

Resumen

La utilización de tecnología de redes abiertas está transformando la industria financiera en todos sus sectores tradicionales, pero especialmente en la comercialización de valores. Dentro de esta tecnología, destaca la utilización de internet; los efectos son los mismos para otras formas de comunicación abierta (telefonía móvil, televisión por cable, etc.), aunque su grado de difusión es menor. Esta nueva tecnología implica, en primer lugar, una transformación de los canales de distribución de servicios y productos. También comporta la necesidad de que las empresas de servicios de inversión revisen sus estrategias competitivas, dado que la nueva tecnología permite una difusión de información mayor, más rápida y de alcance global. Los inversores pueden comparar más fácilmente los precios de los productos ofrecidos y elegir nuevos proveedores de éstos. La tecnología de redes ofrece oportunidades y supone retos a las entidades financieras. También a los reguladores, que deben revisar la idoneidad de las normas actuales para abarcar la nueva realidad, pero manteniendo un enfoque neutral respecto a las nuevas vías de comercialización.

Palabras clave: mercados financieros, nuevas tecnologías, información financiera, regulación de mercados.

Abstract

The use of open network technology is transforming the finance industry in all its traditional aspects, but especially in the marketing of securities. A notable feature of this technology is the use of the Internet; the effects are the same for other forms of open communication (mobile telephony, cable television, etc.), although their dissemination is not so widespread. This new technology involves, first of all, a change in the service and product distribution services. It also entails the need for investment service companies to revise their competitive strategies, since the new technology permits a great, faster and more far-reaching diffusion of information. Investors can compare the prices of the products offered more easily and choose new suppliers of these. Network technology offers opportunities and represents challenges not only to the financial institutions, but also to the regulators, who have to review the suitability of the present rules to encompass the new reality, while maintaining a neutral approach to the new marketing channels.

Key words: financial markets, new technologies, financial information, market regulation.

JEL classification: G10, G14, G18.

TECNOLOGÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

M^a Nieves GARCÍA SANTOS (*)

Comisión Nacional del Mercado de Valores

I. INTRODUCCIÓN

La tecnología ha venido aplicándose a las finanzas desde hace ya bastantes décadas. Los medios informáticos son de uso generalizado en análisis de productos, valoración de créditos o gestión administrativa desde hace tiempo. También la comunicación electrónica se ha venido utilizado por el sector financiero desde los años setenta: los bancos han utilizado este medio para la comunicación de las posiciones resultantes de transacciones interbancarias y como mecanismo parcial de comunicación con clientes.

Desde mediados de la década de los noventa, sin embargo, la aplicación masiva de la tecnología de redes abiertas a las finanzas, en especial internet, está modificando el sector, aunque las entidades bancarias tenían ya experiencia en la utilización de redes cerradas, que las conectaban de forma interactiva con clientes, proveedores y otros intermediarios.

La llamada tecnología de redes abiertas, desarrollada a partir de la mitad de los años noventa, está constituyendo una revolución en muchos campos del comercio, de la organización industrial y de la comercialización de servicios, entre ellos los financieros.

Los servicios financieros abarcan un tramo minorista en el cual las empresas financieras ofrecen productos y servicios a sus clientes, los inversores; y un tramo mayorista, en el que se incluyen los sistemas de negociación, de compensación y liquidación, y los sistemas de pagos.

Por otra parte, los servicios financieros minoristas pueden clasificarse sectorialmente en bancarios, referidos al sector de previsión (seguros) y aquellos incluidos en el ámbito tradicional de valores o productos financieros.

La nueva tecnología ha tenido un efecto fundamental en la transformación de la industria de servicios financieros, tanto en la provisión de éstos por las empresas como en la estructura de los mercados mayoristas. La tecnología permite a las entidades reducir costes, desarrollar nuevos productos y mejorar el alcance de la comercialización de productos y servicios. Los efectos sobre la estructura financiera son revolucionarios, ya que están provocando la desaparición de los límites tradicionales de los distintos ámbitos del negocio financiero. Los servicios financieros pueden llegar a proveerse por entidades que no son financieras, como portales de internet, proveedores de información, agregadores, etc. Los inversores se encuentran con nuevos servicios y nuevas entidades, acceden a entidades de cualquier país y disponen de acceso directo a ámbitos anteriormente reservados a los mayoristas, como la negociación en mercados organizados. Por ello, los mercados organizados pueden pasar a ser considerados como empresas que ofrecen un conjunto de servicios de inversión que abarca desde la negociación hasta el pago, u otros servicios que se desglosen del producto agregado que antes ofrecían las bolsas de valores.

