación con países terceros y, en última instancia, la posibilidad de adoptar medidas consistentes en la suspensión de nuevas solicitudes de autorización o en la limitación de nuevas autorizaciones;

Considerando que uno de los objetivos de la presente Directiva es garantizar la protección de los inversores; que, a tal efecto, resulta conveniente tener en cuenta las distintas necesidades de protección de las diversas categorías de inversores y de su grado de especialización profesional;

Considerando que los Estados miembros deben velar porque no exista ningún obstáculo para que las actividades que se benefician del reconocimiento mutuo puedan ser ejercidas del mismo modo que en el Estado miembro de origen, siempre que no estén en contradicción con las disposiciones legales de protección del interés general vigentes en el Estado miembro de acogida;

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

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

Considerando que cada Estado miembro debe velar porque se reserve un trato no discriminatorio en su territorio a todas las empresas de inversión que hayan sido autorizadas en un Estado miembro, así como a todos los instrumentos financieros que se coticen en un mercado regulado de un Estado miembro; que con arreglo a lo antedicho todas las empresas de inversión deben gozar de las mismas posibilidades de ser miembros de los mercados regulados o de tener acceso a los mismos y que, por consiguiente, cualesquiera que sean los modos de organización de las operaciones existentes en los Esta-

(1) Véase la página 1 del presente Diario Oficial.

dos miembros, procede suprimir, de acuerdo con las condiciones fijadas en la presente Directiva las limitaciones técnicas y jurídicas al acceso a los mercados regulados, en el marco de las disposiciones de la presente Directiva;

Considerando que determinados Estados miembros autorizan a las entidades de crédito a ser miembros de sus mercados regulados únicamente de forma indirecta, mediante la creación de una filial especializada; que la posibilidad que ofrece la presente Directiva a las entidades de crédito de poder convertirse en miembros de un mercado regulado directamente, sin tener que crear una filial especializada, constituye para esos Estados miembros una reforma importante, cuyas consecuencias merecen una revisión a la vista de la evolución de los mercados financieros; que, habida cuenta de estos elementos, el informe que presentará la Comisión al Consejo a este respecto, a más tardar el 31 de diciembre de 1998, deberá tener en cuenta todos los factores que permitan a este último volver a valorar las consecuencias para esos Estados miembros y, en especial, el riesgo de que surjan conflictos de intereses y el grado de protección del inversor;

Considerando que es de la mayor importancia que la armonización de los sistemas de indemnización sea aplicable en la misma fecha que la presente Directiva; que, por otra parte, hasta la fecha en que sea aplicable una Directiva que armonice los sistemas de indemnización, los Estados miembros de acogida conservan la facultad de imponer la aplicación de su sistema de indemnización también a las empresas de inversión, incluidas las entidades de crédito, autorizadas por los demás Estados miembros cuando el Estado miembro de origen carezca de sistema de indemnización o éste no ofrezca un nivel de protección equivalente;

Considerando que la estructura de los mercados regulados debe seguir siendo competencia del Derecho nacional, sin que por ello pueda constituir un obstáculo para la liberalización del acceso a los mercados regulados de los Estados miembros de acogida para las empresas de inversión autorizadas a prestar los servicios de que se trate en su Estado miembro de origen; que, en aplicación de este principio, el derecho de la República Federal de Alemania y el de los Países Bajos regulan, respectivamente, la actividad de «Kursmakler» y de «hoekman» para impedirles ejercitar sus funciones en paralelo con otras funciones; que, por consiguiente, conviene dejar constancia de que ni «Kursmakler» ni «hoekman» están en condiciones de prestar sus servicios en los restantes Estados miembros; que nadie, sea cual fuese su Estado miembro de origen, podría pretender actuar como «Kursmakler» o «hoekman» sin que se le impusieran las mismas normas relativas a incompatibilidad que las resultantes del estatuto de «Kursmakler» o de «hoekman»;

Considerando que la presente Directiva no debe obstaculizar las disposiciones de la Directiva 79/279/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre la coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores (1);

Considerando que la estabilidad y el buen funcionamiento del sistema financiero y la protección del inversor implican, para el Estado miembro de acogida, el derecho y la responsabilidad de prevenir y sancionar aquellas actuaciones de la empresa de inversión en su territorio que sean contrarias a las normas de conducta y a las demás disposiciones legales y reglamentarias que haya adoptado por razones de interés general, y de actuar en casos de emergencia; considerando además que las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, en el ejercicio de sus responsabilidades, deben poder contar con la mayor cooperación posible por parte de las autoridades competentes del Estado miembro de origen, sobre todo para la actividad ejercida en régimen de libre prestación de servicios; que las autoridades competentes del Estado miembro de origen tienen derecho a ser informadas por las autoridades competentes del Estado miembro de acogida de las medidas que incluyan sanciones a una empresa o restricciones a las actividades de una empresa y que hayan sido adoptadas por dichas autoridades con respecto a las empresas de inversión por ellas autorizadas, con objeto de cumplir eficazmente su misión en el ámbito de la supervisión prudencial; que para ello, conviene garantizar la cooperación entre las autoridades competentes de los Estados miembros de origen y de acogida;

Considerando que, con el doble objetivo de proteger a los inversores y garantizar el funcionamiento correcto de los mercados de valores, conviene garantizar la transparencia de las operaciones y la aplicación de las normas previstas al efecto en la presente Directiva para los mercados regulados, tanto a las empresas de inversión como a las entidades de crédito cuando actúen en el mercado;

Considerando que el examen de los problemas que se plantean en los asuntos contemplados en las directivas del Consejo relativas a los servicios de inversión y a los valores mobiliarios, tanto en la aplicación de las medidas existentes como en la perspectiva de una mejor coordinación, exige la cooperación de las autoridades competentes y de la Comisión en el seno de un comité; que la creación de dicho comité no obsta para que existan otras formas de cooperación entre autoridades de control en este ámbito;

Considerando que puede ser necesario introducir periódicamente modificaciones técnicas en las normas detalladas contenidas en la presente Directiva para adaptarlas a la evolución del sector de servicios de inversión; que, en consecuencia, la Comisión deberá efectuar cuantas modificaciones sean necesarias, previa presentación de las mismas al Comité que se creará en el ámbito de los Mercados de Valores,

Ha adoptado la presente Directiva:

TITULO I

Definiciones y ámbito de aplicación

Artículo 1

A efectos de la presente Directiva se entenderá por:

1) *servicios de inversión:* cualquiera de los servicios que se indican en la sección A del Anexo en relación con cualquiera de los instrumentos que se especifican en la sección B del Anexo, prestados a terceros;

2) *empresa de inversión:* toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar

(1) DO núm. L 66, de 16-3-1979, pág. 21; Directiva modificada por última vez por el Acta de adhesión de España y de Portugal.

cualquier servicio de inversión de carácter profesional a terceros.

A efectos de la presente Directiva, los Estados miembros podrán incluir en el concepto de empresa de inversión a las empresas que no sean personas jurídicas, si:

— su régimen jurídico garantiza a los intereses de los terceros un nivel de protección equivalente al que ofrecen las personas jurídicas, y

— son objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a sus estructuras jurídicas.

No obstante, cuando dichas personas físicas presten servicios relacionados con la tenencia de fondos o valores negociables de terceros, sólo podrán considerarse empresas de inversión con arreglo a la presente Directiva si, sin perjuicio de las restantes exigencias de la presente Directiva y de la Directiva 93/6/CEE,

— que los derechos de propiedad de terceros sobre sus fondos y valores negociables estén protegidos, en particular, en caso de insolvencia de la empresa o de sus propietarios, embargo, compensación o cualquier otra acción emprendida por acreedores de la empresa o de sus propietarios;

— que la empresa de inversión esté sujeta a normas que tengan por objeto supervisar su solvencia y la de sus propietarios;

— que las cuentas anuales de la empresa de inversión estén controladas por una o varias personas facultadas para auditar cuentas con arreglo a la legislación nacional;

— cuando una empresa tenga un solo propietario, que éste adopte medidas para la protección de los inversores en caso de cese de las actividades de la empresa por causa de fallecimiento, incapacidad o circunstancias similares.

Antes del 31 de diciembre de 1997, la Comisión informará de la aplicación de los párrafos segundo y tercero del presente punto y, en su caso, propondrá su modificación o supresión.

Cuando una persona ejerza una de las actividades contempladas en la letra *a)* del punto 1 de la sección A del Anexo de la presente Directiva y dicha actividad se ejerza únicamente por cuenta y bajo la responsabilidad plena e incondicional de una empresa de inversión, esta actividad se considerará actividad de la propia empresa de inversión y no de esa persona;

3) *entidad de crédito:* las entidades de crédito, según la definición del primer guión del artículo 1 de la Directiva 77/780/CEE (1), excluidas las entidades a que se refiere el apartado 2 del artículo 2 de dicha Directiva;

4) *valores negociables:*

— las acciones y otros valores asimilables a acciones;

— las obligaciones y otros títulos de crédito negociables en el mercado de capitales, y

— cualesquiera otros valores habitualmente negociados que permitan adquirir esos valores por suscripción o canje, o den lugar a un pago en metálico.

Con exclusión de los instrumentos de pago.

5) *instrumentos del mercado monetario:* las categorías de instrumentos habitualmente negociadas en el mercado monetario;

6) *Estado miembro de origen:*

a) cuando la empresa de inversión sea una persona física, el Estado miembro en el que dicha persona tenga su administración central;

b) cuando la empresa de inversión sea una persona jurídica, el Estado miembro en donde tenga su domicilio social o, en caso de que de conformidad con su Derecho nacional no lo tuviere, el Estado miembro en el que tenga su administración central;

c) cuando se trate de un mercado, el Estado miembro en donde esté el domicilio social del organismo que realice las negociaciones o, en caso de que de conformidad con su derecho nacional no lo tuviere, el Estado miembro donde esté la administración central de dicho organismo.

7) *Estado miembro de acogida:* el Estado miembro en el cual una empresa de inversión tenga una sucursal o preste servicios;

8) *sucursal:* un establecimiento que constituya una parte sin personalidad jurídica de una empresa de inversión y que preste servicios de inversión para cuyo ejercicio la empresa de inversión haya recibido la oportuna autorización; todos los establecimientos creados en un mismo Estado miembro por una empresa de inversión que tenga su domicilio social en otro Estado miembro se considerarán como una sola sucursal;

9) *autoridades competentes:* las autoridades que cada Estado miembro designe en virtud del artículo 22;

10) *participación significativa:* la participación, directa o indirecta, en una empresa de inversiones que represente al menos el 10 por 100 del capital o de los derechos de voto o que permita el ejercicio de una influencia notable en la gestión de la empresa en la que se posea la participación.

A efectos de la aplicación de la anterior definición en el contexto de los artículos 4 y 9 y de los otros niveles de participación contemplados en el artículo 9 se tomarán en consideración los derechos de voto mencionados en el artículo 7 de la Directiva 88/627/CEE (2);

11) *empresa matriz:* una empresa matriz según la definición de los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE (3);

12) *filial:* una empresa filial según la definición de los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE; toda filial de una empresa filial se considerará también filial de la empresa matriz que estuviere a la cabeza de esas empresas;

13) *mercado regulado:* el mercado de instrumentos financieros contemplados en la sección B del Anexo:

— incluido en la lista contemplada en el artículo 16 por

(1) DO núm. L 322, de 17-12-1977, pág. 30; Directiva modificada por última vez por la Directiva 89/646/CEE (DO núm. L 386, de 30-12-1989, pág. 1).

(2) DO núm. L 348, de 17-12-1988, pág. 62.

(3) DO núm. L 193, de 18-7-1983, pág. 1; Directiva modificada por última vez por la Directiva 90/605/CEE (DO núm. L 317, de 16-11-1990, pág. 60).

el Estado miembro que sea el Estado miembro de origen a efectos de la letra *c)* del punto 6 del artículo 1.

— de funcionamiento regular;

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

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

14) *control:* lo definido como control en el artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE.

Artículo 2

1. La presente Directiva será aplicable a todas las empresas de inversión. No obstante, se aplicarán solamente el apartado 4 del presente artículo, el apartado 2 del artículo 8, los artículos 10, 11 y párrafo primero del artículo 12, los apartados 3 y 4 del artículo 14 y los artículos 15, 19 y 20, a las entidades de crédito cuya autorización, con arreglo a las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, incluya uno o más servicios de inversión de los que figuran en la sección A del Anexo de la presente Directiva.

2. La presente Directiva no se aplicará:

a) a las empresas de seguros en el sentido del artículo 1 de la Directiva 73/239/CEE (1) o del artículo 1 de la Directiva 79/267/CEE (2) ni a las empresas que ejerzan las actividades de reaseguro y de retrocesión contempladas en la Directiva 64/225/CEE (3);

b) a las empresas que presten un servicio de inversión exclusivamente a su empresa matriz, a sus filiales o a otra filial de su empresa matriz;

c) a las personas que presten un servicio de inversión siempre que dicha actividad se ejerza de forma accesoria en el marco de una actividad profesional, y siempre que esta última esté regulada por disposiciones legales o reglamentarias o por un código deontológico profesional y éstas no excluyen la prestación de dicho servicio;

d) a las empresas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en la gestión de un sistema de participación de los trabajadores;

e) a las empresas cuyos servicios de inversión consistan en prestar los servicios a que se hace referencia en las anteriores letras *b)* y *d);*

f) a los bancos centrales de los Estados miembros y demás organismos nacionales que se dediquen al ejercicio de funciones similares y otros organismos públicos encargados de la gestión de la deuda pública o que intervengan en dicha gestión;

g) a las empresas:

— que no puedan tener en depósito fondos ni títulos pertenecientes a sus clientes y que, por tal motivo, nunca puedan hallarse en situación deudora respecto a sus clientes; y

— que puedan únicamente prestar un servicio de inversión consistente en recibir y transmitir órdenes relativas a valores negociables y a participaciones de organismos de inversión colectiva; y

— que, cuando presten dicho servicio, puedan transmitir órdenes exclusivamente

i) a las empresas de inversión autorizadas de conformidad con la presente Directiva;

ii) a entidades de crédito autorizadas de conformidad con las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE;

iii) a sucursales de empresas de inversión o de entidades de crédito que hayan sido autorizadas en un país tercero y que estén sometidas a normas prudenciales que las autoridades competentes consideren al menos tan estrictas como las que se incluyen en la presente Directiva o en las Directivas 89/646/CEE y 93/6/CEE y se ajusten a ellas;

iv) a organismos de inversión colectiva autorizados por la legislación de un Estado miembro a colocar participaciones en el público, así como a los gestores de tales organismos;

v) a sociedades de inversión de capital fijo, con arreglo al apartado 4 del artículo 15 de la Directiva 77/91/CEE (4) cuyos valores se negocien en un mercado regulado en un Estado miembro;

— cuya actividad esté sometida a nivel nacional a una reglamentación o a un código deontológico;

h) a los organismos de inversión colectiva, independientemente de que estén o no estén armonizados a nivel comunitario, así como a los depositarios y gestores de dichos organismos;

i) a las personas cuya actividad principal consista en negociar materias primas entre ellas mismas o bien con productores o usuarios de dichos productos con fines profesionales y que únicamente presten servicios de inversión a dichas contrapartes y en la medida en que lo requiera su ocupación principal;

j) a las empresas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en negociar por cuenta propia en un mercado de instrumentos financieros a plazo o de opciones, o que operen por cuenta de otros miembros del mismo mercado o actúen como creadores de mercado frente a éstos, y que están avaladas por una cámara de compensación del mismo mercado. El cumplimiento de los contratos celebrados por dichas empresas estará garantizado por una cámara de compensación del mismo mercado;

(1) DO núm. L 228 de 16-8-1973, pág. 3; Directiva modificada por última vez por la Directiva 90/619/CEE (DO núm. L 330, de 29-11-1990, pág. 50).

