

Sistema Financiero y Realidad Empresarial

EL FUTURO MARCO DE LA REGULACIÓN EUROPEA DEL MERCADO DE VALORES

Francisco L. de Vera Santana

1. INTRODUCCIÓN

En 1999 se aprobó el Plan de Acción de Servicios Financieros. Su propósito fue el de identificar los principales problemas existentes para el completo desarrollo del mercado único europeo y establecer un calendario de medidas legislativas llamadas a transformar sustancialmente el marco regulatorio de los mercados de valores. Gran parte de sus tareas están en curso de realización, algunas terminadas y otras con propuestas definidas que están siendo consultadas con los agentes interesados. El Plan incorpora también un nuevo método para elaborar y aprobar normas comunitarias que supone la creación de dos nuevos comités que se incorporan al proceso legislativo. Es lo que se conoce como el enfoque Lamfalussy.

En lo que sigue se hará una descripción del Plan de Acción de Servicios Financiero en lo que afecta a los mercados de valores —se dejan fuera del análisis las cuestiones relativas a seguros, banca y tributación— y se comentará el nuevo enfoque de elaboración de normas financieras. A continuación se analizarán las principales propuestas de reforma que se encuentran en distinto estado de elaboración y que afectan a servicios de inversión, folletos informativos, transparencia de los mercados, prácticas abusivas y normativa contable.

Con objeto hacer la lectura lo menos farra-

gosa posible, se hace uso de cuadros informativos con los contenidos de las propuestas.

2. EL PLAN ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS

El Plan de Acción de Servicios Financieros fue adoptado por el Consejo Europeo celebrado en Colonia en junio de 1999. Su propósito último es la integración plena de los mercados financieros europeos. La reunión de este organismo en Lisboa en marzo de 2000 fue la ocasión para establecer en año 2005 como fecha final para su total puesta en práctica. Como puede verse en el cuadro 1, queda mucho por hacer.

Las preocupaciones que laten detrás del Plan de Acción guardan relación, en primer lugar, con las dificultades existentes para que las empresas de un país capten capitales en los mercados de otros Estados miembros debido al incompleto reconocimiento mutuo de los folletos informativos y a la información periódica de las empresas cotizadas exigidas por cada país; en segundo lugar, con la necesidad de crear un marco común idéntico —y no solamente de requisitos mínimos— en todo lo relacionado con la normativa que afecta a los mercados, agentes del mercado y normas de contabilidad de las empresas cotizadas; en tercer lugar, con las insuficiencias que se vienen detectando en materia de supervisión prudencial de las entidades fi-

CUADRO 1
PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS.
OBJETIVOS Y MEDIDAS RELATIVAS AL MERCADO DE VALORES

| <i>Medidas</i> | <i>Situación</i> |
|---|--|
| Mejorar las dos directivas sobre prospectos. | Aprobado proyecto por Comisión. Aprobación por Parlamento previsto para 2002. |
| Actualización y mejora de los requisitos de información periódica de las empresas cotizadas. | Segunda consulta sobre el tema comenzada en abril 2002. |
| Comunicado de la Comisión sobre la distinción entre inversores profesionales y particulares a los efectos del código de conducta. | Emitido en 2000. |
| Directiva sobre prácticas abusivas del mercado. | Aprobado proyecto por Comisión. Aprobación por Parlamento previsto para 2002. |
| Mejora de Directiva sobre Servicios de Inversión. | En proceso de segunda consulta. |
| Enmienda de las Directivas cuarta y séptima sobre ley de sociedades relativa a valoración contable. | Aprobada en 2001. |
| Estrategia contable: adopción de NIC. | Previsible adopción por Parlamento en 2002. |
| Recomendaciones de la Comisión sobre prácticas de los auditores. | Adoptada recomendación sobre calidad. Recomendación sobre independencia del auditor prevista para ser aprobada en 2001, sigue en proceso de consulta con los propios auditores. |
| Implementación de la Directiva sobre liquidación finalista. | En vigor en todos los Estados. |
| Directiva sobre garantías. | Previsible adopción por Parlamento en 2002 |
| Directiva sobre OPA. | Rechazada por el Parlamento. |
| Directiva sobre estatuto de las sociedades | Adoptada en 2001. |
| Revisión de las prácticas en materia de gobierno corporativo. | Realizado estudio. |
| Modificación de Décima Directiva sobre sociedades. | Paralizada desde 1985 por diferencias sobre la participación de los trabajadores en la empresa. |
| Decimocuarta Directiva sobre sociedades. | A la espera de decisiones del grupo de expertos y de la Corte de Justicia. |
| Comunicado de la Comisión sobre fondos de pensiones. | Emitido en 1999. |
| Adopción de dos Directivas sobre instituciones de inversión colectiva. | Adoptadas en 2001 y 2002. |
| Directiva sobre la supervisión prudencial del los fondos de pensiones suplementarios. | Previsible adopción por Parlamento en 2002. |
| Directiva sobre venta a distancia de servicios financieros. | Previsible adopción por Parlamento en 2002. |
| Recomendación de la Comisión sobre desglose de información de los instrumentos financieros. | Emitida en 2000. |
| Modificación de las Directivas sobre requerimientos de capital para los bancos y empresas de servicios de inversión. | A modificar después de que se alcance un nuevo acuerdo por el Comité de Basilea. |
| Directiva sobre conglomerados financieros. | Previsible adopción por Parlamento en 2002. |
| Creación del Comité de Valores y del Comité de Reguladores. | Creados en 2001. |

nancieras a medida que aumenta la complejidad de los instrumentos financieros; y en último lugar, con las barreras legales existentes en los distintos países para que funcione el mercado de toma de control de sociedades de manera transparente y eficaz a escala europea.

Es por ello que entre los objetivos estratégicos del Plan se encuentran la creación de un mercado mayorista único en el espacio europeo, el fomento de la seguridad y de la accesibilidad al mercado para los particulares y la mejora de la regulación y la supervisión prudencial.

Se espera que la utilización del enfoque Lamfalussy para la aprobación de normativa comunitaria agilice el proceso de tomas de deci-

siones y haga más viable la consecución de los objetivos previstos en el Plan de Acción.

Uno de los mayores fracasos que ha experimentado el Plan fue la negativa del Parlamento Europeo a aprobar la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición. Los intereses nacionales, especialmente los alemanes, jugaron en contra de una propuesta que difícilmente se podía catalogar de exigente para las empresas objeto de una OPA no deseada.

3. EL INFORME LAMFALUSSY

Con el propósito de acelerar la implementación del Plan de Acción de Servicios Financie-

ros, la Comisión Europea creó en su momento un Comité de Hombres Sabios con el encargo de diseñar una propuesta relativa a la manera de acelerar la toma de decisiones para la elaboración de normativa comunitaria. Fruto de los trabajos del comité fue el Informe Lamfalussy.

El Informe Lamfalussy propone un mecanismo regulatorio en cuatro niveles y la creación de dos comités: el Comité Europeo de Valores y el Comité de Reguladores Europeos.

Los cuatro niveles a los que se refiere el informe son:

— En el Nivel 1 será donde tendrán lugar los actos legislativos, directivas y reglamentos, que se adoptarán por un procedimiento de decisión compartida entre el Consejo Europeo y el Parlamento Europeo. El Consejo y el Parlamento decidirán en cada caso sobre la naturaleza y extensión de las medidas de implementación técnica que deberán decidirse en el Nivel 2 a partir de las propuestas de la Comisión Europea.