Respecto al impacto de las nuevas tecnologías en los diferentes

servicios, hay que señalar que ha sido muy importante en la negociación y transmisión de órdenes; en servicios bancarios la penetración ha sido menor, aunque la industria posee este medio desde mediados de los años noventa. En los mercados organizados, la comunicación electrónica es de uso común en muchas bolsas de valores europeas desde mediados de los años ochenta, así como en el mercado americano Nasdaq. Desde la mitad de los años noventa han aparecido los llamados sistemas alternativos de negociación, que compiten con los mercados organizados, y que permiten el acceso directo de los inversores.

En este artículo utilizaremos el término mercado en sentido amplio, referido a la provisión de servicios financieros a los inversores. Y utilizaremos el término de servicios financieros electrónicos para describir los que utilizan la tecnología de redes como medio de conexión entre una entidad y sus clientes o inversores. Por lo tanto, en este trabajo se van a analizar los servicios financieros «en línea» o los servicios financieros electrónicos («finanzas-e»). Dentro de la tecnología de redes, se debe considerar la utilización de internet, en primer lugar, pero además se puede incluir la telefonía móvil o la televisión por cable. Internet permite distintas formas de comunicación, desde los sitios o páginas web, los correos electrónicos, los foros y los *chats* (boletines electrónicos), etc. Todos ellos son canales de información y de comunicación. En general, nos referiremos a lo largo del artículo a internet, aunque las conclusiones son extensibles a los otros medios.

La utilización de internet en la provisión de servicios financieros ha contribuido a mejorar la transparencia de precios, la aplicación de una política de diferenciación de éstos y la transformación de los canales de distribución. La transparencia

de precios aumenta la competición entre entidades y reduce los márgenes de beneficios. La diferenciación de precios es posible debido a los costes de búsqueda, que permanecen elevados. Los canales de distribución serán, cada vez más, un mecanismo diferenciador de la industria financiera. Hay que tener en cuenta que, en parte favorecido por la tecnología, se está produciendo una división de los distintos componentes de los servicios financieros, lo que facilita la desintermediación. Todos los agentes participantes en los mercados financieros encuentran beneficios potenciales derivados de internet. Así, los inversores obtienen mayor información, y pueden contratar servicios de inversión directamente; los emisores pueden difundir información y comunicarse con los inversores, con los mercados y con los reguladores; los intermediarios pueden ampliar el alcance de su comercialización; los mercados también utilizan internet para informar y comunicarse con clientes y con reguladores. Y estos últimos utilizan internet como medio para llevar a cabo la supervisión de entidades, para comunicarse con inversores y para coordinarse con otros reguladores.

Todas estas transformaciones tienen implicaciones para la política de competencia, para la regulación de la solvencia de las entidades, para la protección de los consumidores e inversores y, en general, para la política económica. Los reguladores y supervisores financieros han debido revisar sus enfoques y considerar cómo se ven afectados los objetivos básicos perseguidos (integridad de los mercados y protección del inversor), en especial teniendo en cuenta que la operativa basada en internet trasciende las fronteras nacionales.

II. UTILIZACIÓN DE LA COMUNICACIÓN ELECTRÓNICA POR LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Desde finales de los años noventa, las tecnologías electrónicas ya habían penetrado en casi todos los aspectos del negocio financiero. Internamente, las entidades han venido utilizando estas tecnologías para estandarizar información y procesarla, de forma que se facilitara la toma de decisiones. En la industria bancaria, estas tecnologías son ya de uso común en decisiones de crédito a consumidores y a pequeñas empresas; su uso para grandes créditos, sin embargo, es más limitado.