(2) DO núm. L 63, de 13-3-1979, pág. 1; Directiva modificada por última vez por la Directiva 90/618/CEE (DO núm. L 330, de 29-11-1990, pág. 44).

(3) DO núm. 56, de 4-4-1964, pág. 878/64.

(4) DO núm. L 26, de 31-1-1977. Directiva modificada por última vez por el Acta de adhesión de España y de Portugal.

k) a las asociaciones creadas por fondos de pensiones daneses con el fin exclusivo de gestionar los activos de los fondos de pensiones participantes;

l) a los «agenti di cambio» cuyas actividades y funciones están reguladas en el real decreto italiano núm. 222, de 7 de marzo de 1925 y en las disposiciones ulteriores que lo modifican y que han sido autorizados a proseguir su actividad en virtud del artículo 19 de la ley italiana núm. 1, de 2 de enero de 1991.

3. A más tardar el 31 de diciembre de 1998 y posteriormente a intervalos regulares, la Comisión elaborará un informe sobre la aplicación conjunta del apartado 2 y la sección A del Anexo y, si procede, propondrá modificaciones de la definición de las exclusiones y de los servicios incluidos, a la vista del funcionamiento de la presente Directiva.

4. Los derechos conferidos por la presente Directiva no se harán extensivos a la prestación de servicios como contraparte al Estado, al banco central o a los otros organismos nacionales que ejerzan funciones similares en el marco de las políticas del Estado miembro considerado en los ámbitos monetario, cambiario, de deuda pública y de las reservas del Estado miembro de que se trate.

TITULO II

Condiciones de acceso a la actividad

Artículo 3

1. Cada Estado miembro deberá supeditar a una autorización el acceso a la actividad de las empresas de inversión para las que sea Estado miembro de origen. Concederán dicha autorización las autoridades competentes de dicho Estado designadas con arreglo al artículo 22. En la autorización se especificará qué servicios de inversión de los contemplados en la sección A del Anexo podrá prestar la empresa. La autorización también podrá abarcar uno o más de los servicios auxiliares contemplados en la sección C. En ningún caso podrá concederse la autorización, en el sentido de la presente Directiva, para servicios que sólo figuren en la sección C del Anexo.

2. Los Estados miembros exigirán:

— a las empresas de inversión que sean personas jurídicas y que tengan un domicilio social conforme a su Derecho nacional, que tengan su administración central en el mismo Estado miembro en que tengan su domicilio social;

— a las demás empresas de inversión, que su administración central esté situada en el Estado miembro que haya expedido la autorización y en el que ejerzan realmente sus actividades.

3. Sin perjuicio de otras condiciones generales establecidas por el correspondiente Derecho nacional, las autoridades competentes sólo podrán conceder la autorización cuando:

— la empresa de inversión tenga un capital inicial suficiente, con arreglo a lo establecido en la Directiva 93/6/CEE, en función de las características del servicio de inversión de que se trate;

— las personas que dirijan de hecho las operaciones de la empresa de inversión cumplan los requisitos de honorabilidad y experiencia.

La orientación de la actividad de la empresa deberá ser determinada por, como mínimo, dos personas que cumplan estas mismas condiciones. No obstante, cuando exista un mecanismo adecuado que garantice un resultado equivalente, en particular por lo que se refiere al último guión del párrafo tercero del punto 2 del artículo 1, las autoridades competentes podrán conceder también la autorización a empresas de inversión que sean personas físicas o, habida cuenta del carácter y del volumen de su actividad, a empresas de inversión que sean personas jurídicas y que, de conformidad con sus estatutos y leyes nacionales, estén dirigidas por una sola persona física.

4. Los Estados miembros impondrán además la obligación de que las solicitudes de autorización vayan acompañadas de un plan de actuación en el que se especifiquen, entre otros aspectos, el tipo de operaciones que se proyecta realizar y la estructura organizativa de la empresa de inversión.

5. En los seis meses siguientes a la presentación de una solicitud completa, deberá notificarse al solicitante si se concede o no la autorización. En el caso de que no se conceda dicha autorización, la negativa deberá ser motivada.

6. En caso de que se conceda la autorización, la empresa de inversión podrá comenzar su actividad inmediatamente.

7. Las autoridades competentes sólo podrán retirar la autorización concedida a una empresa de inversión regida por la presente Directiva cuando dicha empresa:

a) no haga uso de la autorización en un plazo de doce meses, renuncie a ésta expresamente o haya dejado de prestar servicios de inversión durante un período superior a seis meses, si en el correspondiente Estado miembro no existieren disposiciones que establezcan la caducidad de la autorización en dichos supuestos;

b) haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular;

c) deje de reunir las condiciones bajo las cuales se haya concedido la autorización;

d) deje de cumplir las disposiciones de la Directiva 93/6/CEE;

e) infrinja seria y sistemáticamente las disposiciones adoptadas en cumplimiento de los artículos 10 y 11;

f) incurra en alguno de los otros supuestos que con arreglo al correspondiente Derecho nacional motiven la retirada de la autorización.

Artículo 4

Las autoridades competentes no concederán la autorización que permita el inicio de la actividad de una empresa de inversión antes de que les haya sido comunicada la identidad de los accionistas o socios, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean una participación cualificada en la empresa, y el importe de dicha participación.

Las autoridades competentes denegarán la autorización si, atendiendo a la necesidad de garantizar una ges-

tión correcta y prudente de la empresa de inversión, no estuvieren convencidas de la idoneidad de dichos accionistas o socios.

Artículo 5

Los Estados miembros no aplicarán a las sucursales de las empresas de inversión que tengan su domicilio social fuera de la Comunidad, ni en el momento de iniciar su actividad ni posteriormente, en el desarrollo de su ejercicio, disposiciones que supongan un trato más favorable para dichas sucursales que para las sucursales de empresas de inversión cuyo domicilio social esté situado en un Estado miembro.

Artículo 6

Las autoridades competentes del otro Estado miembro afectado deberán ser consultadas con anterioridad a la concesión de autorización a una empresa de inversión cuando ésta sea:

— bien una filial de una empresa de inversión o de una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro,

o

— bien una filial de la empresa matriz de una empresa de inversión o de una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro,

o

— bien esté bajo control de las mismas personas físicas o jurídicas que controlen una empresa de inversión o una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro.

TITULO III

Relaciones con países terceros

Artículo 7

1. Las autoridades competentes de los Estados miembros informarán a la Comisión:

a) de toda autorización concedida a una filial directa o indirecta, en el caso de que una o varias de sus empresas matrices se rijan por el Derecho de un país tercero;

b) de toda adquisición, por parte de las mencionadas empresas matrices, de participaciones en una empresa de inversión comunitaria, de forma que hiciera de esta última su filial.

En ambos casos, la Comisión informará al Consejo, hasta tanto el Consejo, a propuesta de la Comisión, cree un Comité en materia de valores negociables.

Cuando se conceda autorización a una filial, directa o indirecta, de una o varias empresas matrices regidas por el Derecho de un país tercero, deberá especificarse la estructura del grupo en la notificación que las autoridades competentes remitan a la Comisión.

2. Los Estados miembros informarán a la Comisión de las dificultades de carácter general que sus empresas de inversión encuentren para establecerse o prestar servicios de inversión en un país tercero.

3. La Comisión, por primera vez, a más tardar, seis meses antes de la puesta en aplicación de la presente Directiva y posteriormente de forma periódica, elaborará un informe en que se examine el trato concedido a las empresas de inversión comunitarias en países terceros, con arreglo a lo dispuesto en los apartados 4 y 5, en lo que respecta al establecimiento y al ejercicio de actividades de servicios de inversión, así como a la adquisición de participaciones en empresas de inversión de países terceros. La Comisión presentará dichos informes al Consejo acompañados, en su caso, de las propuestas que se estimen oportunas.

4. Si, basándose en los informes mencionados en el apartado 3 o en otras informaciones, la Comisión comprobare que un país tercero no concede a las empresas de inversión comunitarias un acceso efectivo al mercado equiparable al que la Comunidad concede a las empresas de inversión de dicho país, podrá presentar al Consejo propuestas para que se le otorgue el oportuno mandato de negociación con vistas a obtener condiciones de competencia equiparables para las empresas de inversión comunitarias. El Consejo decidirá por mayoría cualificada.

5. Si, basándose en los informes mencionados en el apartado 3 o en otras informaciones, la Comisión comprobare que las empresas de inversión comunitarias que operan en un país tercero no gozan en éste de un trato nacional que les confiera las mismas posibilidades de competencia de que disfrutan las empresas de inversión nacionales y que no se cumplen las condiciones de acceso efectivo al mercado, podrá entablar negociaciones con vistas a remediar la situación.

En el supuesto contemplado en el párrafo primero, podrá decidirse además, en cualquier momento y como complemento de la apertura de negociaciones, de conformidad con el procedimiento establecido en la Directiva por la que el Consejo creará el Comité mencionado en el apartado 1, que las autoridades competentes de los Estados miembros limiten o suspendan sus decisiones acerca de las solicitudes de autorización pendientes o futuras y acerca de la adquisición de participaciones por empresas matrices, directas o indirectas, sujetas al derecho del país de que se trate. La duración de las medidas mencionadas no podrá ser superior a tres meses.

Antes de que venza el plazo de tres meses, y a la vista de los resultados de las negociaciones, el Consejo podrá decidir, por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión, si deben seguir aplicándose las citadas medidas.

La limitación o suspensión anteriormente mencionadas no podrán aplicarse a la creación de filiales por empresas de inversión debidamente autorizadas en la Comunidad o por filiales de éstas, ni a la adquisición de participaciones en empresas de inversión comunitarias por parte de dichas empresas o de sus filiales.

6. Cuando la Comisión considere que se da alguno de los supuestos descritos en los apartados 4 y 5, los Estados miembros, a petición de la Comisión, facilitarán a ésta información sobre:

a) cualquier solicitud de autorización de una filial, directa o indirecta, de una o varias empresas matrices que se rijan por el Derecho del país tercero de que se trate;

b) cualquier proyecto de adquisición de participaciones del que tengan conocimiento con arreglo al artículo 9,

por alguna de dichas empresas matrices en una empresa de inversión comunitaria de forma que esta última se convierta en su filial.

Dejará de ser obligatoria dicha información tan pronto como se celebre un acuerdo con el país contemplado en los apartados 4 ó 5, o cuando las medidas contempladas en los párrafos segundo y tercero del apartado 5 dejen de ser de aplicación.

7. Las medidas que se adopten en virtud del presente artículo habrán de ajustarse a las obligaciones contraídas por la Comunidad en virtud de acuerdos internacionales, tanto bilaterales como multilaterales, que regulen el acceso a la actividad de las empresas de inversión y su ejercicio.

TITULO IV

Condiciones de ejercicio

Artículo 8

1. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen impondrán la obligación de que las empresas de inversión por ellas autorizadas cumplan las condiciones a las que se refiere el apartado 3 del artículo 3.

2. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen impondrán la obligación de que las empresas de inversión por ellas autorizadas cumplan las normas previstas en la Directiva 93/6/CEE.

3. La supervisión prudencial de una empresa de inversión corresponderá a las autoridades competentes del Estado miembro de origen, independientemente de que la empresa de inversión establezca o no una sucursal o preste servicios en otro Estado miembro, sin perjuicio de las disposiciones de la presente Directiva que establezcan la competencia de las autoridades del Estado miembro de acogida.

Artículo 9

1. Los Estados miembros impondrán la obligación de que toda persona que tenga intención de adquirir, directa o indirectamente, una participación cualificada en una empresa de inversión informe de ello previamente a las autoridades competentes, indicando el volumen de dicha participación. Asimismo, deberá informar a las autoridades competentes toda persona que se proponga incrementar su participación cualificada de manera tal que la proporción de derechos de voto o de capital en su poder alcance o supere los umbrales del 20 por 100, el 33 por 100 o el 50 por 100, o que la empresa de inversión se convierta en su filial.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 2, las autoridades competentes dispondrán de un plazo máximo de tres meses, a partir de la fecha de la notificación prevista en el párrafo primero, para oponerse al mencionado proyecto si, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión prudente y saneada de la empresa de inversión, consideraren que la persona contemplada en el párrafo primero no reúne las condiciones adecuadas. Caso de no oponerse, las autoridades podrán fijar un plazo máximo para la realización de dicho proyecto.

2. Si las participaciones a que se refiere el apartado 1 fueren adquiridas por una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro, por la empresa matriz de una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro o por una persona que controle una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro y si, en virtud de la adquisición, la empresa en la que el adquirente pretenda obtener una participación se convirtiere en filial suya o quedare bajo su control, la evaluación de la adquisición estará supeditada a la consulta previa contemplada en el artículo 6.