— En el Nivel 2 se desarrollará las decisiones del Nivel 1 en el plano técnico teniendo presente la evolución del mercado. Sus decisiones se tomarán aplicando la Decisión del Consejo sobre Comitología de 1999.

— Las medidas del Nivel 3 tendrán como objetivo la aplicación uniforme de las actuaciones de los Niveles 1 y 2.

— En el Nivel 4 la Comisión Europea se ocupará de fortalecer la aplicación de la legislación comunitaria.

Este enfoque regulatorio deberá ser implementado por la Comisión asistida por los Comités de Valores y de Reguladores. Los miembros de ambos comités serán nombrados por los Estados.

El Comité de Valores está compuesto por representantes de los Estados Miembros, presidido por la Comisión Europea y puede invitar a sus reuniones a expertos y observadores. Podrá ser consultado por la Comisión en la elaboración de propuestas legislativas. El Comité de Valores actuará también como un comité regulatorio en el desarrollo técnico de la legislación básica que le remita la Comisión.

Por su parte, el Comité de Reguladores es-

tará compuesto por representantes de alto nivel de las autoridades competentes en materia de valores de los Estados. Podrá invitar a expertos y observadores a sus reuniones.

El Comité de Valores asesorará a la Comisión Europea en su política sobre los valores. Después de consultar al Comité de Reguladores, la Comisión podrá mandar al Comité de Valores la preparación de proyectos legislativos, para lo que deberá contar con la opinión de los participantes en el mercado, consumidores y usuarios finales. El Comité de valores deberá jugar un papel importante en la transposición de la legislación comunitaria por los Estados y en la cooperación entre los reguladores nacionales. Podría decirse que el papel del Comité de Valores es el de elaborar las propuestas técnicas, y el del Comité de Reguladores aprobarlas.

Lo único que puede decirse de un mecanismo como el descrito es que a primera vista parece una forma peculiar de conseguir el propósito de acelerar y simplificar el proceso legislativo. Habrá que esperar a sus resultados para ver su efectividad.

4. REGULACIÓN DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN

La Directiva sobre Servicios de Inversión (DSI: 93/22/CEE) se concibió como la pieza legislativa sobre la que debería fundarse el mercado único para los mercados de valores. Gracias a ella se ha incrementado la negociación transfronteriza de valores, se ha facilitado el acceso a los mercados organizados nacionales a intermediarios de otros países y se ha posibilitado la prestación de servicios en otros países a los intermediarios extranjeros (pasaporte único europeo). Pero de 1993 a nuestros días los mercados financieros mundiales han experimentado una profunda transformación, tanto por el aumento exponencial de los valores cotizados y de los volúmenes de negociación diaria, como por las transformaciones tecnológicas de los sistemas de negociación. Han aparecido nuevos proveedores de servicios que aprovechan los avances técnicos para abaratar costes, se han incorporado al mundo de los inversores nuevas capas de ahorradores que hasta épocas recientes permanecían fieles a esquemas de ahorro tradicionales y se han producido alianzas entre las bolsas de valores existentes, que en ocasiones plantean paralelamente la conso-

liquidación de los sistemas de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles. En Europa, todos estos procesos no han hecho otra cosa que potenciarse con la aparición de la moneda única.

Frente a este nuevo escenario, los objetivos básicos la regulación de los mercados de valores siguen siendo los mismos: protección del inversor, defensa de mercados eficaces y ordenados y estabilidad del mercado. Para que estos objetivos sean alcanzables resulta necesario que se den algunos supuestos de partida:

— Confianza en la existencia y en la aplicación efectiva de técnicas de gestión del riesgo.

— Claridad en las funciones y responsabilidades de los reguladores y supervisores de los mercados.

— Cooperación permanente entre los supervisores de los distintos países y convergencia de sus prácticas de funcionamiento.

Los dos últimos puntos son especialmente relevantes para conseguir profundizar en la construcción del mercado único. Cuanto más responsables sean los supervisores de los distintos países y cuanto más homogéneas sean sus prácticas de supervisión, más dispuestos estarán los Estados a permitir que la supervisión de operaciones y de intermediarios relacionados directa o indirectamente con sus ciudadanos sea desarrollada por una autoridad extranjera. Por otra parte, cuanto mayor sea el nivel de cooperación entre supervisores, más eficaz será la supervisión de los mercados y de sus agentes y mayor la protección de los inversores.

Desde su inicio, los trabajos encaminados a la modernización de la DSI tuvieron cuatro preocupaciones clave:

— Conseguir un pasaporte eficaz para las empresas de inversión.

— Dar una respuesta apropiada a las nuevas formas de prestación de servicios y particularmente a los sistemas alternativos de negociación (SAN).

— Permitir una competencia real entre las bolsas de valores y las plataformas de negociación sin menoscabar la protección de los inversores ni la correcta formación de los precios.

— Canalizar la creciente dimensión transfronteriza de los mecanismos de compensación y liquidación.

A estas preocupaciones se añade otra resultado de la experiencia de los últimos años. Las transformaciones en los mercados han convertido en obsoleta parte de la legislación europea vigente. Los mecanismos de revisión y actualización de las directivas son lentos y laboriosos hasta el punto que se corre el riesgo de que nazcan prematuramente envejecidas. Por ello se ha adoptado un procedimiento legislativo que huye de las normas inflexibles y que intenta que las directivas se formulen como principios de alto nivel que constituyan el fundamento legal del mercado financiero único. Estos principios de alto nivel deberán ser desarrollados técnicamente y en detalle siguiendo un procedimiento legislativo más dinámico mediante el formato de "comitología" que fue plasmado en la propuesta del grupo de sabios.

4.1. La actual DSI de 1993

La DSI se ocupa de la reglamentación y supervisión de las empresas de inversión y de cuestiones relativas a las bolsas y mercados de valores. Contiene tres áreas normativas:

— Pasaporte único para las empresas de inversión.

— Acceso a los "mercados regulados".

— Cooperación de la supervisión.

La DSI autoriza a las empresas de inversión a prestar servicios, o establecer sucursales en otros Estados miembros, sujeto a la autorización del país de origen. Ello implica el reconocimiento mutuo de la capacidad de los Estados para autorizar intermediarios que puedan operar en otros países de la Unión. Las disposiciones clave de la DSI se complementan con la Directiva sobre adecuación del capital DAC (93/6) y con la DAC II (98/31), que determinan las reservas de capital que deben tener las empresas de inversión para cubrir el riesgo de posición y de mercado de su cartera de negociación.

El modelo empresarial en que se han inspirado las disposiciones clave de la DSI es el del agente / intermediario tradicional y son estas empresas las que pueden aprovecharse del pa-

saporte único. Sin embargo, las empresas que proporcionan servicios de asesoramiento y custodia o administración no se benefician del pasaporte de la DSI a menos que proporcionen estos servicios en conjunción con uno de los "servicios de base" incluidos en el listado que forma parte de la DSI.

Consecuencia del pasaporte único es el derecho de las empresas de inversión a acceder a los mercados regulados de otros países para operar en ellos. Las empresas de inversión tienen derecho a ser admitidas tanto como miembros "presenciales" de los mercados, como a negociar como miembros "remotos" o "a distancia" en el caso de mercados electrónicos que operan a través de pantallas. A su vez, este segundo derecho de las empresas de inversión, se convierte en un derecho de los mercados que, mediante la colocación de sus pantallas en otros países, ve posibilitado el comercializar sus servicios en ellos.