El uso de estas tecnologías externamente —es decir, como mecanismo de comercialización— es más reciente, pero crece a un ritmo explosivo. Según la OCDE, el número de clientes que hace transacciones financieras en línea se ha duplicado anualmente desde mediados de los noventa hasta la actualidad, cuando se estima que se sitúa entre 40 y 50 millones. De todas formas, el uso de internet todavía es parcial, y los clientes aún demandan algún contacto con los proveedores de servicios financieros por las vías tradicionales antes de decidirse por la operativa en línea. La situación más habitual es que las entidades hayan incorporado internet como canal de comercialización en servicios que ya ofrecen por las vías tradicionales. Esto implica que el nuevo canal sustituye sólo en el margen a las vías tradicionales. Además, el grado de avance en su uso varía mucho entre países, lo cual se pone de manifiesto incluso dentro de Europa. El mayor desarrollo se encuentra en Norteamérica.

También hay diferencias en el grado de penetración entre sectores. En el ámbito de servicios bancarios la vía de internet se utiliza en

mucho menor grado que en el área de las transacciones con valores, y se concentra en los países nórdicos (por encima del 25 por 100).

En el área bancaria, el uso de internet se ha asociado con la obtención de elevados beneficios y eficiencia, pero la causalidad se produce en el sentido beneficios-internet: son los bancos más eficientes los primeros en aplicar esta tecnología. Los bancos de nueva creación que se han basado principalmente en internet no han tenido mucho éxito, lo que indica que la nueva vía de comercialización no sustituye completamente a las tradicionales. Estaríamos ante un mecanismo que simplemente suplementa, y no sustituye, al tradicional (1).

La influencia sobre la industria de valores ha sido muy rápida, especialmente en el ámbito de la transmisión de órdenes y negociación. En éste ámbito, los inversores pueden acceder directamente a la negociación de valores, lo que ha transformado radicalmente las empresas de valores. Las comisiones por corretaje se han reducido drásticamente y las empresas han debido buscar otras alternativas del negocio.

El área de valores o productos financieros ha sufrido una importante transformación en un período de tiempo muy breve, especialmente en el ámbito de transmisión de órdenes y negociación de valores. Con mucho grado de variación entre países, la OCDE señala que entre un 25 y un 35 por 100 de las transacciones de valores de clientes se hacen en línea, superando el 70 por 100 en países como Corea. El número de cuentas abiertas para realizar transacciones en línea alcanza los 19 millones en Estados Unidos, aunque sólo hay abiertas 4 millones en Europa.

En el ámbito de la inversión colectiva, el desarrollo de la actividad en línea no es alto: en Estados Uni-

CUADRO N.º 1
PENETRACIÓN DE LAS FINANZAS ELECTRÓNICAS
EN CIERTOS PAÍSES (ESTIMACIÓN 2000)
Porcentaje en línea

	Depósitos	Tarjetas crédito	Prestamos personales	Fondos de inversión	Hipotecas	Seguros de automóviles
Francia	5	—	—	1	—	—
Alemania	10	1	—	2	—	1
Italia	3	—	—	1	—	1
Holanda	5	1	—	2	—	1
España	20	—	—	1	—	1
Suecia	25	1	3	12	1	1
Suiza	3	1	—	1	—	1
Reino Unido	25	5	—	2	—	3
Estados Unidos ..	n.d.	3	—	5	1	—

Fuente: J. P. Morgan, citado en Christiansen (2001).

dos, sólo alrededor de un 5 por 100 de las ventas de fondos se ha hecho a través de esta vía. No obstante, en esta área una de los logros de internet ha sido proporcionar la posibilidad de comparación entre productos, lo que está estimulando la competencia en el sector.

También se ha utilizado internet en el ámbito de los mercados primarios, en la recepción de peticiones previas y determinación de la pre-demanda antes de una oferta pública de venta o una salida a Bolsa. Por su parte, los emisores pueden encontrar este mecanismo útil a la hora de comunicarse con sus inversores y mandarles por esta vía información sobre las juntas, e incluso aceptar la recepción de votos en ellas.

El área de seguros es una de las menos afectadas por la disponibilidad de internet; los escasos proveedores que usan este canal se ubican en Estados Unidos (también con un grado de penetración del 5 por 100) y en los países nórdicos. Las empresas aseguradoras, por otro lado, sí utilizan internet en el ámbito de sus inversiones en valores.