3. Los Estados miembros impondrán la obligación de que toda persona que pretenda ceder, directa o indirectamente, una participación cualificada en una empresa de inversión, informe de ello previamente a las autoridades competentes, indicando el volumen de dicha participación. Asimismo, deberá informar a las autoridades competentes toda persona que se proponga reducir su participación cualificada de manera tal que la proporción de derechos de voto o de capital en su poder descienda por debajo de los umbrales del 20 por 100, el 33 por 100 o el 50 por 100, o que la empresa de inversión deje de ser su filial.

4. Las empresas de inversión comunicarán a las autoridades competentes, en cuanto tengan conocimiento de ello, toda adquisición o cesión de participaciones en su capital cuyo resultado sea que se supere o deje de alcanzarse alguno de los umbrales contemplados en los apartados 1 y 3.

Las empresas de inversión comunicarán asimismo a las autoridades, al menos una vez al año, la identidad de los accionistas y socios que posean participaciones cualificadas, así como el volumen de dichas participaciones, de acuerdo, por ejemplo, con los datos obtenidos en la junta general anual de accionistas o socios, o con los que se obtengan como consecuencia del cumplimiento de las normas a que están sujetas las sociedades cuyos títulos se negocien en mercados de valores.

5. Los Estados miembros impondrán la obligación de que, cuando las personas a que se refiere el apartado 1 utilicen su influencia de tal manera que pueda ir en detrimento de una gestión prudente y saneada de las actividades de la empresa de inversión, las autoridades competentes adopten las medidas oportunas para poner fin a esta situación. Dichas medidas podrán consistir, en particular, en requerimientos, sanciones a los administradores y directivos o la suspensión del ejercicio de los derechos de voto correspondientes a las acciones o participaciones que posean los accionistas o socios de que se trate.

Se aplicarán medidas similares a las personas que incumplan la obligación de proporcionar información previa, tal como dispone el apartado 1. En el caso de que se adquiera una participación a pesar de la oposición de las autoridades competentes, los Estados miembros, con independencia de cualquier otra sanción que pueda imponerse, dispondrán, bien la suspensión del ejercicio de los correspondientes derechos de voto, bien la nulidad de los votos emitidos o la posibilidad de anularlos.

Artículo 10

El Estado miembro de origen establecerá las normas prudenciales que deberá observar, en todo momento, la

empresa de inversión. Dichas normas impondrán en particular la obligación de que la empresa de inversión:

— cuente con una buena organización administrativa y contable, mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático, así como con procedimientos de control interno adecuados, incluido en particular un régimen de operaciones personales de los asalariados de la empresa;

— tome las medidas adecuadas en lo que se refiere a los valores pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos de propiedad, en particular en caso de insolvencia de la empresa, y evitar que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los valores de los inversores sin el consentimiento explícito de los mismos;

— tome las medidas adecuadas en lo que se refiere a los fondos pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos, y evitar, salvo en el caso de las entidades de crédito, que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los fondos de los inversores;

— tome las medidas necesarias para que el registro de las operaciones realizadas permita, como mínimo, que las autoridades del Estado miembro de origen puedan verificar el cumplimiento de las normas prudenciales de cuya aplicación son responsables; dichos registros deberán conservarse durante el tiempo que determinen las autoridades competentes;

— se estructure y organice a fin de reducir al máximo el riesgo de que los posibles conflictos de intereses que surjan entre la empresa y sus clientes, o entre los propios clientes, redunden en perjuicio de los intereses de éstos. No obstante, las modalidades de organización en caso de creación de una sucursal no podrán resultar incompatibles con las normas de conducta establecidas por el Estado miembro de acogida en materia de conflictos de intereses.

Artículo 11

1. Los Estados miembros establecerán normas de conducta que las empresas de inversión deberán observar en todo momento. Dichas normas deberán imponer la ejecución, como mínimo, de los principios que se enuncian en los guiones que figuran a continuación y, en su aplicación, deberá tenerse en cuenta el carácter profesional de la persona a la que se preste el servicio. Los Estados miembros aplicarán también dichas normas, cuando sea conveniente, a los servicios auxiliares mencionados en la sección C del Anexo. Estas normas obligarán a la empresa de inversión:

— a operar, en el ejercicio de su actividad, leal y equitativamente, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado;

— a proceder con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado;

— a poseer y utilizar con eficacia los recursos y los procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad;

— a informarse de la situación financiera de sus clientes, su experiencia en materia de inversiones y sus objetivos en lo que se refiere a los servicios solicitados;

— a transmitir de forma adecuada la información que proceda en el marco de las negociaciones con sus clientes;

— a esforzarse por evitar los conflictos de intereses y, cuando éstos no puedan evitarse, a velar porque sus clientes reciban un trato equitativo;

— a ajustarse a todas las normativas aplicables al ejercicio de sus actividades de forma que se fomenten al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.

2. Sin perjuicio de las decisiones que se adopten en el marco de una armonización de las normas de conducta, la puesta en práctica y el control del cumplimiento de las mismas seguirán siendo competencia del Estado miembro en el que se preste el servicio.

3. Cuando una empresa de inversión ejecute una orden, el criterio del carácter profesional del inversor, para la aplicación de las normas contempladas en el apartado 1, se apreciará con respecto al inversor que originó la orden con independencia de que la orden sea transmitida directamente por el propio inversor o indirectamente a través de una empresa de inversión que ofrezca el servicio contemplado en la letra *a)* del punto 1 de la sección A del Anexo.

Artículo 12

La empresa deberá indicar a los inversores, antes de entablar con ellos relaciones de negocios, qué fondo de garantía o qué protección equivalente será aplicable, en lo que se refiere a la operación o las operaciones que se contemplen, la cobertura garantizada por uno u otro sistema, o bien que no existe fondo ni indemnización de ningún tipo.

El Consejo toma nota de que la Comisión indica que le presentará propuestas sobre la armonización de los sistemas de indemnización relativos a las operaciones de las empresas de inversión, a más tardar el 31 de julio de 1993. El Consejo se pronunciará en el más breve plazo, siendo el objetivo perseguido que los sistemas objeto de dichas propuestas sean aplicables en la fecha de puesta en aplicación de la presente Directiva.

Artículo 13

Las disposiciones de la presente Directiva no impedirán que las empresas de inversión autorizadas en otro Estado miembro hagan publicidad de sus servicios por todos los medios de comunicación disponibles en el Estado miembro de acogida, siempre que respeten las normas reguladoras de la forma y el contenido de dicha publicidad que hayan sido adoptadas por razones de interés general.

TITULO V

Libertades de establecimiento y de prestación de servicios

Artículo 14

1. Los Estados miembros velarán porque puedan prestarse en su territorio, de conformidad con las disposi-

ciones de los artículos 17, 18 y 19, los servicios de inversión y los demás servicios enumerados en la sección C del Anexo, tanto por medio del establecimiento de una sucursal como mediante la prestación de servicios, y ello por cualquier empresa de inversión autorizada y supervisada por las autoridades competentes de otro Estado miembro con arreglo a las disposiciones de la presente Directiva, siempre que la autorización abarque dichos servicios.

La presente Directiva no afectará a las competencias de los Estados miembros de acogida por lo que respecta a las participaciones en organismos de inversión colectiva que no entren en el ámbito de aplicación de la Directiva 85/611/CEE (1).

2. Los Estados miembros no podrán condicionar el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios a que se refiere el apartado 1 a la obligación de obtener autorización, ni a la de aportar un fondo de dotación, o a cualquier otra medida de efecto equivalente.

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

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

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

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

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

5. La Comisión presentará un informe sobre el funcionamiento de las disposiciones que figuran en los apartados 3 y 4 a más tardar el 31 de diciembre de 1998 y, si lo considera pertinente, propondrá las modificaciones que deben introducirse en ellas.

Artículo 15

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

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

2. La condición de miembro de un mercado regulado o el acceso al mismo implica el cumplimiento de las exigencias de adecuación del capital por parte de las empresas de inversión y el control de dicho cumplimiento por parte del Estado miembro de origen, de conformidad con la Directiva 93/6/CEE.

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

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

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

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

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

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

El Reino de España, la República Helénica y la República Portuguesa podrán prolongar este período hasta el 31 de diciembre de 1999. Un año antes de dicha fecha, la

(1) DO núm. L 375, de 31-12-1985, pág. 3; Directiva modificada por última vez por la Directiva 88/220/CEE (DO núm. L 100, de 19-4-1988, pág. 31).

Comisión elaborará un informe teniendo en cuenta la experiencia adquirida en la aplicación del presente artículo y, si procede, presentará una propuesta. El Consejo, pronunciándose por mayoría cualificada sobre dicha propuesta, podrá decidir la revisión de este régimen.

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

5. Las disposiciones del presente artículo no afectarán a la facultad de los Estados miembros de autorizar o prohibir la creación de nuevos mercados en su territorio.

6. El presente artículo no afectará:

— en la República Federal de Alemania, a la normativa que regula la actividad de «Kursmakler»;

— en los Países Bajos, la normativa que regula la actividad de «hoekman».

Artículo 16

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

Antes del 31 de diciembre de 1996, la Comisión hará un informe sobre los datos así recibidos y, en su caso, propondrá modificaciones de la definición de mercado regulado a efectos de la presente Directiva.

Artículo 17

1. Además de cumplir las condiciones que se establecen en el artículo 13, toda empresa de inversión que desee establecer una sucursal en el territorio de otro Estado miembro deberá notificarlo a las autoridades competentes del Estado miembro de origen.

2. Los Estados miembros exigirán que toda empresa de inversión que desee establecer una sucursal en otro Estado miembro adjunte a la notificación a que se refiere el apartado 1 los siguientes datos:

a) el Estado miembro en cuyo territorio se proponga establecer la sucursal;

b) un plan de actuación en el que se determinen, entre otros aspectos, el tipo de actividad que se desee ejercer y la estructura organizativa de la sucursal;

c) la dirección en el Estado miembro de acogida en la que se le puedan solicitar documentos;

d) los nombres de los directivos de la sucursal.

3. Salvo que tengan razones para dudar de la idoneidad de la estructura administrativa o de la situación financiera de la empresa de inversión, habida cuenta de las actividades que ésta se proponga ejercer, las autoridades competentes del Estado miembro de origen transmitirán a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida la información contemplada en el apartado 2, en un plazo de tres meses a partir de la recepción del total de dicha información, e informarán de ello a la empresa de inversión de que se trate.

Además, comunicarán datos pormenorizados sobre cualquier sistema de garantía cuyo objeto sea asegurar la protección de los inversores de la sucursal.

En el caso de que las autoridades competentes del Estado miembro de origen se nieguen a transmitir a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida la información contemplada en el apartado 2, comunicarán las razones de la negativa a la empresa de inversión de que se trate, en el plazo de tres meses a partir de la recepción de la totalidad de la información. La negativa o la ausencia de respuesta podrá ser objeto de recurso judicial en el Estado miembro de origen.

4. Antes de que la sucursal de una empresa de inversión comience a ejercer su actividad, las autoridades competentes del Estado miembro de acogida dispondrán de dos meses, a partir de la recepción de la información a que se refiere el apartado 3, para organizar la supervisión de la empresa de inversión conforme a lo dispuesto en el artículo 19 y para indicar, en su caso, las condiciones, incluidas las reglas de conducta, que deberán presidir por razones de interés general el ejercicio de dichas actividades en el Estado miembro de acogida.

5. A partir de la recepción de una comunicación de las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, o en el caso de que, transcurrido el plazo previsto en el apartado 4, no se haya recibido comunicación alguna, la sucursal podrá establecer y comenzar a ejercer su actividad.

6. En caso de modificación de alguno de los datos comunicados con arreglo a las letras *b), c)* o *d)* del apartado 2, la empresa de inversión notificará por escrito dicha modificación a las autoridades competentes del Estado miembro de origen y del Estado miembro de acogida, como mínimo un mes antes de llevarla a efecto, para que las autoridades competentes del Estado miembro de origen puedan pronunciarse sobre dicha modificación con arreglo al apartado 3, y las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, con arreglo al apartado 4.

7. En caso de modificación de los datos comunicados con arreglo al párrafo segundo del apartado 3, las autoridades del Estado miembro de origen informarán de ello a las autoridades del Estado miembro de acogida.

Artículo 18

1. Toda empresa de inversión que desee ejercer por

primera vez su actividad en el territorio de otro Estado miembro al amparo de la libre prestación de servicios, notificará a las autoridades competentes del Estado miembro de origen:

— el Estado miembro en el que tenga previsto operar;

— un programa de actividad en el que se indique, en particular, qué servicio o servicios de inversión se propone prestar.

2. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen remitirán a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida la notificación a que se refiere el apartado 1 en el plazo de un mes a partir de la recepción de la misma. Seguidamente la empresa de inversión podrá empezar a prestar en el Estado miembro de acogida el servicio o servicios de inversión de que se trate.

Las autoridades competentes del Estado miembro de acogida indicarán a la empresa de inversión, si procede, una vez recibida la notificación a que se refiere el apartado 1, las condiciones, incluidas las normas de conducta, que deben cumplir los prestadores de los servicios de inversión de que se trate en el Estado miembro de acogida, por razones de interés general.

3. En caso de modificación del contenido de la información notificada de conformidad con el segundo guión del apartado 1 la empresa de inversión notificará por escrito esta modificación a las autoridades competentes del Estado miembro de origen y del Estado miembro de acogida antes de efectuar el cambio, para que las autoridades competentes del Estado miembro de acogida puedan, en su caso, indicar a la empresa cualquier cambio o complemento relativo a la información comunicada con arreglo al apartado 2.

Artículo 19

1. Los Estados miembros de acogida podrán exigir, con fines estadísticos, que todas las empresas de inversión que cuenten con sucursales en su territorio informen periódicamente a las correspondientes autoridades competentes sobre las operaciones que hayan desarrollado en dicho territorio.

Para el ejercicio de las responsabilidades que les incumben en la conducción de la política monetaria y sin perjuicio de las medidas que sean necesarias para reforzar el Sistema Monetario Europeo, los Estados miembros de acogida podrán exigir en su territorio que todas las sucursales de empresas de inversión originarias de otros Estados miembros suministren la información que, con este fin, exigen a las empresas de inversión nacionales.