Los "mercados regulados" se definen por referencia a los requisitos simples de admisión a cotización oficial, divulgación de información y transparencia. Corresponde a las autoridades nacionales la responsabilidad de designar los mercados que deben catalogarse de "mercado regulado", así como la de conceder derechos especiales o exclusivos a esos mercados. Además, las autoridades nacionales pueden exigir que ciertas transacciones se realicen en un "mercado regulado" (regla de concentración del apartado 3 del artículo 14 de la DSI).

Las disposiciones contenidas en la DSI relativas a la cooperación entre los supervisores y las responsabilidades mínimas que deben asumir han facilitado un avance significativo en la convergencia de las prácticas de reglamentación y de supervisión entre los países europeos. Los logros alcanzados en este terreno, por otra parte, no han sido ajenos a los esfuerzos voluntarios de los supervisores organizados por iniciativa propia en el Foro Europeo de Comisiones de Valores (FESCO).

4.2. Limitaciones al pasaporte europeo

Numerosas disposiciones de la DSI admiten la intervención o la supervisión del país de acogida de un intermediario de otro Estado miembro en aras del "interés general". Entre las más significativas se encuentran:

— El control del cumplimiento de las normas de conducta es responsabilidad del país de acogida (apartado 2, artículo 11).

— La publicidad que realicen las empresas de inversión en el país de acogida deberá respetar las normas sobre la materia adoptadas por razones de interés general (artículo 13).

— El supervisor del país de acogida deberá organizar la supervisión de la empresa de inversión y le indicará las condiciones que deben presidir el ejercicio de sus actividades (apartado 4, artículo 17 y apartado 2 del artículo 18).

— El supervisor del país de acogida puede exigir a las empresas de inversión la información que considere necesaria, no teniendo más límite que las exigencias de información aplicables a las empresas de inversión nacionales (artículo 19).

Estas cuestiones, unidas a problemas derivados de la falta de claridad de algunas disposiciones o definiciones de la DSI ha propiciado en la esfera nacional numerosas discrepancias en cuanto a su interpretación y aplicación —por ejemplo, por lo que se refiere a la aplicación de las definiciones de servicios básicos, la aplicación de las normas de conducta, la designación de "mercados regulados" y la adopción de medidas en situaciones de emergencia.

4.3. Revisión de la DSI

Todo lo anterior llevó a la Comisión Europea a proponer la revisión de la DSI (ver cuadro 2). Los temas objeto de revisión se pueden agrupar bajo dos epígrafes: el primero se refiere al pasaporte único para las empresas de inversión y los proveedores de servicios. El segundo trata de cuestiones estructurales relativas a las bolsas y a la infraestructura de negociación.

4.3.1. Pasaporte único

Las cuestiones relacionadas con el pasaporte que encara la propuesta de revisión de la DSI tienen que ver con su concesión y con la supervisión de las empresas que disfrutaban de sus beneficios. Respecto a la concesión del pasaporte, se considera que el ámbito de potenciales beneficiarios que contempla la DSI está limitado por numerosas exenciones. Una lectura de

CUADRO 2
DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

| | |
|--|---|
| Objetivos. | <ul style="list-style-type: none"> – Armonizar los requisitos de autorización y funcionamiento de las empresas de inversión para que puedan disfrutar de "pasaporte europeo". – Facilitar el acceso de las empresas de inversión a los sistemas de negociación. – Fomentar la competencia entre los sistemas de negociación. – Definir las responsabilidades de las autoridades competentes y la obligación de cooperación entre ellas. |
| Alcance de la Directiva. | <ul style="list-style-type: none"> – Empresas de Inversión. – Mercados regulados. – Entidades de crédito que presten servicios de inversión. |
| Empresas de inversión (EI) Autorización. | <ul style="list-style-type: none"> – Debe ser autorizada por su país de origen (donde esté legalmente establecida). – La autorización será válida para toda la Unión Europea (UE). – Le permitirá prestar servicios de inversión o desarrollar actividades de inversión. – Las actividades que podrá realizar serán aquellas para las que haya obtenido autorización de las contempladas en los anexos de la Directiva (actividades básicas y auxiliares). – La actividad la podrá realizar estableciendo sucursales en otro Estado Miembro o prestando servicios libremente. – La autorización es un procedimiento reglado, su denegación deberá ser motivada y será recurrible ante los tribunales. |
| Gestores idóneos. | <ul style="list-style-type: none"> – Los gestores de la empresa que solicite su autorización como EI deben cumplir con el principio de idoneidad ("fit and proper management"). Este principio debe respetarse en todo momento después de la autorización: la EI deberá comunicar cambios en el equipo de dirección a la autoridad competente (AC) para obtener la autorización de los nuevos nombramientos. – Cuando personas designadas en otra entidad dirigen, co-dirigen o ejercen el control efectivo de la empresa, les será de aplicación el criterio de idoneidad. |
| Control efectivo de la EI. | <p>La autorización será denegada cuando:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Los accionistas de control no sean idóneos. – Existan relaciones estrechas entre la EI y otras entidades que dificulten las funciones de supervisión. <p>Deber de informar a la AC:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Quien se proponga adquirir o deshacerse de una participación cualificada (10 por 100 del capital social). – Quien se proponga aumentar o disminuir su participación en relación con los umbrales del 20, 33 o 50 por 100 del capital social. <p>La AC tomará medidas correctoras cuando entienda que existen accionistas de control que ejercen una influencia perjudicial sobre la EI. Estas medidas incluyen la suspensión de los derechos de voto.</p> |
| Otros requisitos para la autorización. | <ul style="list-style-type: none"> – Pertenencia a un Fondo de Garantía de Inversores. – Contar con los recursos propios iniciales en coherencia con la Directiva 93/6 EEC. – Contar con una organización adecuada. |
| Obligaciones de la EI relativas a su organización. | <ul style="list-style-type: none"> – Contar con una función de control de legalidad ("compliance") independiente que garantice que todos los vinculados a ella se conducen en el mejor interés de los clientes y respetando la integridad del mercado. – Dispone de sistemas que soporten fluctuaciones amplias del flujo de órdenes y soluciones alternativas en caso de que el sistema principal deje de funcionar. – Las delegaciones de funciones en otras entidades no aporta riesgo operativo, ni impide la labor de supervisión por la AC. – Cuando las órdenes de los clientes se ejecutan internamente, los procesos de ejecución garantizan su imparcialidad y la ejecución más favorable para los clientes. – Dispone de procedimientos administrativos solventes, mecanismos de control interno adecuados, estimación de riesgo efectivo y sistemas de información íntegros. – Lleva registro de las transacciones de manera tal que permite a la AC verificar el cumplimiento de las obligaciones de la EI. – Cuenta con mecanismos para salvaguardar los derechos de propiedad de los clientes sobre valores y efectivo y para impedir su uso por cuenta propia sin previo consentimiento de aquellos. <p>En el caso de sucursales de EI en otros Estados Miembros, su AC será responsable de hacer cumplir sus obligaciones relativas a registro de transacciones y protección de valores y efectivo de los clientes.</p> |
| Conflictos de interés. | <ul style="list-style-type: none"> – La EI debe tomar medidas para evitar perjudicar a sus clientes por la existencia de conflictos de interés entre el cliente y la EI, sus empleados u otros clientes. – Los conflictos de interés deben ser puestos en conocimiento del cliente al inicio de la relación, si las medidas posibles para evitarlos no resultan suficientes, deberá desistir de prestarle servicios. |
| Funcionamiento de la EI. | <p>La supervisión permanente del cumplimiento de las obligaciones relativas al funcionamiento conforme a la legalidad de la EI corresponde a la AC del Estado de origen.</p> <p>La EI tienen la obligación de facilitar a la AC la información necesaria para ejercer la supervisión.</p> <p>La supervisión se extiende a:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Organización y gestión de los conflictos de interés. – Requisitos de recursos propios. – Respeto de la Directiva de Abuso de Mercado (integridad del mercado). – Información a la AC de las transacciones realizadas tan pronto como sea posible y no después del día siguiente de la transacción. – Registro de las transacciones, que incluirán nombre del cliente y que deberán ser conservados cinco años. <p>La AC del país de origen facilitará la información sobre transacciones a la AC del país del mercado regulado donde hayan tenido lugar.</p> |