Las grandes diferencias de adopción de internet en los servicios fi-

ncieros entre países pueden explicarse por factores que van desde la facilidad de acceso hasta la cultura financiera, la oferta de nuevos productos por el sector o el esfuerzo comercializador de las empresas. Por ejemplo, se ha estimado que la disponibilidad de acceso a internet por entre un 30 y un 50 por 100 de la población representa el nivel de despegue en su uso en la canalización de servicios financieros. Sin embargo, esta regla encuentra grandes excepciones en ciertos países y en ciertos sectores.

III. FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA EN EL USO DE LA TECNOLOGÍA EN LOS SERVICIOS FINANCIEROS

1. Factores de oferta

Las empresas de servicios de inversión se verán estimuladas a utilizar internet como mecanismo de canalización de su oferta si consideran que pueden:

- reducir costes,
- ganar clientes,

CUADRO N.º 2

ESTRATEGIAS DE OFERTA

	Transacción en línea sólo	Comercialización o aplicación en línea
Canal de distribución	Depósitos; servicios de tarjetas de crédito; pago de facturas; gestión de activos	Seguros; hipotecas y otras demandas crediticias
Productos diferenciados	Negociación intradía; gestión de activos (supermercados de fondos)	Servicios especializados; información financiera

Fuente: OECD (2002).

- mejorar su oferta de productos y servicios, y
- mejorar su posición respecto a los demás competidores.

Cientes

En muchos segmentos de internet, los que primero acceden al mercado en línea consiguen dar valor a su nombre comercial y se hacen con los clientes. De igual forma, las entidades que retrasan su entrada deben hacer mayores esfuerzos, simplemente para no perder cuota de clientes. Posteriormente, las entidades deben lograr mantener la fidelidad de los clientes. Sin embargo, estudios recientes señalan que, en muchos servicios de internet, los clientes permanecen con sus entidades si éstas mantienen la calidad inicial.

Costes

Internet ha reducido el coste marginal de expandir los negocios, lo que impulsa a las empresas ya establecidas a buscar mecanismos para mejorar sus ingresos, mediante su incursión en segmentos de alta rentabilidad o mediante la reducción de costes. Una vía para ello es la externalización de parte de la cadena de comercialización. Por otro lado, los menores costes marginales permiten reducir los precios de los servicios a las entidades una vez que éstas se han hecho con una cuota de mercado suficientemente elevada.

Hasta la fecha, no ha tenido lugar el esperado desplazamiento de los canales de distribución tradicionales por el uso de internet. Lo que se observa es que las entidades prefieren mantener los canales tradicionales, aunque en menor escala, ya que proporcionan seguridad y confianza a los clientes. Internet se utiliza para externalizar servicios como pueden ser la gestión administrativa o la asistencia técnica, y para mantener relaciones con proveedores.

Productos y servicios

Los productores de servicios financieros ofrecen productos que se comercializan vía internet, o que son específicos de este medio, en la medida en que se complementen con los demás productos convencionales que ofrecen. No es habitual que entren en líneas de productos que compitan con su línea tradicional.

Por otra parte, muchos participantes en el mercado consideran que sólo tienen éxito aquellas estrategias que modifican radicalmente los procedimientos totales para que los segmentos de actividad en línea se integren en los planes generales de la empresa. Por ejemplo, una estrategia global puede vincular la actividad de los clientes con los procedimientos internos de la entidad y automatizar así la operativa.

Canales de distribución competitivos

El nuevo canal de comercialización que supone internet puede provocar o no un conflicto con los canales existentes de las empresas de servicios de inversión. Por una parte, las empresas pueden aumentar su alcance a nueva clientela potencial, con lo cual habría un efecto positivo respecto a los canales actuales de las empresas financieras. Pero, por otra parte, podrían surgir conflictos entre diversos canales comerciales si los esfuerzos de comercialización se han encomendado a entidades independientes o a representantes.

Posición competitiva

Las empresas de servicios de inversión son conscientes de las posibilidades o amenazas derivadas de internet. Elaboran planes que van desde los meramente defensivos hasta el diseño de nuevos productos o servicios. Muchas empresas se han posicionado activamente en esta área, dado que se pueden obtener beneficios con unas inversiones reducidas.