2. Para el ejercicio de las responsabilidades que les corresponden con arreglo a la presente Directiva, los Estados miembros de acogida podrán exigir a las sucursales de las empresas de inversión la misma información que exigen, para este fin, a las empresas nacionales.

Los Estados miembros de acogida podrán exigir a las empresas de inversión que operen en libre prestación de servicios sobre su territorio la información que sea necesaria para controlar el cumplimiento por parte de estas empresas de las normas de los Estados miembros de acogida que les sean aplicables, sin que estas exigencias puedan sobrepasar las que estos mismos Estados miembros imponen, para controlar el cumplimiento de esas mismas normas, a las empresas establecidas.

3. Cuando las autoridades competentes del Estado miembro de acogida comprueben que una empresa de inversión que tenga una sucursal o preste servicios en su territorio no cumple las disposiciones legales o reglamentarias adoptadas en dicho Estado en aplicación de las disposiciones de la presente Directiva que confieren facultades a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, exigirán a la empresa de inversión de que se trate que ponga fin a la situación de irregularidad.

4. Si la empresa de inversión no adoptara las medidas oportunas, las autoridades competentes del Estado miembro de acogida informarán de ello a las autoridades competentes del Estado miembro de origen. Estas tomarán, en el más breve plazo posible, todas las medidas necesarias para que la empresa de inversión de que se trate ponga fin a la situación de irregularidad. Las autoridades competentes del Estado miembro de acogida deberán ser informadas sobre la naturaleza de las medidas adoptadas.

5. Si, a pesar de las medidas adoptadas por el Estado miembro de origen, o debido a que estas medidas resultan inadecuadas o no están previstas en dicho Estado, la empresa de inversión continuare violando las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas contempladas en el apartado 3, vigentes en el Estado miembro de acogida, este último, tras informar a las autoridades competentes del Estado miembro de origen, podrá tomar las medidas oportunas a fin de evitar o sancionar nuevas irregularidades y, en la medida en que sea necesario, prohibir a la empresa de inversión efectuar nuevas operaciones en su territorio. Los Estados miembros velarán porque en su territorio sea posible notificar a las empresas de inversión los documentos legales necesarios para la adopción de tales medidas.

6. Las disposiciones precedentes no afectarán a la facultad de los Estados miembros de acogida de tomar las medidas oportunas a fin de prevenir o sancionar en su territorio, los actos que sean contrarios a las normas de conducta adoptadas en aplicación del artículo 11 o a las demás disposiciones legales, reglamentarias y administrativas que hayan adoptado por razones de interés general. Entre esas medidas se incluye la posibilidad de impedir que las empresas infractoras efectúen nuevas operaciones en su territorio.

7. Toda medida adoptada en aplicación de lo dispuesto en los apartados 4, 5 y 6 que implique sanciones o restricciones a las actividades de una empresa de inversión deberá ser debidamente motivada y comunicada a la empresa de inversión afectada. Cada medida de este tipo podrá ser objeto de recurso judicial en el Estado miembro cuyas autoridades la hayan adoptado.

8. Antes de aplicar el procedimiento previsto en los apartados 3, 4 y 5 las autoridades competentes del Estado miembro de acogida podrán, en situaciones de emergencia, adoptar las medidas preventivas que consideraren necesarias para proteger los intereses de los inversores u otros destinatarios de los servicios. Tanto la Comisión como las autoridades competentes de los demás Estados miembros afectados deberán ser informados de dichas medidas con la mayor brevedad posible. La Comisión podrá decidir, previa consulta con las autoridades competentes de los Estados miembros afectados,

que el Estado miembro de que se trate modifique o anule tales medidas.

9. Si la autorización fuere retirada, se informará de ello a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, que tomarán las medidas oportunas a fin de evitar que la empresa de inversión afectada inicie nuevas operaciones en su territorio y de salvaguardar los intereses de los inversores. Cada dos años, la Comisión presentará un informe sobre estos casos a un Comité que se constituirá con posterioridad en el ámbito de los valores negociables.

10. Los Estados miembros informarán a la Comisión del número y naturaleza de aquellos casos en que se hayan producido negativas, en virtud de lo dispuesto en el artículo 17, o se hayan adoptado medidas de acuerdo con lo previsto en el apartado 5. Cada dos años, la Comisión presentará un informe sobre estos casos a un Comité que se constituirá con posterioridad en el ámbito de los valores negociables.

Artículo 20

1. A fin de garantizar que las autoridades competentes en lo relativo al mercado y a la supervisión puedan disponer de la información necesaria para el ejercicio de sus cometidos, los Estados miembros de origen exigirán por lo menos:

a) sin perjuicio de las disposiciones tomadas en aplicación del artículo 10 que las empresas de inversión conserven a disposición de las autoridades durante cinco años como mínimo los datos pertinentes acerca de las operaciones relativas a los servicios mencionados en el apartado 1 del artículo 14 que hayan efectuado sobre instrumentos negociados en un mercado regulado, con independencia de que dichas operaciones se hayan realizado en un mercado regulado o no;

b) que las empresas de inversión declaren a una autoridad competente del Estado miembro de origen todas las operaciones mencionadas en la letra *a),* cuando dichas operaciones se refieran a:

— acciones u otros instrumentos que den acceso al capital;

— obligaciones u otros instrumentos equivalentes a obligaciones;

— contratos a plazo normalizados referentes a acciones;

— opciones normalizadas referentes a acciones.

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

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

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

2. Cuando una empresa de inversión efectúe una operación en un mercado regulado de un Estado miembro de acogida, el Estado miembro de origen podrá renunciar a sus propios requisitos en materia de declaración cuando la empresa de inversión esté sometida a requisitos equivalentes de declaración sobre la misma operación por las autoridades de las que depende ese mercado.

3. Los Estados miembros establecerán que sea la empresa de inversión la que realice las declaraciones contempladas en la letra *b)* del apartado 1, bien por la propia empresa de inversión, o mediante un sistema de confrontación de las órdenes («trade matching system»), bien por mediación de las autoridades de una bolsa de valores o de otro mercado regulado.

4. Los Estados miembros velarán porque la información disponible en virtud del presente artículo también esté disponible para una correcta aplicación del artículo 23.

5. En el ámbito regulado por el presente artículo, cada Estado miembro podrá, de manera no discriminatoria, adoptar o mantener disposiciones más estrictas por lo que se refiere al fondo y a la forma sobre la conservación y declaración de datos relativos a las operaciones:

— efectuadas en un mercado regulado para el que sea Estado miembro de origen, o

— realizadas por las empresas de inversión para las que sea Estado miembro de origen.

Artículo 21

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

2. Para cada instrumento, las autoridades competentes exigirán por lo menos:

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

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

— al final de cada hora de funcionamiento del mercado, del precio medio ponderado y del volumen negociado

en el mercado regulado en cuestión durante un período de funcionamiento de seis horas que terminará de forma que, antes de la publicación, haya un intervalo de dos horas de funcionamiento del mercado, y

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

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

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

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

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

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

4. A más tardar el 31 de diciembre de 1997, la Comisión deberá informar sobre la aplicación del presente artículo. El Consejo, a propuesta de la Comisión y por mayoría cualificada, podrá decidir la modificación del presente artículo.

TITULO VI

Autoridades responsables de la concesión de la autorización y de la supervisión

Artículo 22

1. Los Estados miembros designarán a las autoridades competentes que deban desempeñar las funciones previstas en la presente Directiva e informarán de ello a la Comisión, indicando si existe reparto de competencias.

2. Las autoridades a que se refiere el apartado 1 deberán ser o bien autoridades públicas o bien organismos reconocidos en el ordenamiento jurídico nacional o por las autoridades públicas que hayan sido expresamente facultadas para dicho fin por la legislación nacional.

3. Se dotará a dichas autoridades de las facultades necesarias para el desempeño de su misión.

Artículo 23

1. Cuando existan varias autoridades competentes en un mismo Estado miembro éstas colaborarán estrechamente para supervisar las actividades de las empresas de inversión que en él operen.

2. Los Estados miembros velarán porque se establezca dicha colaboración entre las mencionadas autoridades competentes y las autoridades públicas responsables de la supervisión de los mercados financieros, de las entidades de crédito y otras instituciones financieras y de las empresas de seguros, en lo que se refiere a las respectivas entidades por ellas supervisadas.

3. Cuando las empresas de inversión operen en régimen de prestación de servicios o mediante el establecimiento de sucursales en uno o más Estados miembros distintos del Estado miembro de origen, las autoridades competentes de todos los Estados miembros interesados colaborarán estrechamente para cumplir más eficazmente con sus respectivas responsabilidades en los ámbitos cubiertos por la presente Directiva.

Dichas autoridades se proporcionarán previa solicitud, toda aquella información relativa a la gestión y estructura de propiedad de dichas empresas de inversión que pueda facilitar su supervisión y toda la información que pueda facilitar el control de tales empresas. En particular, las autoridades del Estado miembro de origen cooperarán para garantizar que las autoridades del Estado miembro de acogida obtengan la información a que se refiere el apartado 2 del artículo 19.

Siempre que resulte necesario para ejercer sus facultades de control, las autoridades competentes del Estado miembro de origen serán informadas, por las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, de cualquier medida que implique sanciones para una empresa de inversión o restricciones en las actividades de una empresa de inversión, y que haya sido adoptada por el Estado miembro de acogida en aplicación del apartado 6 del artículo 19.

Artículo 24

1. El Estado miembro de acogida velará porque, cuando una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro ejerza en el Estado miembro de acogida su actividad a través de una sucursal, las autoridades competentes del Estado miembro de origen puedan realizar verificaciones *in situ* de la información a que se hace referencia en el apartado 3 del artículo 23, por sí mismas o a través de personas designadas a tal efecto, habiendo informado previamente a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida.

2. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen podrán, asimismo, solicitar a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida la realización de dicha verificación. Las autoridades que hayan recibido tal solicitud deberán, en el ejercicio de sus competencias, obrar en consecuencia, realizando ellas mismas la verificación, permitiendo que ésta sea realizada por las autoridades que lo solicitaron o autorizando a un auditor o a un experto para que la lleve a cabo.

3. El presente artículo se entenderá sin perjuicio del derecho que asiste a las autoridades competentes de los Estados miembros de acogida de realizar verificaciones *in situ* de las sucursales establecidas en su territorio, en el ejercicio de las competencias que se les asignan en la presente Directiva.

Artículo 25

1. Los Estados miembros dispondrán que todas aquellas personas que estén o hayan estado al servicio de las autoridades competentes, así como los auditores o expertos que actúen en nombre de dichas autoridades, estén sujetas al secreto profesional. Ello significará que ninguna información confidencial que puedan recibir en el ejercicio de sus funciones podrá ser divulgada a persona o autoridad alguna, a no ser de forma genérica o colectiva, de tal manera que no sea posible identificar a empresas de inversión concretas, sin perjuicio de la responsabilidad penal.

No obstante, cuando una empresa de inversión haya sido declarada en quiebra o esté en proceso de liquidación obligatoria decretada por un tribunal, toda aquella información confidencial que no ataña a terceros que tomen parte en los intentos de salvar la empresa de inversión podrá ser divulgada en el curso de procedimientos civiles o mercantiles.

2. El apartado 1 no será obstáculo para que las autoridades competentes de los diferentes Estados miembros realicen los intercambios de información previstos en la presente y otras Directivas aplicables a las empresas de inversión. Dicha información estará sujeta al secreto profesional contemplado en el apartado 1.

3. Los Estados miembros únicamente podrán celebrar acuerdos de cooperación que prevean intercambios de información con las autoridades competentes de países terceros si la información transmitida está sujeta a garantías de secreto profesional que sean como mínimo equivalentes a las mencionadas en el presente artículo.

4. Las autoridades competentes que reciban información confidencial de conformidad con los apartados 1 ó 2 sólo podrán utilizarla en el ejercicio de sus funciones:

— para verificar el cumplimiento de las condiciones que regulen el acceso a la actividad de las empresas de inversión y facilitar el control, ya sea en base individual o consolidada, del ejercicio de dicha actividad, especialmente en lo que respecta a las exigencias de adecuación del capital establecidas en la Directiva 93/6/CEE, a la organización administrativa y contable y a los mecanismos de control interno; o

— para imponer sanciones; o

— en caso de recurso administrativo contra una decisión de la autoridad competente; o

— en procedimientos judiciales iniciados con arreglo a lo dispuesto en el artículo 26.

5. Los apartados 1 y 4 no serán óbice para el intercambio de información:

a) dentro de un Estado miembro, cuando existan varias autoridades competentes; o

b) dentro de un Estado miembro o entre Estados miembros, entre las autoridades competentes, y

— las autoridades a quienes corresponda la función pública de supervisión de entidades de crédito, de las demás instituciones financieras y de las empresas de seguros, así como las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados financieros,

— los órganos responsables de la liquidación y la quiebra de las empresas de inversión y de otros procedimientos similares, o

— las personas encargadas de la auditoría de las cuentas de las empresas de inversión y de las demás entidades financieras,

en el desempeño de sus funciones de supervisión. Tampoco serán óbice para que se transmita a los organismos que administran sistemas de indemnización la información necesaria para el desempeño de sus funciones. Dicha información estará sujeta al secreto profesional que se contempla en el apartado 1.

6. Lo dispuesto en el presente artículo tampoco obstará para que las autoridades competentes revelen a los bancos centrales que no supervisen individualmente las entidades de crédito o las empresas de inversión la información que éstos puedan necesitar para actuar como autoridades monetarias. La información que se reciba por este concepto estará sujeta al secreto profesional a que se refiere el apartado 1.

7. Lo dispuesto en el presente artículo no será obstáculo para que las autoridades competentes comuniquen la información a que hacen referencia los apartados 1 a 4 a una cámara de compensación o a otro organismo similar reconocido por el Derecho nacional para llevar a cabo servicios de compensación o liquidación de los contratos en uno de los mercados del Estado miembro, en casos en que dichas autoridades consideren que tal comunicación resulta necesaria con objeto de garantizar el funcionamiento regular de los organismos mencionados en relación con incumplimientos, incluso potenciales, de quienes intervienen en dicho mercado. La información que se reciba por ese concepto estará sujeta al secreto profesional a que se refiere el apartado 1. No obstante, los Estados miembros velarán porque la información recibida con arreglo al apartado 2 no pueda divulgarse en el supuesto contemplado en el presente apartado sin el consentimiento expreso de las autoridades competentes que hayan divulgado la información.