CUADRO 2 (continuación)
DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

| | |
|--|--|
| Funcionamiento de las EI: información sobre transacciones. | <p>La EI tiene obligación de aportar:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Información a la AC de las transacciones realizadas tan pronto como sea posible y no después del día siguiente de la transacción. - La información se referirá a: valor, precio, cantidad y mercado o sistema de negociación en que se realizó. - En el caso de valores admitidos en mercados regulados, afecta a: instrumentos de participación en el capital de sociedades, bonos y otros instrumentos de deuda y derivados cuyo subyacente sea acciones. - Hacer público las transacciones sobre instrumentos de participación en el capital de sociedades admitidos en un mercado regulado cuando las realicen fuera del mercado. <p>Cuando la EI case internamente de manera sistemática las órdenes de sus clientes, sus obligaciones de información las deberá cumplir mediante uno de los siguientes mecanismos:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Informar al mercado más líquido de los que negocien el valor. - Operar un mecanismo propio de información. |
| Funcionamiento de las EI: relaciones con los clientes, principios de las normas de conducta. | <p>Principios de las normas de conducta:</p> <ul style="list-style-type: none"> - La información comercial debe ser identificada como tal y ser equitativa, clara y no engañosa. - Debe permitir apreciar la naturaleza y riesgo de la inversión. - Informar del fondo de garantía de inversores del que la EI es miembro. - La información debe ser suministrada de manera adecuada a cada cliente de acuerdo con su formación financiera para que pueda apreciar el riesgo en que incurre. - La EI debe obtener suficiente información sobre su cliente para determinar los instrumentos financieros que le resultan más idóneos. - Recoger documentalmente el acuerdo de derechos y obligaciones de EI y cliente. - Procesar las órdenes de sus clientes en su exclusivo beneficio. - Informarle del proceso de ejecución de sus órdenes. <p>La aplicación de estos principios deberá tener en cuenta la naturaleza de los servicios prestados y el tipo de cliente. Los clientes minoristas se beneficiarán de la totalidad de los principios, mientras que para los inversores profesionales las normas serán menos exigentes.</p> <p>La AC responsable de la supervisión de una EI le hará cumplir estas normas en su actividad en otros Estados miembros.</p> <p>En el caso de sucursales, la AC del Estado donde opere la sucursal hará cumplir estas normas con sus clientes.</p> |
| Funcionamiento de las EI: actuación por cuenta propia. | <p>Cuando negocien con inversores cualificados no están obligadas a respetar las normas de conducta.</p> <p>Se entiende por inversor cualificado las EI, entidades financieras y otras definidas como tal por la UE. Pendiente de incluir las sociedades que reúnan ciertos requisitos, como puede ser el estar cotizadas.</p> <p>En el caso de inversores no cualificados, la EI es responsable de determinar si resulta beneficioso para su cliente tener como contrapartida a la EI. En todo caso, debe contar con el consentimiento del cliente y debe segregar la actividad de negociación por cuenta propia de la de transmisión de órdenes por cuenta del cliente.</p> |
| Operadores de Sistemas Alternativos de Negociación (SAN). | <p>Un SAN es un sistema multilateral que pone en relación múltiples órdenes de compra y venta de instrumentos financieros de diferentes contrapartes, que funciona de acuerdo con normas no discriminatorias establecidas por su operador de manera que concluyen en un contrato.</p> <p>La AC debe asegurarse que las normas del sistema permiten que las órdenes se ejecutan de manera equitativa y transparente, favoreciendo la obtención del mejor precio para cada momento, tamaño y tipo de orden.</p> <p>El SAN debe reunir las condiciones que permitan su supervisión y la EI debe informar a la AC de las prácticas abusivas que tengan lugar.</p> <p><i>Transparencia pre-negociación:</i> Debe hacerse público en condiciones similares a las que rijan en los mercados regulados las posiciones en instrumentos de participación en el capital de sociedades. Contenido: mejores ofertas y demandas (precio y profundidad) de las órdenes limitadas.</p> <p><i>Transparencia post-negociación:</i> Debe hacerse público precio, volumen y hora de las transacciones sobre instrumentos de participación en el capital negociados en mercados regulados. Para grandes órdenes se tolera aplazamiento de información en condiciones similares a las aplicadas por los mercados regulados.</p> |
| Derechos de las EI. | <ul style="list-style-type: none"> - Prestar servicios en los demás Estados Miembros sin cumplir requisitos adicionales (mera comunicación de su intención a la AC de origen). - Libertad para abrir sucursales. La AC del país de la sucursal es responsable de la supervisión en las siguientes materias: obligaciones de la EI con sus clientes, organización de la sucursal en relación con la tenencia de valores y efectivo de los clientes y registro de transacciones. - Acceso a los mercados regulados directa, indirectamente o "en base remota". - Ser miembro o tener acceso al sistema de compensación y liquidación usado por los mercados regulados. Liquidar en ellos transacciones realizadas en el mercado o fuera de él. - Designar el lugar de liquidación de las transacciones hechas en un mercado regulado. Este derecho está condicionado a la existencia de lazos entre el sistema designado y el del mercado y a la inexistencia de riesgos operativos. |
| Mercados Regulados. | <p>Un mercado regulado:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Opera mecanismos para mostrar y ejecutar órdenes de compra y venta de valores procedentes de múltiples agentes. - Funciona regularmente de acuerdo con unas reglas y procedimientos que resultan en acuerdos de comprar o vender. - Está autorizado y funciona de acuerdo con su autorización. |

CUADRO 2 (conclusión)
DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

| | |
|--------------------|---|
| Mercados Regulados | <p>Para ser autorizado la AC debe asegurarse que el mercado dispone de reglas claras y no discrecionales para:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Negociar. - Cerrar transacciones. - Admitir instrumentos financieros a negociación. - Acceder al mercado. - Dar publicidad de la negociación. <p>Su AC será la del Estado donde radique su sede.</p> <p>La AC puede delegar en el mercado regulado el ejercicio de funciones de regulación y supervisión siempre que estén claramente definidas y el mercado cuente con recursos para realizarlas. La responsabilidad última recae en la AC.</p> |
|--------------------|---|

los apartados 2 y 4 del artículo 2 hace pensar que los redactores de la directiva siguieron más una aproximación casuística determinada por las circunstancias concretas del momento en que se encontraban que una aproximación racional más duradera. A esto se añade que las autoridades competentes de los distintos Estados difieren en el grado en que aplican diversas disposiciones de la DSI a determinados servicios básicos de inversión. Las empresas autorizadas en un Estado miembro pueden estar sujetas a un régimen de supervisión cualitativamente distinto cuando operan en otro Estado miembro.