2. Factores de demanda

Los clientes potenciales se ven influidos por tres tipos de factores de demanda: a) la seguridad de las transacciones y de la información transmitida; b) los precios relativos, y c) la percepción de las ventajas deri-

vadas de trasladarse al nuevo canal de distribución.

Seguridad

Los clientes tienen que estar convencidos de que las transacciones vía internet gozan de seguridad. Las preocupaciones de los clientes abarcan desde conocer la identidad de la contrapartida hasta la seguridad de la propia transacción en línea, pasando por la integridad de la información transmitida a las contrapartidas.

La primera preocupación es evitar el trato con entidades fraudulentas o ilegales. En segundo lugar, a los clientes les preocupa que su transacción se realice con diligencia y que los datos que han transmitido para ello no sean utilizados con otros fines, o se hagan en su nombre transacciones no pedidas; es decir, que se mantenga la integridad de la información transmitida y su carácter confidencial. Además, existe preocupación por la posibilidad de que se produzca un fallo en los sistemas y en la comunicación en momentos sensibles de las transacciones. Una última preocupación se refiere a la importancia de tener información sobre productos, sobre servicios, sobre la situación de sus transacciones y sobre las vías de reclamaciones existentes.

Todas estas preocupaciones explican que los clientes sean más proclives a utilizar el medio de internet cuando la naturaleza de la transacción es discontinua o limitada. Cuando la transacción implica una relación contractual de larga duración con la entidad, prefieren las vías de comunicación tradicionales.

También es importante la cuestión de que los clientes desean tener claro cuál es la vía para plantear reclamaciones. Para pequeñas reclamaciones, una presencia física próxima a los clientes facilita la so-

lución. Por otra parte, en todos los países desarrollados hay mecanismos de defensa de consumidores y de inversores. El problema, en el caso de las transacciones mediante internet, se centra en la delimitación de la jurisdicción competente.

Precio y calidad del servicio

Las cuestiones de seguridad superan con mucho cualquier otra consideración que puedan hacer los clientes respecto a la demanda de servicios financieros en línea. Sólo cuando se han superado las preocupaciones en este sentido se plantean cuestiones de precio o de calidad. Los consumidores pueden ser sensibles a los precios de productos o servicios ofrecidos mediante internet, de forma comparativa a los aplicados por otros canales de comercialización u otros proveedores, o de forma absoluta. Los consumidores, hasta la fecha, se han fijado más en cuál es el precio de los productos o nuevos servicios ofrecidos a través de internet. Todavía, la sensibilidad de precios comparativa entre los distintos canales de comercialización es reducida, en parte porque los distintos proveedores tampoco han aplicado una política clara de diferenciación. No obstante, la facilidad de comparación entre precios y la movilidad entre distintos oferentes hará que éstos afinen sus políticas de precios y de calidad diferencial.

La calidad es crucial. Parece que los clientes que entran por primera vez en la actividad en línea discriminan en función del precio, pero que los clientes se fidelizan a una entidad específica en función de parámetros de calidad. Por lo tanto, las entidades ofrecen servicios en línea a precios estándares, y como argumento de venta realzan las ventajas del nuevo medio, como puede ser el ahorro de tiempo dada la mayor rapidez y flexibilidad de acceso a los servicios financieros por parte de

los clientes, o el aumento de oferta de productos y servicios y el alcance a localizaciones remotas.

IV. LOS EFECTOS DE LAS FINANZAS-E EN EL SECTOR FINANCIERO

El uso intensivo de tecnología provoca en las empresas financieras dos efectos —desintermediación y consolidación— que pueden parecer antagónicos, pero que no lo son, y cuyo resultado implica un cambio en la estructura de la industria.

1. Desintermediación

En primer lugar, la tecnología acelera el proceso de desintermediación financiera, que reduce el papel de los intermediarios financieros y fomenta los mercados de capitales y la participación de instituciones financieras que negocian activos comercializables.