8. Asimismo, y no obstante lo dispuesto en los apartados 1 y 4, los Estados miembros podrán autorizar, en virtud de disposiciones legales, la divulgación de determinada información a otros servicios de su administración central, responsables de la legislación en materia de supervisión de entidades de crédito, instituciones financieras, empresas de inversión y empresas de seguros, así como también a los inspectores que actúen en nombre de dichos servicios.

Ello no obstante, la información sólo podrá ser divulgada cuando resulte necesario por razones de supervisión prudencial.

En cualquier caso, los Estados miembros dispondrán que la información recibida en virtud de lo dispuesto en los apartados 2 y 5 y la obtenida en la verificación *in situ* contemplada en el artículo 24 no sea nunca divulgada en los casos previstos en el presente apartado, salvo con el consentimiento expreso de las autoridades competentes que divulgaron la información o de las autoridades competentes del Estado miembro en que tuvo lugar la verificación *in situ*.

9. Si en el momento de la adopción de la presente Directiva un Estado miembro ha previsto intercambios de información de una autoridad a otra a efectos de control del incumplimiento de las leyes en materia de supervisión prudencial, en materia de organización, funcionamiento y comportamiento de las sociedades comerciales y de las reglamentaciones de los mercados financieros, dicho Estado miembro podrá seguir autorizando dicha transmisión hasta la coordinación del conjunto de las disposiciones que regulan el intercambio de información entre autoridades para todo el sector financiero y en todo caso, a más tardar el 1 de julio de 1996.

No obstante, los Estados miembros velarán porque, cuando la información proceda de otro Estado miembro, no pueda divulgarse en las condiciones contempladas en el párrafo anterior sin el consentimiento expreso de las autoridades competentes que hayan divulgado dicha información y sólo pueda utilizarse para los fines para los que dichas autoridades hayan dado su acuerdo.

El Consejo llevará a cabo la coordinación mencionada en el párrafo primero, sobre la base de propuestas de la Comisión. El Consejo toma nota del hecho de que la Comisión ha indicado que presentará propuestas a dicho efecto a más tardar el 31 de julio de 1993. El Consejo se pronunciará a la mayor brevedad, siendo el objetivo que la normativa objeto de dichas propuestas sea aplicable en la fecha de puesta en aplicación de la presente Directiva.

Artículo 26

Los Estados miembros velarán porque las decisiones tomadas con respecto a una empresa de inversión en virtud de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas adoptadas en aplicación de lo dispuesto en la presente Directiva puedan ser objeto de recurso judicial; lo anterior será igualmente de aplicación cuando no haya recaído resolución, dentro del plazo de los seis meses siguientes a la solicitud, sobre una petición de autorización que contenga todos los elementos requeridos por las disposiciones vigentes.

Artículo 27

Sin perjuicio tanto de los procedimientos para la retirada de autorizaciones como de las disposiciones de Derecho penal, los Estados miembros dispondrán que sus respectivas autoridades competentes, en lo que se refiere a las empresas de inversión que infrinjan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas a la supervisión o al ejercicio de sus actividades o a quienes ejerzan el control efectivo de las operaciones de dichas empresas, puedan adoptar medidas o imponer sanciones orientadas específicamente a poner término a las infracciones observadas o con las causas de éstas.

Artículo 28

Los Estados miembros velarán porque en la aplicación de las disposiciones de la presente Directiva no se efectúe discriminación alguna.

TITULO VII

Disposiciones finales

Artículo 29

El Consejo, hasta tanto se adopte una Directiva que establezca las disposiciones de adaptación de la presente Directiva al progreso técnico en los sectores indicados a continuación y de conformidad con la Decisión 87/373/CEE del Consejo (1) adoptará por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión, aquellas adaptaciones que puedan ser necesarias en lo relativo a:

— la ampliación del contenido de la lista que figura en la sección C del Anexo;

— la adaptación de la terminología de las listas que figuran en el Anexo con el fin de tener en cuenta la evolución de los mercados financieros;

— las materias en las cuales las autoridades competentes deban intercambiarse información, según se enuncian en el artículo 23;

— la clarificación de las definiciones, con objeto de lograr que la aplicación de la presente Directiva se haga de manera uniforme en toda la Comunidad;

— la clarificación de las definiciones, con objeto de que en la aplicación de la presente Directiva se tenga en cuenta la evolución de los mercados financieros;

— la adaptación de la terminología y formulación de las definiciones en función de posteriores medidas relativas a las empresas de inversión y materias conexas;

— las demás tareas previstas en el apartado 5 del artículo 7.

Artículo 30

1. Las empresas de inversión que hayan recibido autorización en su Estado miembro de origen para prestar servicios de inversión antes del 31 de diciembre de 1995 se considerarán autorizadas a efectos de la presente Directiva si la normativa del citado Estado ha subordinado su acceso a la actividad al cumplimiento de condiciones equivalentes a las establecidas en el apartado 3 del artículo 3 y en el artículo 4.

2. Las empresas de inversión que el 31 de diciembre de 1995 estuviesen operando, distintas de las empresas a que se refiere el apartado 1, podrán seguir operando siempre que obtengan, en el plazo de un año a partir del 31 de diciembre de 1996, con arreglo a las disposiciones

(1) DO núm. L 197, de 18-7-1987, pág. 33.

del Estado miembro de origen, la autorización para proseguir la actividad de conformidad con las disposiciones adoptadas en aplicación de la presente Directiva.

La concesión de dicha autorización es indispensable para que estas empresas puedan acogerse a las disposiciones de la presente Directiva en materia de libertad de establecimiento y de prestación de servicios.

3. Cuando las empresas de inversión hayan iniciado sus actividades en otros Estados miembros por medio de sucursales o en régimen de prestación de servicios antes de la fecha de adopción de la presente Directiva, las autoridades del Estado miembro de origen comunicarán entre el 1 de julio de 1995 y el 31 de diciembre de 1995 a las autoridades de cada uno de los demás Estados miembros interesados, con arreglo a los apartados 1 y 2 del artículo 17 y al artículo 18 y la lista de las empresas que cumplen las disposiciones de la presente Directiva que operan en dichos Estados miembros, e indicarán las actividades que llevan a cabo.

4. Las personas físicas que en el momento de la adopción de la presente Directiva estén autorizadas en un Estado miembro a ofrecer servicios de inversión serán consideradas personas autorizadas con arreglo a la presente Directiva, siempre que cumplan las obligaciones que se citan en el segundo guión del párrafo segundo del punto 2 del artículo 1 y en los cuatro guiones del párrafo tercero del punto 2 del artículo 1.

Artículo 31

Los Estados miembros adoptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva a más tardar el 1 de julio de 1995.

Dichas disposiciones entrarán en vigor, a más tardar, el 31 de diciembre de 1995. Los Estados miembros informarán de ello inmediatamente a la Comisión.

Cuando los Estados miembros adopten las disposiciones a que se refiere el párrafo primero 1, éstas harán referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros establecerán las modalidades de la mencionada referencia.

Artículo 32

Los destinatarios de la presente Directiva son los Estados miembros.

Hecho en Bruselas, el 10 de mayo de 1993.

ANEXO

SECCION A

Servicios

1. *a)* Recepción y transmisión de órdenes, por cuenta de los inversores, en relación con uno o varios instrumentos de la sección B.

b) Ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros.

2. Negociación por cuenta propia de cualquier instrumento de la sección B.

3. Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores, siempre que dichas carteras incluyan uno o varios instrumentos de la sección B.

4. Aseguramiento en relación con las emisiones de todos o de parte de los instrumentos a que se refiere la sección B y/o colocación de tales emisiones.

SECCION B

Instrumentos

1. *a)* Valores negociables.

b) Participaciones de un organismo de inversión colectiva.

2. Instrumentos de mercado monetario.

3. Los contratos financieros a plazo (futuros), incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo.

4. Los contratos a plazo sobre tipos de interés (FRA).

5. Los contratos de permuta («swaps») sobre tipos de interés, sobre divisas o los contratos de intercambios ligados a acciones o a un índice sobre acciones («equity swaps»).

6. Opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos que se contemplan en la presente sección del Anexo, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo. Concretamente, se incluyen en esta categoría las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés.

SECCION C

Servicios auxiliares

1. Custodia y administración de uno o varios instrumentos de la sección B.

2. Alquiler de cajas de seguridad.

3. Concesión de créditos o de préstamos a inversores para que puedan realizar una operación sobre uno o más instrumentos de la sección B, operación en la que debe intervenir la empresa que concede el crédito o el préstamo.

4. Asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas.

5. Servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento.

6. Asesoramiento sobre inversión acerca de uno o varios instrumentos de la sección B.

7. Servicio de cambio cuando dicho servicio esté relacionado con la prestación de servicios de inversión.

OPINIONES

ESPAÑA ANTE EL MERCADO UNICO DE VALORES

Amancio Fernández
Redactor Jefe de Economía del diario *ABC*

Todo proceso de liberalización lleva aparejada una fuerte carga de cambios. Cambios que afectan de forma desigual a quienes directa o indirectamente se ven involucrados por la reforma. Para aquellos que se han preparado, reporta ventajas; para los que no han podido, no han querido o no han sabido, supone las más de las veces su desaparición.

La desregularización o liberalización del mercado de valores impuesta por una Directiva de las Comunidades Europeas supondrá, por tanto, un fuerte cambio en el actual sistema español, tanto de las Bolsas, del mercado de deuda anotada, de renta fija privada de la AIAF como del mercado de futuros y opciones del MEFF. Esta obligada reconversión será más patente en las Bolsas y en aquellos sujetos que en ella operan, aunque también afectará notablemente al resto de los mercados de valores.

Para las empresas operadoras españolas supone una mayor concurrencia interna y, al mismo tiempo, la posibilidad de ampliar sus operaciones en mercados exteriores. ¿Qué consecuencias puede acarrear? En primer lugar, parece claro que hay un buen número de empresas españolas que están bien preparadas para esta liberalización. Sin embargo, para otras supondrá su desaparición o un proceso de concentración. Para los primeros, es posible su internacionalización y un mayor dinamismo, lo que conllevará también un mejor servicio para el cliente y, probablemente, como consecuencia de todo el proceso liberalizador, que concluirá en el año 2000, habrá una mayor eficiencia del mercado de valores.

No parece, sin embargo, que todos los mercados y todos los sujetos que en ellos se mueven tengan la misma opinión de la propia Directiva comunitaria, ni del desarrollo normativo que tendrá que adoptar España. Mientras algunos apuestan por un decidido proceso liberalizador, otros subrayan las cautelas, requisitos y plazos necesarios que posibiliten que todos, españoles y extranjeros, tengan las mismas armas y oportunidades para poder competir en un mercado cada vez más desregularizado y universal, sin fronteras, y con la sola limitación de la eficiencia.

La creciente internacionalización de la economía española durante las últimas décadas, desembocará en el Mercado Unico de la Unión Europea. Un horizonte que se acerca o retrocede en función de los ciclos económicos y de la velocidad de los más preparados o las renuencias y dificultades de los escépticos o de los rezagados.

Las consecuencias negativas no deben, en todo caso, impedir la liberalización y la apuesta por nuevas oportunidades tanto para los operadores de los distintos mercados como para sus usuarios, que, sin duda, tendrán más y mejores oportunidades de negocio, de financiación más barata o la posibilidad de mejorar su eficacia.

El que la ley española responda a todos estos requisitos es una de las garantías de que, en conjunto y a la larga, sea un proceso beneficioso y una nueva oportunidad de hacer los mercados españoles más eficientes, más universales, más preparados para nuestras propias empresas.

En todo caso, los operadores españoles y sus mercados han sabido ya adaptarse a recientes cambios, lo que supone una «cierta cintura» para amoldarse a la nueva competencia. En definitiva, un nuevo reto para todos. En opinión del profesor **Prosper Lamothe,** esta liberalización supondrá una reducción del número de agencias y sociedades de valores que operan en España. Paralelamente, se canalizarían más fondos europeos hacia los mercados españoles.

Nuestros mercados y los sujetos que en él operen serán más competitivos, según este profesor de la Universidad Autónoma de Madrid, en función de su nivel de adaptación. Para **Lamothe,** algunos sujetos están ya preparándose para el nuevo entorno, mientras que otros no sabrán hacerlo. Las estrategias que recomienda son: internacionalización, mediante compras de empresas extranjeras; fusiones entre firmas españolas; colaboración con otras empresas europeas o fidelización de los clientes españoles.

Para el presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, **Manuel Pizarro,** esta apertura le ha llegado a España en un momento

algo prematuro, dada la juventud del sector bursátil español, pero en su opinión, con una competencia justa, sin ventajas que no tengan también los miembros del mercado español, será una prueba más, pero superable.

Manuel Pizarro subraya que la principal consecuencia será un mejor funcionamiento de los mercados y unos mejores servicios financieros. Pide, sin embargo, que con la legislación española necesaria para adaptar nuestra legislación a la Directiva Comunitaria, no exista competencia desleal por parte de los extranjeros.

José Luis Leal, presidente de la Asociación Española de Banca Privada, AEB, espera que la próxima ley que aplicará en España la Directiva sea de sentido liberalizador. En su opinión, el régimen actual es ya bastante abierto y el proceso reformador desde finales de la pasada década ha hecho que nuestros mercados sean ya razonablemente competitivos. **Leal** opina que lo importante es adaptar inteligentemente nuestras normas a la Directiva comunitaria y mantener la tensión modernizadora.

Braulio Medel, presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, opina que la liberalización no va a suponer una influencia destacable en el mercado español de capitales en términos relativos de cuota de mercado. **Medel** recuerda otros procesos de liberalización, como el de la banca, y que, tras quince años de su aplicación, la cuota que han logrado los bancos extranjeros está en torno al 2 por 100 del total.

El principal problema, a su entender, con el que se encontrarán los sujetos españoles es el de su dimensión, algo similar, en su opinión, respecto a los mercados, con el riesgo de que el mercado español se quede reducido a negociar valores de empresas españolas que por su tamaño no sean relevantes a nivel europeo.