En cuanto a la supervisión de las actividades de las empresas con pasaporte, la dificultad más generalizada en el funcionamiento del pasaporte de la DSI es el margen para la incertidumbre y el conflicto jurisdiccionales. La DSI autoriza a que el supervisor del país de acogida, por razones de "interés general", aplique las normas nacionales de conducta y publicidad y ciertos requisitos organizativos a las empresas que utilizan el pasaporte único. Esto implica que las empresas de inversión están sometidas a una doble supervisión, del país de origen y del país de acogida.

La Comisión Europea entiende que para evitar esta costosa duplicidad ha de aceptarse que un pasaporte único eficaz demanda la adopción del principio del país de origen para la supervisión de las obligaciones de las empresas con el mercado y con sus clientes.

Por otra parte, la Comisión considera que debe diferenciarse claramente entre los servicios prestados a clientes profesionales (clientes cualificados) y los servicios prestados a particulares. Los clientes profesionales, por suponerles formación, experiencia y medios, requieren de una menor protección. Por el contrario, serán los clientes particulares los que deban

centrar la atención de la normativa, dejando en buena medida fuera de ella a los profesionales. Las consecuencias de todo ello en lo que nos ocupa, significa que para los inversores profesionales deberá regir el criterio de país de origen en todo lo relacionado con la supervisión de sus relaciones con la empresa de inversión, mientras que para los clientes particulares debe existir algún tipo de supervisión por la autoridad del país de destino por realizarse más próxima al cliente y aportarle previsiblemente más confianza.

En este orden de cosas, conviene recordar que la Directiva sobre comercio electrónico supone ya un paso decisivo hacia el principio del país de origen para todos los servicios de inversión proporcionados electrónicamente. Por todo lo anterior el enfoque de la revisión de la DSI se orienta hacia la aplicación sistemática del principio del país de origen. Al país de acogida le corresponderían responsabilidades residuales y deberían verse reducidas las normas de conductas aplicables por el país de acogida a las empresas de otros Estados.

4.3.2. Bolsas y otras infraestructuras de negociación

A medida que la tecnología de la información lo ha permitido, los distintos servicios relacionados con la negociación de valores se han ido integrando. Las tradicionales fronteras entre transmisión de órdenes al mercado (realizada por los intermediarios), la búsqueda del mejor precio y el case de las órdenes de compra y de venta (realizadas en el mercado), han perdido nitidez. Hoy en día hay intermediarios que funcionan como mercados, recibiendo órdenes directamente de sus clientes o de otros intermediarios y casándolas con otras que de igual manera han recibido o con su cuenta propia.

Algunos de estos intermediarios han sido autorizados como mercados regulados. En otras ocasiones, sin embargo, estas plataformas de negociación están autorizadas como simples intermediarios. Esta respuesta dispar ante un mismo fenómeno provoca incertidumbre en torno al tratamiento reglamentario y de supervisión de la legislación comunitaria para los sistemas alternativos de negociación (SAN). En particular, es legítimo cuestionarse si la DSI, que no contemplaba específicamente estas figuras, al tratarlas como simples intermediarios, no se queda corta en la protección de los inversores; o si, al no tratarlos como mercados, ignora las consecuencias perversas que para la correcta formación de precios y la transparencia puede tener su insuficiente regulación.

De manera simultánea al fenómeno de los SAN, las bolsas existentes están adoptando estrategias empresariales orientadas a la búsqueda del beneficio de sus propietarios. Las bolsas se han dotado de los medios necesarios para reducir costes y atraer clientes —empresas cotizadas e inversores—, han revolucionado sus estructuras de propiedad pasando varias de ellas de modelos mutualistas a sociedades anónimas cotizadas, han acometido —en varias ocasiones sin éxito— operaciones de fusión y alianza y, sobre todo, han mostrado su disposición a competir para aumentar sus volúmenes de negociación.

La Comisión Europea quiere de todo ello sacar provecho, y plantea en su propuesta de revisión de la DSI los siguientes objetivos:

- Fomentar entre las bolsas la competencia para captar flujos de órdenes dotándolas de pasaporte.

- Aclarar los requisitos reglamentarios de los "mercados regulados" para asegurar la negociación ordenada y eficaz.

- Fomentar la transparencia en la fijación de precios de los valores en cada una de las bolsas y en el conjunto del sistema de negociación.

- Establecer un planteamiento colectivo de integración y supervisión de los sistemas de compensación y liquidación de valores.

En definitiva, lo que la propuesta de directiva plantea es dar a las bolsas y demás plataformas de negociación un tratamiento legislativo sistemático a nivel europeo. La razón para ello es do-

ble, por una parte, la desaparición del "status quo" existente en el momento de la revisión de la DSI hace necesario la regulación del nuevo escenario competitivo entre plataformas de negociación; y por otra parte, la disparidad de plataformas y sistemas de case de órdenes de los distintos entes autorizados —bien como intermediarios, bien como mercados regulados— obliga a darles un tratamiento homogéneo si se quiere evitar que de esa diversidad se deriven efectos indeseados para la transparencia, la correcta formación de los precios y la protección del inversor.

5. REGULACIÓN DE LOS FOLLETOS INFORMATIVOS

Existen dos Directivas que regulan la información que deben elaborar y hacer pública las empresas que desean ofertar públicamente o cotizar en bolsa sus valores. Bajo el sistema actual, el reconocimiento mutuo se otorga a los folletos informativos o prospectos que cumplen con la información requerida en la Directiva 80/390/EEC sobre admisión a cotización. El país de acogida puede, sin embargo, exigir información adicional y traducción a su idioma. Puesto que las normas y las prácticas varían notablemente entre los países, esta autorización adicional ha venido provocando fragmentación del mercado.

Con la nueva propuesta de directiva (cuadro 3) se pretende establecer un único conjunto de normas aplicables por todos los Estados que permita disfrutar del pasaporte único a todos los emisores de valores que obtengan la aprobación de su prospecto por el supervisor de su país de origen sin que resulte necesario autorizaciones o exigencias adicionales.

La Directiva persigue garantizar normas equivalentes de transparencia y desglose informativo en todos los Estados cuando los valores se ofrecen públicamente a los inversores o se admiten a cotización en las bolsas.

Los elementos fundamentales de la Directiva son:

- Definición de los supuestos bajo los cuales una oferta debe ser considerada como pública y sujeta a las exigencias de la Directiva.

- Armonización de las definiciones básicas,

CUADRO 3
**DIRECTIVA SOBRE EL PROSPECTO QUE DEBE PUBLICARSE EN CASO DE OFERTA PÚBLICA
 O ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE VALORES**

| | |
|---|--|
| Propósito de la Directiva. | <p>Armonizar los requisitos relativos a la elaboración, examen y distribución del prospecto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.</p> <p>Se aplicará a los valores que:</p> <p>a) sean ofertados públicamente en uno o más Estados miembros, o</p> <p>b) hayan sido admitidos, o sometidos a un procedimiento de admisión, a cotización en un mercado regulado que esté situado u opere en un Estado miembro.</p> <p>La Directiva no se aplicará a las instituciones de inversión colectiva, ni a las emisiones de los Estados, autoridades regionales u organismos públicos internacionales.</p> |
| Definición de oferta pública. | <p>Oferta, invitación o mensaje promocional, de cualquier tipo, dirigida al público, cuyo objetivo sea la venta o suscripción de valores, incluida la colocación de valores a través de intermediarios financieros.</p> <p>Los Estados miembros se asegurarán de que, en toda oferta pública de valores efectuada en su territorio, la persona que hace la oferta haga público un prospecto.</p> <p>Idéntica obligación recae en quien desee admitir valores a cotizar en un mercado regulado.</p> |
| No es obligatorio hacer un prospecto: | <ul style="list-style-type: none"> – Cuando los valores se oferten a inversores cualificados por su propia cuenta; – Cuando la oferta se dirija a un círculo restringido de personas cuyo número sea inferior a 150 por Estado miembro, o a 1.500 cuando se trate de una oferta multinacional; – Cuando los valores ofertados puedan adquirirse por un mínimo de 150.000 euros por inversor. <p>Tampoco es necesario elaborar un prospecto en casos tales como:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Sustitución de acciones ya negociadas o entregadas gratuitamente a los accionistas o empleados. – Valores ofertados en relación con una compra pública o fusión. – Valores entregados como canje o conversión de obligaciones. – Valores emitidas por organizaciones sin fines de lucro. |
| Contenido del prospecto. | <p>El prospecto contendrá la información que, según el carácter particular del emisor y de los valores ofertados al público o admitidos a cotización, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una correcta evaluación de los activos y pasivos, situación financiera, beneficios y pérdidas, así como las perspectivas del emisor y de los derechos inherentes a tales valores.</p> <p>La Directiva incluye en anexos el contenido del prospecto. El desarrollo de esos anexos deberá hacerse por el procedimiento de comitología siguiendo los requerimientos establecidos por IOSCO.</p> |
| Formas de presentar el prospecto. | <p>La información se presentará en una forma fácilmente comprensible, y se difundirá mediante la publicación de un documento único o como un conjunto de documentos.</p> <p>Cuando el prospecto se componga de documentos separados, deberá incluir un documento de registro (descripción e información financiera y empresarial del emisor), una nota sobre los valores (descripción de los derechos y obligaciones de los valores y de la propia emisión) y una nota de síntesis, resumen de los documentos anteriores.</p> |
| Lengua del prospecto. | <p>El prospecto debe elaborarse en una lengua aceptada por la autoridad competente en el Estado miembro de origen.</p> <p>En el caso de ofertas transnacionales el prospecto, además de la lengua de origen se traducirá a una lengua habitual en el campo de las finanzas (inglés). El Estado de acogida podrá requerir la traducción de la nota de síntesis a su lengua.</p> |
| Uso del documento de registro, nota sobre los valores y nota de síntesis. | <p>Al emisor que haya presentado ya a la autoridad competente el documento de registro se le requerirá que elabore sólo la nota sobre los valores y la nota de síntesis.</p> <p>Con posterioridad a la primera presentación, el emisor pondrá al día periódicamente el documento de registro cada año después de la aprobación de los estados financieros.</p> |
| Incorporación por referencia. | <p>Los Estados miembros pueden permitir que el prospecto incluya la información pertinente por referencia a uno o más documentos elaborados y publicados.</p> |
| Aprobación y publicación del prospecto. | <p>No se publicará ningún prospecto hasta que haya sido aprobado por la autoridad competente del Estado miembro de origen.</p> |
| Disponibilidad del prospecto. | <p>Una vez aprobado, el prospecto se enviará a la autoridad competente del Estado miembro de origen en formato electrónico, y el emisor o el oferente deberán ponerlo inmediatamente a disposición del público mediante su publicación en al menos un periódico o su distribución en forma de folleto y su publicación en Internet en el sitio del emisor y del intermedio diario que intervenga en la colocación de los valores.</p> <p>El prospecto estará disponible en el sitio de Internet de la Autoridad Competente.</p> |
| Publicidad. | <p>Antes de su publicación, los anuncios, avisos o carteles deberán comunicarse previamente a la autoridad competente para su comprobación.</p> <p>La publicidad deberá ser reconocible claramente como tal. La información contenida en un anuncio deberá ser justa, exacta y coherente con la que contiene el prospecto.</p> |
| Suplemento al prospecto. | <p>Todo nuevo factor significativo capaz de afectar a la evaluación de los valores, que surja o se observe entre el momento en que se apruebe el prospecto y el cierre definitivo de la oferta o, en su caso, en el momento en que comienza la cotización, debe ser mencionado en un suplemento del prospecto que se aprobará y difundirá como si de un prospecto se tratara.</p> |
| Ofertas multinacionales y admisión a cotización. | <p>En el caso de ofertas o admisiones multinacionales, los Estados de acogida aceptarán los prospectos aprobados por los Estados de origen para los que no hayan transcurrido más de tres meses.</p> <p>Pasado este plazo el Estado de acogida podrá solicitar que la actualización de los documentos sea aprobada.</p> |

CUADRO 3 (conclusión)
**DIRECTIVA SOBRE EL PROSPECTO QUE DEBE PUBLICARSE EN CASO DE OFERTA PÚBLICA
 O ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE VALORES**

| | |
|---|---|
| Notificación. | La autoridad competente de los Estados miembros de origen proporcionará a la autoridad competente de los Estados miembros en los que se realice la oferta o la admisión a cotización, el prospecto y un certificado de su aprobación. |
| Emisores constituidos en terceros países. | La autoridad competente del Estado miembro de origen podrá permitir que el emisor utilice un prospecto elaborado para una oferta o admisión a cotización en un tercer país, siempre que a) el prospecto haya sido elaborado de acuerdo con las Normas de la Información de IOSCO; y b) los requisitos de información sean equivalentes a los de la Directiva. |
| Autoridades competentes. | Cada Estado deberá contar con una autoridad encargada de hacer cumplir las normas de la Directivas. Esta autoridad deberá contar con amplios poderes de inspección y sanción. |

tratando de evitar la aparición de lagunas legales o el arbitraje regulatorio entre países.

— Fortalecimiento de los requisitos de desglose informativo adoptando para ello las normas de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) para las ofertas públicas.

— Adopción del sistema de documento de registro—documento que informa sobre el emisor de los valores— que permite su actualización anual.

— Definición de las facultades que deberá tener la autoridad competente del Estado para cumplir con su papel de supervisor en materia de prospectos.

— Obtención de pasaporte único: una vez aprobado el prospecto, la simple notificación a otro estado basta para ofrecer públicamente los valores o cotizar en bolsa.

Los legisladores consideran que los inversores habrán de salir beneficiados de la implementación de la directiva por varias razones:

— Las normas de desglose informativo se harán más exigentes, en línea con los estándares del IOSCO.

— El acceso a los proyectos será más fácil gracias a la exigencia de su publicación en Internet.

— Se unifican los supuestos bajo los cuales una oferta debe considerarse pública.

La simplificación de los procedimientos se traduce en la introducción de un sistema de registro que permite dividir el prospecto en tres documentos complementarios: el documento de registro (información sobre la empresa emisora), la nota sobre los valores de la oferta (in-

formación sobre los valores emitidos y sobre las características de la oferta) y documento de síntesis, (resumen de todo lo anterior y aviso de los riesgos inherentes a los valores).