Para **César Alierta,** presidente de Beta Capital, nuestros sujetos de mercado son competitivos, tanto por sus condiciones de trabajo, por sus comisiones, como por ser los auténticos conocedores del mercado. Según el presidente de Beta Capital, también los mercados están en condiciones tanto tecnológicas como de eficiencia para poder competir en un mercado abierto. Añade, que respecto al libre acceso sin necesidad de establecerse en España, tener un sistema de concentración electrónica no lo es todo; el mercado y la condición de miembro del mismo es algo más que un sistema de apoyo a la contratación.

Por último, **Javier Aríztegui,** jefe de Operaciones del Banco de España, afirma que el proceso de liberalización abre un futuro de claroscuro en los mercados españoles.

Aríztegui dice que el proceso de competencia por parte de las empresas de inversión, accediendo a menos mercados, aumentará la liquidez de éstos, y como consecuencia, la financiación para los emisores será más barata. Plantea **Aríztegui** que, sin discriminar a los no residentes, será necesario aplicarles un estatuto especial, lo más objetivo posible, pero, en su opinión, inevitablemente diferente, para evitar riesgos innecesarios.

Para **Aríztegui,** las Bolsas serán los mercados más afectados por la Directiva sobre Servicios de Inversión. El número de miembros españoles en los mercados disminuirá, añade, bien por fusiones para hacer frente a la mayor competencia, bien por ser inevitables en el nuevo marco. Sin embargo, concluye que seremos capaces de sobrevivir y de avanzar si ganamos eficiencia y seguimos dando con decisión los pasos oportunos.

«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 servicios 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 AUTENTICOS 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, entendiendo 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 Bussiness 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. Desde1989 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 de1989, 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).

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO. Alicante.
CAJA DE AHORROS DE AVILA. Avila.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ. Badajoz.
CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA. Barcelona.
CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA. Barcelona.
BILBAO BIZKAIA KUTXA. Bilbao.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CIRCULO CATOLICO DE OBREROS DE BURGOS. Burgos.
CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS. Burgos.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA. Cáceres.
CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE CARLET. Carlet (Valencia).
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba.
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba.
CAJA DE AHORROS DE GALICIA. La Coruña.
CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA. Cuenca.
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA. Girona.
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA. Granada.
CAJA DE AHORRO PROVINCIAL DE GUADALAJARA. Guadalajara.
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN. Jaén.
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES. CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD. León.
CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA. Logroño.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID. Madrid.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA, CADIZ, ALMERIA, MALAGA Y ANTEQUERA (UNICAJA). Málaga.
CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU. Manlleu (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE MANRESA. Manresa (Barcelona).
CAJA DE AHORROS LAYETANA. Mataró (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE MURCIA. Murcia.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTINYENT. Ontinyent (Valencia).
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE. Orense.
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS. Oviedo.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES. Palma de Mallorca.
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS. Las Palmas de Gran Canaria.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA. Pamplona.
CAJA DE AHORROS DE NAVARRA. Pamplona.
CAJA DE AHORROS DE POLLENSA. Pollensa (Baleares).
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA. Pontevedra.
CAJA DE AHORROS DE SABADELL. Sabadell (Barcelona).
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA Y SORIA. Salamanca.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GUIPUZKOA Y SAN SEBASTIAN. San Sebastián.
CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS. Santa Cruz de Tenerife.
CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA. Santander.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA. Segovia.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA. Sevilla.
CAJA SAN FERNANDO DE SEVILLA Y JEREZ. Sevilla.
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA. Tarragona.
CAJA DE AHORROS DE TERRASSA. Terrassa (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE (BANCAJA). Valencia.
CAIXA VIGO. Vigo (Pontevedra).
CAJA DE AHORROS DEL PENEDES. Vilafranca del Penedés (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA (CAJAVITAL). Vitoria.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA). Zaragoza.
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGON. Zaragoza.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

N.º 54. Sistema Financiero 1993.
N.º 55. Comunidades Autónomas. Situación económica actual.
N.º 56. La competitividad de la industria española.
N.º 57. Tribuna joven: los nuevos economistas ante el reto europeo.
N.º 58. Entidades financieras y competitividad.
N.º 59. Economía y Hacienda de las Comunidades Autónomas.
N.º 60/61 Sector agrario. Bajo el signo de la incertidumbre.
N.º 62. Economía española. Análisis y diagnóstico.

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Ultimos números publicados:

N.º 41. Planificación fiscal internacional.
N.º 42. Instituciones y mercados financieros. Modelos de gestión.
N.º 43. El riesgo en las entidades de crédito.
N.º 44. Titulización de activos financieros.
N.º 45. Las entidades de crédito ante la unión europea.
N.º 46. Deuda pública. Una revisión actual.
N.º 47. Sociedades de Garantía Recíproca.
N.º 48. Sistema financiero español, 1994: los retos de la competitividad.
N.º 49. Mercado de valores y mercado financiero único.

ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Ultimos números publicados:

N.º 10. Aragón.
N.º 11. Arco Mediterráneo.
N.º 12. La Rioja.
N.º 13. Cantabria.
N.º 14. Castilla y León.

ESTUDIOS DE LA FUNDACION

N.º 5. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito (segunda edición revisada).
N.º 6. Las áreas deprimidas de España.

GUIAS PARA EL LECTOR

EL MERCADO UNICO DE VALORES: LA DIRECTIVA SOBRE SERVICIOS DE INVERSION. ALGUNAS IMPLICACIONES PARA ESPAÑA

Antonio Hernández García

El objeto de este artículo es analizar la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) y sus principales implicaciones para España.

En el primer apartado se hace un repaso general del significado del Area Financiera Integrada de la Unión Europea, que consagra los principios de libre prestación de servicios y derecho de establecimiento en el ámbito del sector bancario, el asegurador y el relativo al mercado de valores. Asimismo, se describen sus principales objetivos, entre los que destaca el fortalecimiento de la competencia y la solidez del sistema financiero de la Unión Europea, así como la protección de los depositantes e inversores. Por último, en este apartado se explica, por un lado, cómo el Mercado Unico de Valores, al consagrar tales principios liberalizadores en el ámbito concreto de los mercados de valores, constituye una pieza clave del Area Financiera Integrada y, por otro, que por Mercado Unico de Valores no debe entenderse la consecución de un único mercado de valores en la Unión Europea, sino el que los distintos mercados existentes entren en competencia entre sí y, en consecuencia, sean competitivos a nivel internacional.

En el segundo apartado se analiza la DSI, que va a ocupar un lugar esencial dentro del Mercado Unico de Valores, en la medida que regula el principio de «licencia única» y «supervisión por el país de origen» para las empresas que prestan servicios de inversión. Asimismo, se intenta explicar por qué la DSI no ha entrado en vigor el 1 de enero de 1993, en contraste con la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (SDCB), que regula los mismos principios en el ámbito bancario. Entre los argumentos que se citan justificando ese retraso se hace hincapié en el hecho de haberse añadido en su texto el objetivo de liberalizar el acceso a los mercados secundarios «regulados» de los países miembros. En efecto, ante las distintas estructuras de mercados bursátiles (unas guiadas por precios, como el SEAQ INTERNATIONAL, de Londres, y otras guiadas por órdenes, como los mercados bursátiles de los países latinos) y ante la diferente filosofía subyacente en la regulación financiera de los distintos Estados miembros (más liberal en Reino Unido —para minimizar la intervención pública en los mercados— y más conservadora en los países latinos —velando por la protección del inversor—), no es de extrañar el que esta Directiva haya tardado tanto tiempo en aprobarse y no entre en vigor hasta el 1 de enero de 1996. También en ese apartado se describen los principales problemas que se plantearon al elaborar la Directiva y las fórmulas de compromiso finalmente adoptadas; especialmente, en materia de transparencia en la publicación de las operaciones realizadas en los mercados, concentración de órdenes en los mismos y libre acceso de las entidades de crédito a los mercados bursátiles. Por último, ese apartado hace un repaso general del contenido de la Directiva, destacándose los requisitos que tiene que cumplir toda empresa de inversión, en el momento de su autorización y durante el ejercicio de su actividad, para poder disfrutar del «pasaporte» comunitario.

En el tercer apartado se hace un análisis de los cambios que habrá que introducir en la Ley del Mercado de Valores de 1988 para cumplir con la DSI; en particular, en lo que respecta al ámbito competencial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los sujetos del mercado (sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera) y los mercados oficiales (concepto que pasa a incluir, aparte del mercado bursátil, el de deuda anotada y el de futuros y opciones, al mercado de renta fija privada de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros —AIAF—).

Finalmente, en el cuarto apartado, se analizan las implicaciones competitivas que tendrá la DSI sobre nuestro mercado de valores. Partiendo de las ventajas y desventajas de Londres como centro financiero internacional, y de las estrategias adoptadas por varios mercados de valores europeos (v. gr. el alemán, el holandés y el de los países nórdicos), se hace un análisis de los factores competitivos del mercado de valores español, utilizando el «Nuevo Paradigma de Competitividad», de M. Porter. Teniendo en cuenta esos factores competitivos se esbozan las estrategias competitivas que deberían adoptar, y de hecho están adoptando ya, tanto nuestras empresas de inversión como los mercados de valores españoles. Entre tales estrategias se incluye la necesidad de buscar una dimensión internacional, la importancia de la eficiencia operativa, el aprovechamiento del proceso de «desintermediación» bancaria y la necesidad de cubrir óptimamente las exigencias de una demanda cada vez más sofisticada (especialmente la relativa a los inversores institucionales: fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones).

LA SUPERVISION DE LAS SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES. IMPACTO DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION

Ramiro Martínez-Pardo del Valle

El principal objetivo que perseguía la Reforma del Mercado de Valores de 1989 era potenciar y preparar el mercado de valores español ante la perspectiva de un mercado europeo de capitales, perspectiva que cada vez se ve más próxima y que se concreta, en este ámbito, en la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión que habrá de incorporarse a la legislación española durante el presente año.

La Reforma se configuraba desde el principio fundamentalmente como una reforma de eficiencia basada en cuatro principios: la creación de las Sociedades y Agencias de Valores como intermediarios financieros especializados a las que se les exigen el cumplimiento de unos niveles adecuados de solvencia y liquidez, que pretenden dotar al sector de un mayor grado de profesionalización y de criterios empresariales; la reforma de las estructuras de negociación, compensación y liquidación, que incrementan la rapidez de las transacciones y la transparencia del mercado, al aumentar la calidad y frecuencia de la información disponible para intermediarios e inversores y reducir los costes operativos; la configuración de un nuevo marco legal para la Inversión Colectiva, que ha permitido canalizar grandes masas de ahorro hacia los mercados de valores; y por último, la creación de un organismo impulsor de la Reforma, encargado de la supervisión e inspección de los mercados y, en particular, de las Sociedades y Agencias de Valores cuyo objetivo en cuanto a éstas se centraba básicamente en la protección del inversor en un momento, el año 1989, en que la popularización de la inversión llevaba a las entidades a ofrecer productos cada vez más sofisticados y a los inversores a invertir en activos cuyos riesgos ignoraban. Teniendo en cuenta este objetivo de protección, la supervisión se ha ejercido durante estos años en tres niveles distintos: el régimen de autorización, la solvencia financiera y patrimonial, y la supervisión de las normas de conducta y relaciones con la clientela, cuyas características son las siguientes:

En cuanto al régimen de autorización, las fuertes incompatibilidades de socios y administradores buscando paliar los potenciales conflictos de interés, las restricciones de objeto social que han impedido a las Sociedades y Agencias de Valores desplegar todas sus posibilidades de actuación y la reserva de actividad, establecida con objeto de evitar la actuación de intermediarios no autorizados, que compitan de forma desleal con los autorizados y que conllevan importantes riesgos para los inversores, son los problemas más importantes que ha debido abordar la actividad supervisora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La supervisión en este aspecto ha puesto de manifiesto, por un lado, importantes restricciones legales al ejercicio de la misma y, por otro, algunas dificultades prácticas a la hora de aplicar la

excesiva rigidez legislativa de algunas materias reguladas por la Ley de 1988.

En el ámbito de la solvencia financiera y patrimonial, la aprobación de la Ley 13/1992, de recursos propios y supervisión consolidada de las entidades financieras, cumplió en su momento la doble misión de dar solución a los problemas prácticos que suponía la inexistencia de supervisión en base consolidada (traslación de riesgos y resultados de unas entidades a otras, desconocimiento de los recursos propios disponibles por el grupo, etc...), y trasponer la Directiva de Adecuación de Capital, que iguala las exigencias de recursos propios a nivel europeo.

Por último, en la supervisión de las normas de conducta y relaciones con la clientela, la actuación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se ha tornado más cualitativa y reparadora a diferencia de los anteriores de carácter prudencial y preventivo. La aprobación del Código General de Conducta anexo al Real Decreto 629/1993, y la homogeneización de las normas de protección a la clientela entre entidades de crédito en su actuación en el mercado de valores, y Sociedades y Agencias de Valores, cumplen sobradamente las previsiones de la Directiva de Servicios de Inversión en esta materia.

Este esquema de supervisión se va a ver, sin embargo, trastocado con los dos principios inspiradores de la Directiva de Servicios de Inversión: la autorización única y el reparto de competencias supervisoras, que van a afectar fundamentalmente a la supervisión ejercida en lo que respecta al régimen de autorización. En cuanto al primero, consiste en el reconocimiento por parte del resto de países de la autorización otorgada en uno de ellos y conlleva la posibilidad de actuación de una entidad en el resto de países a través de sucursal o en régimen de libre prestación de servicios, a diferencia del criterio actual que exige la creación de una filial. La consecuencia práctica es la imperiosa necesidad de que los requisitos de autorización se armonicen, de tal manera que se otorguen garantías al inversor y a los mercados sobre la capacidad, profesionalidad y solvencia de los intermediarios y se evite la posibilidad de que coexistan en un país diferentes categorías de empresas de servicios de inversión con capitales mínimos diferentes y formas jurídicas distintas, asunto que deberá tratar el legislador nacional en profundidad al quedar muy abierto en la Directiva. Sobre el reparto de competencias, la Directiva atribuye al país de origen la supervisión de las normas prudenciales y de solvencia y, al de acogida, la correspondiente a las normas de conducta. Los problemas prácticos que plantea esta distribución no son pocos: entre ellos, la determinación de dónde se presta un servicio, sobre todo en el caso de su libre prestación, para así determinar qué país es competente en la supervisión: si el país donde reside el intermediario, donde reside el cliente o donde esté ubicado el mercado en el que se realiza la transacción. Por otra parte, la necesidad de supervisión *in situ* implicará actuaciones fuera de nuestras fronteras que requerirán un replanteamiento de los criterios de asignación de medios materiales y humanos seguidos hasta ahora por el supervisor. Pero sobre todo, hay que destacar la gran importancia que requerirán los intercambios de información entre los organismos supervisores de los países implicados en la supervisión de una misma entidad y que presumiblemente será la clave que permita mantener los niveles de vigilancia y protección actuales.

En conclusión, tanto las dificultades prácticas de la supervisión, consecuencia de la Ley de 1988, como los problemas que plantea la aplicación de la Directiva requerirán una difícil plasmación legislativa y un esfuerzo de los supervisores de todos los países por agilizar los procedimientos de supervisión y coordinación de sus actuaciones, además del necesario impulso armonizador por parte de los Estados miembros en materias aún pendientes, tales como la segregación de fondos en empresas de inversión o el Fondo de Garantía de Inversiones. No obstante, pese a que el impacto de la Directiva en los modelos de supervisión va a cambiar notablemente, no parece que dicho impacto sobre el sector considerado en su conjunto vaya a ser exagerado. En primer lugar, porque la graduación en la supervisión de las Sociedades y Agencias de Valores ha conseguido dotar a éstas de los niveles de profesionalización y criterios empresariales perseguidos por la Reforma de 1989 y, en segundo, porque el pasaporte comunitario ya es disfrutado por las entidades de crédito (con las que las Sociedades y Agencias de Valores están en abierta competencia) en virtud de la transposición de la Segunda Directiva Bancaria y a pesar de ello, la presencia física a través de una filial o sucursal ha sido la opción elegida en casi todos los casos por razones comerciales, fiscales o simplemente por estrategia de negocio o de grupo, lo que lleva a pensar que algo parecido podría ocurrir con las empresas de servicios de inversión, sector en el que la presencia física adquiere aún mayor importancia.

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

Rafael Mínguez Prieto

La Directiva de Servicios de Inversión (DSI en adelante) va a suponer una reforma del *status* de las empresas de servicios de inversión españolas, comprendiendo bajo esta categoría, en un sentido amplio, tanto a las Sociedades y Agencias de Valores, como a las entidades de crédito.

Esa nueva orientación del esquema de actuación de nuestras empresas de servicios de inversión se asienta fundamentalmente en el principio de «licencia única» o «pasaporte comunitario» que se contempla en la Directiva, en cuya virtud toda empresa autorizada en un Estado miembro para operar en los mercados financieros prestando servicios de inversión pueda desarrollar dicha actividad en el resto de países miembros de la Unión Europea, tanto en régimen de libertad de establecimiento como en libre prestación de servicios.

Para conseguir tal objetivo el principio anterior se ve complementado con la armonización de las condiciones de autorización, así como el otorgamiento de la competencia de supervisión prudencial al Estado de origen de la empresa, si bien el Estado de acogida mantiene competencias de supervisión en materia de normas de interés general.

Dichas consecuencias generales, descritas a grandes rasgos, tienen un efecto inmediato a nivel interno, cual es el de modificar el esquema de actuación de nuestras empresas contemplado en los Títulos V y VI de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Desde una perspectiva de *status* jurídico de las empresas, las principales implicaciones del esquema comunitario podrían ser las siguientes. En primer lugar, la igualdad de actuación entre entidades de crédito y Sociedades y Agencias de Valores, en lo que a actuación en los mercados de valores se refiere. Asimismo, las Sociedades Gestoras de Cartera entrarán en la categoría de empresas de servicios de inversión. Tampoco es descartable que surjan nuevas categorías que presten servicios en los mercados financieros sin gozar de pasaporte comunitario.

En cuanto a la actual enumeración de actividades recogidas en los artículos 70, 71 y 76 de la Ley 24/1988, deberá ser cambiada para amoldarse al esquema comunitario de referir servicios de inversión sobre instrumentos financieros. Igualmente, estas nuevas delimitaciones obliga a que en la autorización de nuevas empresas se especifiquen las actividades concretas que se les faculta a desarrollar.

Mención especial debe hacerse de las reglas de idoneidad sobre accionistas que deberán incorporarse en tanto barrera de entrada a la operativa en los mercados. De igual manera, habrá que articular unas reglas específicas sobre separación de efectivo confiado por los clientes a las empresas de servicios de inversión.

En materia de idoneidad se incorpora también el régimen de «participaciones cualificadas» que posibilitará la intervención

administrativa de los supervisores en aras de garantizar una gestión seria y profesional de las empresas, impidiendo o vetando participaciones que menoscaben aquélla.

En otro orden de cuestiones, una implicación crucial es la resultante de la organización y del esquema de actuación en mercados que contempla la Directiva. A la vez que se reconoce el derecho a acceder a cualquier mercado de un Estado miembro, sin distinción alguna entre las entidades de crédito y las que no lo son, se posibilita de igual manera el acceso a los sistemas de compensación y liquidación. Ciertamente, el mercado que se verá afectado en mayor medida es el bursátil.

Asimismo, se opta por un modelo de mercado desconcentrado que implicaría una mayor operativa de las empresas fuera de los mecanismos ordinarios de contratación.

En materia de supervisión, habrá que reorientar las obligaciones de información a las autoridades supervisoras y al mercado como tal, en consonancia con los postulados de la Directiva.

Finalmente, y desde una perspectiva económica, es un hecho claro que la DSI va a suponer una mayor competencia en nuestros mercados por el incremento de la actuación de empresas comunitarias, tanto en mercados como fuera de ellos.

En conclusión, si es común afirmar que la Ley de 1988 representó el primer *big bang* en nuestro mercado, el segundo se avecina con las repercusiones que la DSI tendrá para los sujetos de nuestro mercado.

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

Gregorio Arranz Pumar

La Directiva de Servicios de Inversión permite a las empresas de inversión autorizadas en cualquier Estado miembro de la Unión Europea el poder operar en los demás Estados, abriendo sucursales o en régimen de libre prestación de servicios, sin necesidad, ni de recabar nuevas autorizaciones, ni de cumplir requisitos prudenciales añadidos. Prestándose mayoritariamente los servicios de inversión en el seno de los mercados regulados la Directiva consagra, como una explicitación de la facultad citada, las posibilidades que tienen las empresas de inversión (incluidas las entidades de crédito) de operar en los mismos (no siendo necesariamente miembros).

La posibilidad que concede la DSI a las empresas de inversión no requiere una previa armonización de las reglas de funcionamiento de los mercados, tarea por otra parte más que titánica si se tienen en cuenta los diferentes modelos de organización existentes. No obstante, sí parece necesario, y así lo recoge la propia Directiva, el establecer unas reglas mínimas que sirvan para determinar cuándo un mercado tiene el carácter de regulado. La regulación de la Directiva tiene, pues, un cierto carácter instrumental, ya que si no existiese la misma, los Estados siempre podrían cerrar el acceso a sus mercados sosteniendo que no son regulados.

En este trabajo se pasa revista a las principales reglas que contiene la Directiva sobre mercados regulados, tratando de analizar cómo afectan a la configuración de nuestros mercados.

La definición de mercado regulado es lo suficientemente amplia para que podamos considerar como tales, sin ninguna dificultad, no sólo los actuales mercados conocidos como oficiales (Bolsas de Valores, Mercado de Deuda Pública Anotada, Mercado de Futuros y Opciones), sino también al Mercado AIAF de Renta Fija.

Otra cuestión que regula la Directiva es el libre y efectivo acceso a los mercados, no sólo para las empresas de inversión, sino también para las entidades de crédito. Al no prejuzgar la Directiva la forma específica de incorporación al mercado, no debemos tener ninguna dificultad en mantener el sistema español de miembros-accionistas. La nueva legislación deberá permitir la incorporación de las empresas de inversión comunitarias, a través de sus sucursales, a todos los mercados oficiales. Algo parecido deberá preverse en relación con las entidades de crédito (ya sean españolas o sucursales de entidades comunitarias) siendo éste especialmente novedoso en relación con las Bolsas de Valores. Por otra parte, deberemos sopesar las ventajas e inconvenientes que tiene el permitir que las entidades comunitarias puedan, sin abrir en España una sucursal, acceder a nuestros mercados que funcionen sin requerimientos de presencia física.

Aunque la Directiva no impone ningún modelo de mercado, sí que atribuye un derecho al inversor a operar fuera del mercado, siempre que así se lo autorice a una empresa de inversión mediadora. Esta novedad va a suponer un cambio bastante radical en el funcionamiento de nuestros mercados, sobre todo los bursátiles, si bien se pueden establecer medidas destinadas a proteger al inversor.

Finalmente, la Directiva contiene unas reglas mínimas sobre conservación de datos por los miembros de los mercados, obligaciones de información de dichos miembros *(reporting)* hacia sus supervisores, publicidad que ha de darse a las operaciones que se realizan en el seno de los mercados (transparencia). La incorporación de dichas reglas no debe plantear excesivos problemas a los mercados españoles, fundamentalmente porque los requerimientos ya existentes son muy exigentes (especialmente en relación con las Bolsas) y porque la propia Directiva permite una aplicación flexible de sus previsiones en función de la naturaleza de los valores y mercados regulados donde se negocien.

IMPLICACIONES DEL MERCADO UNICO DE VALORES SOBRE EL SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES

Raimundo Ortega Fernández
Agustín Márquez Dorsch

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) —cuya génesis, funcionamiento y problemática actual se intenta resumir en los apartados introductorios del artículo— se enfrenta a la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) en una situación peculiar. Y es que la custodia y administración de valores, actividades directamente relacionadas con sus cometidos, no están al parecer incluidas entre lo que la DSI contempla como servicios de inversión a los cuales se aplican tanto la autorización por el Estado miembro de origen como los principios incardinados en las libertades de establecimiento y prestación de servicios. Ahora bien, en la medida en la cual esas actividades de custodia —calificadas de «servicios auxiliares» en el texto legal europeo— sean llevadas a cabo por empresas catalogadas como de inversión, el Estado de acogida vendrá obligado a permitir su realización en igualdad de condiciones con las empresas que estén operando ya en su territorio.

El SCLV deberá, por tanto, aceptar como entidades adheridas no sólo a todos los miembros de las Bolsas españolas —sean nacionales o no-residentes—, sino también a las empresas de inversión que, autorizadas por sus respectivos Estados de origen no deseen convertirse en miembros de nuestras Bolsas, así como a las entidades de crédito operantes en otros países de la Unión Europea y aquellos depositarios centrales de países de la Unión que lleven a cabo funciones similares a las del Servicio.

La tesis implícita en el artículo es que no existirán dificultades apreciables para que el SCLV se adapte, legal y técnicamente, a la nueva situación creada a partir del 1 de enero de 1996 por la entrada en vigor de la DSI. Los problemas que pudieran preocupar son de orden más general y hacen referencia a aspectos básicos de nuestro mercado de valores. El primero de ellos deri-

va de la flexibilización que la DSI aporta en la hasta ahora vigente obligación de concentración de órdenes en los mercados oficiales, principio tradicional en los mercados calificados como de «corte latino». En el futuro y por mor de los principios establecidos en la DSI, será factible efectuar transacciones por fuera del mercado oficial, optándose, por tanto, en favor de una mayor flexibilidad para negociar libremente entre inversores con la única obligación de comunicar esas operaciones a las instancias reguladoras de dichos mercados. El panorama que se dibuja se caracteriza, pues, por una liberalización en la negociación de valores españoles entre inversores no residentes, entre residentes cuando la operación se efectúe fuera de nuestras fronteras e, incluso, entre residentes en nuestro territorio cuando decidan ejercer su derecho a contratar al margen del mercado oficial. Lo que ello significa para el SCLV es que se impone la necesidad de flexibilizar sus procedimientos de liquidación y, por supuesto, revisar los supuestos sobre los cuales está cimentado su sistema de aseguramiento de posibles riesgos de liquidación.

Otra cuestión especialmente relevante es la de en qué medida la entrada en vigor de la DSI afectará a las operaciones de no residentes. Es innegable que, hoy en día, un fuerte volumen de contratación sobre valores españoles tiene lugar entre no residentes y al margen de nuestro mercado. Esa realidad tropieza actualmente con las exigencias derivadas del principio de concentración de órdenes, lo cual se traduce en que dichas operaciones no se reconozcan como transferencias reales de titularidad en nuestros sistemas de anotaciones en cuenta en tanto no se formalice posteriormente gracias a una aplicación. Pues bien, el reconocimiento de las operaciones realizadas en el extranjero a que obligará la DSI forzará a facilitar la inscripción de dichas operaciones en los registros con el mínimo de inconvenientes y costes para su titular, planteándose así la cuestión de cómo deberá formalizarse la inscripción de la transferencia de titularidad que la operación origina y si, por ende, debería revisarse el alcance de nuestro actual sistema de registro.

Después de analizar las cuestiones relativas al depósito de valores no-residentes y sugerir que la autorización para que las entidades adheridas al SCLV puedan utilizar cuentas a nombre de otras entidades depositarias de otros países miembros de la Unión es la solución más práctica, el artículo se enfrenta con el examen de cuál puede ser el futuro del SCLV. Cuatro cuestiones son examinadas con especial cuidado: la conveniencia de integrar definitivamente la compensación y liquidación de las operaciones de renta fija hoy en día contratadas en el mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF); la obligación de controlar al máximo el riesgo que el SCLV pudiera asumir y ello tanto asegurando el cuadre de los valores emitidos con los acreditados a cada titular como evitando al máximo posible las consecuencias económicas derivadas de los incumplimientos; la conexión entre los sistemas de compensación y liquidación de los depositarios centrales de los países miembros de la Unión es una cuestión en la cual, sorprendentemente se ha avanzado muy poco, sobre todo si se tienen en cuenta las ventajas derivadas tanto de optimizar la coordinación entre mercados cuyos valores emitidos en uno cotizan también en otros como de facilitar a las entidades de cada país, mediante su única adhesión a un depositario central, la liquidación de operaciones y el depósito de valores en otros mercados; por último, está la cuestión de atajar lo que hoy en día se ven como carencias del mercado español y cuya superación impone una actuación coordinada tanto de las autoridades puramente bursátiles como de las fiscales.