El documento de registro, que deberá actualizarse anualmente, permite que sucesivas emisiones de una misma sociedad no necesiten volver a registrar la información sobre ella, basando con el registro de la nota sobre los valores y el documento de síntesis.

En el mismo sentido, la posibilidad de utilizar el procedimiento de incorporación por referencia, permite que documentos previamente registrados y publicados por el supervisor se "incorporen" automáticamente a la documentación del prospecto con su mera referencia.

La Directiva contiene las normas, principios y definiciones básicos. Las directrices técnicas y las medidas para su implementación habrán de ser desarrolladas por el Comité de Valores en el que se encuentran representados los Estados a través de sus expertos.

Los temas sobre los que el Comité de Valores deberá trabajar son:

— Adaptación y actualización de las definiciones y exenciones.

— Definición de normas de desglose informativo específicas para los distintos prospectos siguiendo las normas del IOSCO.

— Normas técnicas relativas a la aprobación de los prospectos, su publicación, publicidad de las ofertas y reconocimiento de los prospectos de terceros países.

6. TRANSPARENCIA DE LOS MERCADOS

Las diferencias en las normativas nacionales

sobre las obligaciones informativas de los emisores son notables. Este hecho juega en contra de un tratamiento igualitario de las empresas en el entorno competitivo europeo y supone una barrera a la consecución de un mercado financiero único.

La propuesta de la Comisión cubre las siguientes obligaciones relativas a la transparencia:

— Obligaciones periódicas relativas a la información financiera tales como información anual e información intermedia.

— Obligaciones permanentes tales como el desglose de los cambios en la estructura de las participaciones significativas en el capital de las sociedades o de los hechos relevantes que puedan influir en la cotización de los valores.

Los principales elementos que componen la propuesta de la Comisión son:

— Consolidar todas las obligaciones de información de los emisores de valores cotizados en un texto único que permita su racionalización.

— Mejora de las obligaciones de información periódica. Se propone emplear las Normas Internacionales Contables (NIC) en los estados financieros consolidados y exigir información periódica trimestral en vez de semestral como es el caso en la actualidad en la normativa europea.

— Exigencias de información distintas según el tamaño de la empresa. Aquellas con un volumen de ventas superior a €25 millones deberán publicar estados financieros condensados y un informe de gestión en base trimestral. Los emisores más pequeños también informarán trimestralmente pero solamente sobre ventas netas y resultados. Por su parte, los emisores de deuda que no tengan acciones cotizadas sólo informarán semestralmente.

— Mejora de las obligaciones de información sobre hechos relevantes.

— Establecimiento de obligaciones de información que aseguren tratamiento igualitario entre los accionistas, incluida la oportunidad de participar en las juntas de accionistas.

— Refuerzo de la posición de los accionistas

dentro de las sociedades. Los accionistas podrán votar por delegación en las juntas, y se abre la posibilidad de votar electrónicamente.

— El desglose de participaciones significativas se hace más exigente. Se considera obligatorio informar a partir de contar con una participación del 5 por 100 (actualmente 10 por 100). Posteriores comunicaciones son obligatorias cuando se superen los umbrales del 15 y 30 por 100. Los interesados cuentan con cinco días naturales para efectuar la comunicación. Adicionalmente, se deberá hacer públicos los acuerdos entre los accionistas, en su caso.

— Publicación de la información en formato electrónico.

— Exigencia de que en cada Estado exista una autoridad responsable de requerir el cumplimiento de las obligaciones sobre transparencia, que deberá coincidir con el supervisor de los mercados de valores.

— Utilizar el procedimiento de comitología contenido en el enfoque Lamfalussy.

7. LUCHA CONTRA LAS PRÁCTICAS ABUSIVAS DE LOS MERCADOS

En la actualidad el marco legal existente para proteger la integridad del mercado está incompleto, por dos razones:

— A nivel europeo, no existe una legislación común sobre manipulación del mercado.

— A nivel de los Estados, existe una gran diversidad de normas relativas a prácticas abusivas del mercado.

Estas diferencias crean distorsiones en los mercados financieros y generan incertidumbres sobre conceptos, definiciones y prácticas sancionables. Además, la aparición de nuevos productos y tecnologías, la ampliación del uso de derivados, el número creciente de participantes en los mercados y el incremento de las transacciones transfronterizas hacen aún más insatisfactorio el estado actual de la regulación de la materia.

El fin último de la propuesta de Directiva sobre información privilegiada y manipulación del mercado (abuso de mercado) es incrementar la

integridad del mercado europeo y encuentra su base en los principios de transparencia y tratamiento igualitario para los participantes en el mercado. Para que ello sea posible en un mercado financiero que, más o menos integrado, se extiende a todos los países de la Unión, resulta necesaria la estrecha colaboración de los supervisores de todos los Estados.

La propuesta de directiva (cuadro 4) se ocupa de dos categorías de prácticas abusivas: uso de información privilegiada y manipulación del mercado. De ellas, solamente la primera era objeto de legislación comunitaria mediante la Directiva de información privilegiada (89/592/EEC). El tratamiento conjunto de ambos temas pretende por una parte, actualizar el contenido de la directiva de 1989, y por otra, dar a ambas prácticas un tratamiento similar. En este sentido, la propuesta entiende que existe abuso de mercado o que se producen prácticas abusivas cuando los inversores han sido perjudicados por otros que:

— Han usado en beneficio propio o de terceros información que no está disponible públicamente (uso de información privilegiada).

— Han distorsionado el mecanismo de formación de precios o han difundido información falsa o engañosa (manipulación del mercado).

El tratamiento del uso indebido de información privilegiada de la actual directiva se ha considerado que sigue siendo válido, aunque necesitado de actualización tras el transcurso de más de una década desde su promulgación.

Por su parte, la parte de la directiva relativa a la manipulación del mercado se inspira estrechamente en el documento "Investigating and Prosecuting Market Manipulation" elaborado por el Comité Técnico del IOSCO y publicado en mayo de 2000. Asimismo, la directiva se apoya en el documento del Forum of European Securities Commissions (FESCO) publicado en septiembre de 2000: "Market Abuse: FESCO's response to the call for views from the Securities Regulators under the EU's Action Plan for Financial Services".

La directiva tiene por objeto todos los instrumentos financieros admitidos a negociación en al menos un mercado regulado y se refiere a cualquier transacción relativa a dichos instrumentos, tanto si tiene lugar en un mercado regulado o fuera de él.

Los redactores de la directiva entienden que existen razones para exceptuar de las prohibiciones dos prácticas que en otro caso podrían ser calificadas como que aprovechan información privilegiada o que manipulan el mercado. Se trata de los programas implementados por las sociedades cotizadas para recomprar sus propias acciones en mercado y de las prácticas de estabilización del precio del valor cuando se hace conforme a un procedimiento acordado.

Al objeto de que la normativa propuesta se aplique de la misma manera en todos los Estados, la directiva exige que todos ellos designen autoridades competente provistas de similares facultades de inspección y sanción en materia de prácticas abusivas, facultades que la directiva enumera.

Por otra parte, pero estrechamente unido a lo anterior, dado el incremento de actividad transfronteriza en los mercados de valores, la Directiva aporta directrices para la coordinación y cooperación entre los supervisores de los Estados para prevenir y combatir las prácticas abusivas.

La armonización tiene sin embargo un límite. Aunque no es deseable que el rigor de las sanciones sea diferente entre los Estados, la armonización de los regímenes sancionadores no está contemplada dentro del Tratado de la Unión Europea.