A la hora de extraer conclusiones se sienta una premisa básica y se plantean tres objetivos a cuyo cumplimiento deberían encauzar sus esfuerzos todos los sectores del mercado. La premisa es que la entrada en vigor de la DSI el 1 de enero de 1996 no traerá consigo, en principio, una revolución de las prácticas de mercado, sino, más bien, el reconocimiento definitivo de unas tendencias de liberalización y globalización que ya estaban con nosotros y que, si acaso, se acelerarán y acentuarán. En cuanto a los objetivos en función de los cuales deberían encauzarse las modificaciones en el mercado español son tres: *a)* la promoción de los valores españoles frente a los de otros países como candidatos a formar parte de las carteras institucionales mundiales, dotando con ello de mayor liquidez a los mismos; *b)* la consecución de una mayor cuota de participación de nuestros mercados regulados en las cifras internacionales de contratación que alcancen los valores nacionales, frente a las alternativas de contratación a través de otros mercados; *c)* la defensa de la participación de nuestras entidades en el volumen negociado y liquidado en nuestros mercados, aprestándose así a defenderse frente a la posible entrada de nuevos competidores extranjeros al amparo de la libertad de prestación de servicios promovida por la Directiva de Servicios de Inversión.

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

Gloria Hernández García

La creación de un Area Financiera integrada en la Unión Europea exige la consecución de la libertad de establecimiento, libre prestación de servicios y armonización de las condiciones de supervisión, tanto en el ámbito bancario como en el asegurador y el de los mercados de valores.

Por lo que se refiere a los mercados de valores, los trabajos comunitarios se han plasmado en dos Directivas:

— La Directiva de Servicios de Inversión (DSI), que consagra el principio de 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.

— La Directiva de Adecuación de Capital (DAC), que armoniza las exigencias de recursos propios de las empresas con «pasaporte» comunitario.

El artículo se centra en la primera de las Directivas mencionadas y, más concretamente, en aquellos aspectos de la misma que afectan al mercado español de Deuda del Estado, con el objetivo de identificar el alcance e implicaciones de las modificaciones que habrá que introducir, tanto en su regulación como en su funcionamiento, para adecuarlo a las exigencias contenidas en la DSI.

A estos efectos, el apartado II del artículo en el que se estudian las repercusiones de la DSI sobre el mercado de Deuda se subdivide en seis secciones, en las que se abordan cada uno de los aspectos fundamentales en que se centra la Directiva.

El apartado II.1 se refiere a la nueva tipología de mercados de valores que establece el artículo 1 de la DSI, en virtud de la cual los mercados se habrán de clasificar en mercados regulados y no regulados. El mercado de Deuda del Estado cumple ya los requisitos para ser calificado como mercado regulado, de manera que no será necesario introducir ningún cambio en su actual configuración.

El apartado II.2 se centra en el organismo rector del mercado, función que, en el caso de la Deuda del Estado, ejerce la Central de Anotaciones y, en su nombre, el Banco de España. Dado que la DSI otorga las funciones de regulación y supervisión del mercado regulado al país en el que se encuentre su organismo rector, no será preciso modificar ninguna de las funciones encomendadas a la Central de Anotaciones, puesto que éstas se circunscriben a los ámbitos señalados.

El apartado II.3 se centra en uno de los aspectos cruciales de la DSI: el libre acceso al mercado por parte de las empresas de inversión con «pasaporte» comunitario. Tras una descripción de las categorías de miembros del Mercado de Deuda y de las condiciones de acceso a cada categoría, se pasa a analizar los cambios que será preciso introducir en este terreno. Así, las referencias que contiene la legislación actual sobre recursos propios o capitales desembolsados mínimos para acceder a determinadas categorías

de miembros del mercado de Deuda habrán de sustituirse por otras más generales relacionadas con el cumplimiento de los requisitos de adecuación de capital contemplados en la DAC.

Por otra parte, al ser el de Deuda del Estado un mercado en el que no se exige la presencia física de los miembros para negociar, no se podrá impedir el acceso al mismo a empresas de inversión con «pasaporte» que no cuenten con establecimiento permanente en España, siempre que las empresas en cuestión se sometan a las reglas de funcionamiento del mercado. Habría, además, que determinar si, y hasta qué punto el libre acceso al mercado en régimen de prestación de servicios alcanzaría a determinadas categorías de miembros con un estatus especial: los «creadores de mercado» y los «aspirantes a creador». No hay que olvidar que en el mercado de Deuda, los «creadores de mercado» desarrollan, además de las funciones exclusivamente circunscritas al mercado de Deuda, otras puramente relacionadas con la instrumentación de la política monetaria.

Las implicaciones sobre el mercado de Deuda derivadas de la obligación de facilitar el libre acceso a las empresas de inversión con «pasaporte» a los sistemas de compensación y liquidación se analizan en el apartado II.4. En la actualidad, tal exigencia no requeriría ninguna modificación sustancial en la regulación del mercado, puesto que la condición de miembro del mercado de Deuda lleva aparejada la adhesión al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, a través del cual se realiza la compensación y liquidación de las operaciones entre miembros del mercado. Para el acceso al sistema de compensación y liquidación bastará, pues, con que la entidad no residente —bien directamente, bien a través de una entidad residente— mantenga abiertas cuentas de Tesorería en pesetas. En ese mismo apartado también se estudian los problemas que podrían derivarse de la no concentración de operaciones en el mercado que contempla el artículo 14 de la Directiva. En particular, se plantea el caso de EUROCLEAR y CEDEL, sistemas de compensación internacionales a través de los cuales se compensan y liquidan numerosas operaciones realizadas por inversores no residentes, actualmente vinculados a la Central de Anotaciones a través de dos Entidades Gestoras —Banco de Santander y BBV, respectivamente.

Otro aspecto que la DSI trata con detalle es el que se refiere a las obligaciones mínimas de información que han de satisfacer los miembros del mercado, tanto con fines estadísticos y de supervisión del mercado, como garantía de transparencia de las operaciones. En el apartado II.5 se detallan estas obligaciones, señalándose las modificaciones a introducir en el mercado de Deuda.

Por último, en el apartado II.6, dedicado a la supervisión del mercado, se concluye que aun cuando la supervisión prudencial de las empresas de inversión sea competencia del país de origen de la empresa de inversión, la función de supervisión del mercado de Deuda, actualmente ejercida por la Central de Anotaciones y, en su nombre, por el Banco de España, no va a sufrir ninguna modificación como consecuencia de la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión.

EFECTOS DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION EN LOS MERCADOS ORGANIZADOS DE DERIVADOS

Juan Antonio Ketterer

El artículo se propone examinar el impacto de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) sobre los mercados de futuros y opciones y de derivados, en general. Es importante observar que la DSI no intenta promover un mercado integrado de tipo paneuropeo, sino eliminar las restricciones de acceso a los mercados de los Estados miembros, incentivando una cierta homogeneidad, pero respetando la identidad de cada mercado doméstico.

Condición importante para la aplicación de la Directiva es que exista un «mercado regulado», pues a este tipo de mercado es al que resultan aplicables las normas comunitarias y, para acceder a tal condición de mercado regulado, los mercados de derivados realizarán las modificaciones pertinentes.

En los dos siguientes apartados se examinan el sistema de negociación y el sistema de compensación y liquidación que actualmente regula el Reglamento del mercado para pasar a ocuparse en el último apartado del trabajo del impacto de la Directiva.

El más importante de sus efectos es, sin duda, el establecimiento del llamado «pasaporte único». En su artículo 15 la DSI establece de manera inequívoca que las restricciones de acceso al sistema de compensación, liquidación y negociación, actualmente vigentes, deberán ser modificados para permitir el acceso a los mismos o cualquier entidad financiera que sea miembro de un mercado comunitario. Sin embargo, existe una excepción a esta regla general de especial importancia para los mercados de derivados: la Directiva no se aplicará a las empresas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en negociar por cuenta propia en un mercado de instrumentos financieros a plazo o de opciones, o que operen por cuenta de otros miembros de dicho mercado o actúen como creadores de mercado frente a éstos, y que están avalados por una cámara de compensación del mismo mercado. El cumplimiento de los contratos celebrados por dichas empresas estará garantizado por una cámara de compensación del mismo mercado.

En segundo lugar, se requiere que los Estados velen de manera activa por la salvaguarda de los intereses de los inversores finales y en particular la segregación de depósitos de garantía entre los miembros del mercado y sus clientes. Es posible que en la legislación financiera española se tome alguna medida al respecto en normas superiores al reglamento del mercado.

Todos los demás aspectos de la organización y funcionamiento del mercado son relativamente independientes de la aplicación de la DSI. Así, parece poco probable que la DSI implique cambios sustanciales en las reglas específicas que rigen la negociación y tampoco que vayan a establecerse restricciones o cambios en las características de los contratos negociados en los mercados de derivados. Por último, tampoco el actual sistema de compensación y liquidación deberá experimentar grandes cambios para adaptarse a la Directiva de Servicios de Inversión.

LAS BOLSAS ANTE EL MERCADO UNICO DE VALORES. UNA NOTA

Antonio Zoido

La trasposición al ordenamiento español de la Directiva sobre Servicios de Inversión ha de traer consigo una nueva oleada de reformas en las bolsas europeas y, consiguientemente, también en las españolas.

Esta adaptación a la DSI tiene lugar en un marco de rápidos cambios tanto estructurales como tecnológicos. En cuanto a los primeros, tiene especial importancia la apertura de las entidades de crédito de la condición de miembros de las Bolsas. En lo que a los segundos se refiere las recomendaciones del «grupo de los treinta» o sus versiones locales han tenido un profundo efecto en casi todos los países. Asimismo, el desarrollo de los mercados de derivados ha venido a completar los mercados de contacto.

El autor considera inevitable un gradual acercamiento de los mercados y al tiempo la reconsideración de temas básicos de las Bolsas, como son los relacionados con la inversión institucional y los distintos sistemas de la formación de precios.

Igualmente, alerta sobre los problemas que puede concitar la posibilidad de fragmentación del mercado. Otro tema básico que se reabre es el de la discusión sobre las ventajas e inconvenientes de los mercados tradicionales frente a los mercados electrónicos.

Por último, la función primaria de las Bolsas de facilitar el tras-

vase del ahorro a la inversión productiva es otro de los temas que, en la vertiente referida a las pequeñas y medianas empresas, se ha cruzado en el camino de la actualidad con estos temas.

EL IMPACTO DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

Félix G. Arce

Ante el desafío que supone el Mercado Unico de Valores, cada país ha de tratar de resolver sus problemas buscando soluciones acordes con sus características. Hasta hace pocos años la mayoría de los mercados domésticos europeos funcionaban de forma marcadamente aislada. Y, así, la actividad de renta fija era escasa. En contraste, el mercado de eurobonos constituía un espacio de negociación sin restricciones.

Frente al Mercado Unico, Europa ha emprendido un proceso de liberalización sin precedentes que ha determinado un cambio drástico en los mercados nacionales de valores, pero, realizada la liberalización era necesario un marco regulador común que facilitara la existencia de un espacio europeo auténticamente neutral. En 1996, culminará el proceso desregulador determinando que las diferencias en cuanto a la forma de actuación entre el mercado de eurobonos y los mercados nacionales europeos disminuyan aceleradamente. A partir de 1996, el desafío de los mercados nacionales es conseguir igualar en eficacia a otros mercados más desarrollados.

En lo relativo a la armonización, la DSI consagra una sola categoría de mercados: los mercados regulados. El efecto inmediato sobre los mercados organizados españoles será la desaparición de la distinción entre mercados oficiales y no oficiales, lo que permitirá armonizar los mercados regulados nacionales.

Esta armonización y libre coexistencia no impide la existencia de varios modelos. La D81 no llega a armonizar la vida interna de los mercados regulados, de modo que será la competencia la que genere, en cada caso, el modelo más adecuado.

La competencia cambiará profundamente las estructuras de los mercados para configurar el Mercado Unico de Valores Europeo. Será necesario mantener unos mercados regulados nacionales líquidos, modernos, transparentes, abiertos y competitivos.

La internacionalización de los mercados regulados nacionales requerirá, asimismo, acuerdos de cooperación que permitan el traspaso rápido sin pérdida de fechas valor entre los sistemas de compensación y liquidación domésticos y los internacionales. El autor subraya que el verdadero reto de los mercados es el reto de la liquidez, que 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.

Para mantener una auténtica neutralidad competitiva, no debe subestimarse el efecto de los impuestos y la necesaria armonización fiscal.

En cuanto a la estrategia 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. 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 la actuación directa de sucursales en el exterior de las entidades miembros.

Por último, el fenómeno de la 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.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

Núm. 54: Sistema financiero 1993

Núm. 55: Comunidades autónomas. Situación económica actual

Núm. 56: La competitividad de la industria española

Núm. 57: Tribuna joven: los nuevos economistas ante el reto europeo

Núm. 58: Entidades financieras y competitividad

Núm. 59: Economía y Hacienda de las Comunidades Autónomas

Núm. 60-61: Sector agrario. Bajo el signo de la incertidumbre

Núm. 62: Economía española. Análisis y diagnóstico

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 350 44 00

AÑO 1995

☐ *Papeles de Economía Española* (suscripción) ..... 7.100 Ptas.
☐ ☐ Números sueltos ..... 2.300 Ptas.
☐ ☐ *Perspectivas del Sistema Financiero* (suscripción) ..... 7.000 Ptas.
☐ ☐ *Cuadernos de Información Económica*, un año ..... 12.000 Ptas.
☐ ☐ Números sueltos ..... 1.600 Ptas.
☐ ☐ *Documentos de Trabajo* (números sueltos) ..... 1.000 Ptas.
☐ Microfichas (número suelto) ..... 1.300 Ptas.

El pago lo efectuaré:

☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal núm. ..... ☐ Cheque bancario
☐ ☐ Domiciliación bancaria (facilítenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o razón social .....
Actividad o Departamento .....
Domicilio ..... Teléfono .....
Ciudad ..... C. P. ..... Provincia o país .....
Fecha .....

Firma o sello,