Para poner a cubierto la normativa europea de los continuos cambios que se operan en los mercados de valores, la Directiva recurre a establecer definiciones generales de lo que deba entenderse por prácticas abusivas. Es por ello que, junto a la propuesta de Directiva sobre prospectos, es una de las primeras directivas que hacen aplicación del procedimiento Lamfalussy (comitología) para implementar el desarrollo técnico de los principios recogidos en el texto de la propuesta.

La directiva señala cinco áreas que deberán ser desarrolladas por el Comité de Valores mediante la elaboración de normas técnicas:

— Aclaración de definiciones.

— Actualización de los instrumentos financieros objeto de la directiva.

— Aclaración de desglose de información.

CUADRO 4
DIRECTIVA SOBRE LAS OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA
Y LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO (ABUSO DEL MERCADO)

| | |
|---|---|
| Definición de información privilegiada. | Información no pública, de carácter preciso, referida a emisores o instrumentos financieros, que de hacerse pública podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos o de sus derivados. |
| Definición de manipulación del mercado. | <ul style="list-style-type: none"> – Operaciones u órdenes que puedan proporcionar indicios falsos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio, o aseguren un precio artificial por medio de una o más personas actuando en colaboración. – Difusión de información que pueda proporcionar indicios falsos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio. |
| Prohibición de aprovecharse de la información privilegiada | <ul style="list-style-type: none"> – Quien posea información privilegiada no podrá adquirir o ceder, directa o indirectamente, los instrumentos financieros a que se refiera la información. – Esta prohibición se aplica con independencia de la razón por la cual se posea la información (directivos, socios, profesionales externos), y se extiende a cualquier persona que llegue a conocer la información sabiendo de su carácter privilegiado. – Quien posea información privilegiada no podrá revelarla a un tercero, salvo por razones de su trabajo, ni recomendar su empleo para operar con el valor afectado. |
| Prohibición de manipular el mercado. Prácticas expresamente contempladas. | <ul style="list-style-type: none"> – Ventas ficticias. – Compras y ventas realizadas en connivencia por las partes. – Operaciones para dar impresión de actividad o movimiento de precios. – Reactivación de la oferta. – Acaparamiento. – Operaciones al cierre del mercado para determinar el precio de cierre. – Operar al contado para determinar el precio de una operación referida a ese precio. – Comprar un valor antes de recomendarlo, para luego venderlo. – Divulgación de rumores. – Declaraciones falsas sobre hechos importantes. – No revelación de hechos o intereses importantes. |
| Obligación de hacer pública la información privilegiada. | <ul style="list-style-type: none"> – Quien revele información privilegiada a un tercero por razón de su trabajo o de manera no intencional, deberá hacerla pública. – La obligación no es aplicable si quien recibe la información tiene obligación de secreto, o es una agencia de <i>rating</i> que hará pública su calificación. |
| Retraso en la divulgación. | El emisor podrá retrasar la publicación, bajo su propio riesgo, para no perjudicar sus intereses legítimos si con ello no induce a engaño. |
| Conflictos de intereses. | Quien difunda información o análisis debe presentarla adecuadamente y revelar sus conflictos de interés. |
| Prohibición de colaborar en prácticas abusivas del mercado. | Los intermediarios se abstendrán de realizar operaciones propias o de sus clientes basadas en información privilegiada. |
| No aplicación de la Directiva. | En operaciones con acciones propias en programas de recompra o estabilización de un instrumento financiero, si la operación se realiza en condiciones acordadas. |
| Instrumentos financieros afectados. | Instrumento admitidos o que vayan a ser admitidos en un mercado regulado de al menos un Estado, con independencia de si la operación se realiza en dicho mercado. |
| Obligaciones de los Estados. | <ul style="list-style-type: none"> – Designar una autoridad competente con amplios poderes de investigación y sanción. – Facultar a la autoridad competente para cooperar con otros estados en la investigación y sanción de las prácticas abusivas. |

— Detalles técnicos de las transacciones exceptuadas de las prohibiciones.

— Modalidades técnicas de la cooperación entre supervisores.

8. NORMATIVA CONTABLE

De acuerdo con la nueva regulación de la Comisión Europea, todas las empresas europeas cotizadas en un mercado regulado, incluidos los bancos y compañías de seguros, deberán presentar cuentas consolidadas conformes con las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) a más tardar en 2005. Los Estados miembros

tienen la opción de extender esta obligación a las compañías no cotizadas y a las cuentas individuales.

El propósito de esta nueva regulación no es otro que el de eliminar barreras a la negociación de valores transfronteriza y hacer la comparación entre las compañías más fácil. En cierta medida, con ello se facilita el empleo de un lenguaje único para la información financiera.

Para la implementación de esta regulación se dispone que exista un Comité de Regulación Contable con representación de los Estados que decida conforme a los mecanismos europeos de producción legislativa la adopción de

las NIC elaboradas por el International Accounting Standards Board —organismo privado radicado en Londres. El Comité de Regulación Contable, a su vez, estará asistido por un comité técnico (European Financial Reporting Advisory Group) compuesto de expertos contables. Este comité tiene la doble misión de aportar apoyo técnico en todo lo relacionado con el uso de las NIC en el marco legal europeo, y de participar en la elaboración de las normas que formarán parte de las NIC.

Esta iniciativa se inscribe dentro del proceso de modernización de la normativa contable europea que tiene previsto revisar las directivas contables, en particular la Cuarta Directiva de Sociedades (78/660/EEC) y la Séptima Directiva sobre cuentas consolidadas (83/349/EEC).

En todo caso, habrá que esperar a que la Comisión Europea dé pasos importantes en los terrenos de regulación de la función auditora y del régimen sancionador para las empresas que no cumplen adecuadamente con sus deberes contables para que estas iniciativas aporten plenamente sus efectos beneficiosos.

9. CONCLUSIÓN

Cabe esperar que el enfoque Lamfalussy, pese su complejidad, aporte algo de celeridad en la elaboración de las normas, aunque sólo sea porque desplazará una parte importante de la labor de "lobby" de los agentes afectados por

la normativa hacia los Comités de Valores y de Reguladores. En los años que quedan hasta 2005, final de su período de vigencia, se irán concretando en Directivas buena parte de las propuestas que aún se encuentran en forma de documentos de consulta y que están siendo debatidos. Es de desear que los desarrollos técnicos de las Directivas que han adoptado el método de comitología completen también para esa fecha sus tareas; de lo contrario se demostraría que la única virtud del método Lamfalussy era la de quitar presión a los debates en el seno del Parlamento.

Desgraciadamente, el Plan de Acción, como toda agenda de trabajo plurianual, ha ido mostrando síntomas de obsolescencia. El Plan no puso en su día suficiente acento en cuestiones tales como la regulación de los auditores, de las agencias de calificación de riesgo o de la labor de los analistas, cuestiones todas ellas que se han mostrado de especial importancia tras los fracasos de los nuevos mercados de valores europeos o del caso Enron. El Plan también ha cosechado fracasos (regulación de la compensación y liquidación de valores y normativa de OPA). Sin embargo, a pesar que en términos generales los organismos responsables de cumplir con las tareas contenidas en el Plan de Acción de Servicios Financieros han ido por detrás de las fechas previstas, sin la existencia del Plan, y sin las continuas llamadas de la Comisión a los Estados para su cumplimiento, el avance de los trabajos legislativos hubiera sido mucho más lento.