La intermediación financiera se basa en la información exclusiva que las entidades crediticias tienen de las empresas. Precisamente esta característica dificulta el acceso de las empresas directamente al mercado de capitales, ya que los inversores sospechan que su grado de información es sensiblemente inferior al que posee la propia empresa que demanda capital. Sin embargo, la tecnología incrementa la información disponible por los agentes y su alcance, lo que contribuye a reducir la asimetría informativa que pueda existir entre agentes, inversores y empresa. De esta forma, se incentiva la participación de los agentes menos informados, lo cual contribuye a mejorar la liquidez del mercado. La mayor liquidez y el predominio de activos comercializables pueden llevar a una pérdida de cuota del mercado de la financiación por parte de las entidades crediticias a favor de las entidades de servicios financieros.

Hay autores (Domowitz, y Steil, 1999) que, sin embargo, argumentan que las nuevas tecnologías sirven para que los bancos re-intermedian parte del negocio que han perdido, ya que les permiten ofrecer nuevos servicios. Una vez captado por esta vía el interés de los inversores, cabe la posibilidad de que vuelvan a demandar financiación crediticia.

2. Consolidación

La consolidación del sector se ha ido produciendo a la par que la desintermediación. La aplicación de nuevas tecnologías puede contribuir a ambos efectos, ya que, a la vez que reduce los costes de la información, la tecnología permite grandes economías de escala. Los costes fijos de la actividad en línea son elevados, aunque los costes marginales sean reducidos. Para construir sistemas completos de captación de clientes se necesitan inversiones elevadas (en tecnología y en comercialización), de las que sólo se saca provecho cuando se ha alcanzado una cierta dimensión.

En la industria bancaria se han producido los principales movimientos hacia la consolidación. En la industria de valores, la tendencia ha sido la opuesta; y los principales operadores han ido viendo cómo se reducía su cuota de mercado (Berger, *et al.*, 1999).

La explicación puede hallarse (Allen, *et al.*, 2001) en el hecho de que la reducción en los costes de información y en los de transacción facilita la entrada de nuevos proveedores de servicios de inversión. Las inversiones en tecnología no son importantes en la industria de valores, que no realiza transformación de activos. La tendencia ha sido que las entidades dedicadas a la transmisión de órdenes se han ido llevando parte del negocio de las grandes instituciones que tenían una oferta de pro-

ductos completa. La tecnología financiera, a la vez que aumenta las economías de escala, reduce las barreras de entrada en nuevos mercados de productos o en nuevos ámbitos geográficos.

Al comienzo de la explotación comercial de internet, parecía que no iban a existir barreras de entrada. Pero la facilidad de entrada va seguida de la dificultad de permanencia. Por lo pronto, la actividad en línea a lo que ha llevado es a una mayor consolidación de la actividad tradicional, que puede, a su vez, llevar a un sistema menos abierto a las innovaciones. En el proceso, sin embargo, algunas entidades pueden desaparecer, lo que también puede plantear problemas a los supervisores, en la medida en que esa inestabilidad aumente la probabilidad de que se genere un riesgo sistémico.

3. Economías de redes y monopolios

Las finanzas electrónicas se apoyan en una red de telecomunicación, por lo que son importantes los efectos de interconexión y de red. Las economías de red reflejan el hecho de que la formación de una red permite la conexión de muchos participantes alejados geográficamente de forma simultánea. Esta conexión supone grandes beneficios para los participantes en la red. Hay que señalar que lo que puede ser difícil es la migración del grueso, o de un conjunto importante, de participantes a la red, ya que los beneficios sólo se disfrutarán si el volumen de usuarios es grande.

En las industrias que comparten estas características existe una cierta tendencia a la formación de monopolios. Sin embargo, los monopolios plantean problemas de ineficiencia en la formación de precios, ineficiencias técnicas y abuso de posición dominante. Puede que las autoridades se vean obligadas a en-

frentarse al dilema de elegir entre tener una eficiencia estática y solvencia en un sistema centralizado o una eficiencia dinámica e innovación en un sistema fragmentado.

Desde el punto de vista de la supervisión, puede ser más seguro tener un monopolio establecido en el corto plazo, aunque permitir la entrada de nuevos participantes favorezca la modernización y su eficiencia. La cuestión es cómo conseguir una estructura donde los sistemas compitan entre sí, pero funcionen de forma mutuamente aprovechable. Las entidades pueden realizar una discriminación de precios mediante la oferta de diferentes menús de alternativas entre las que se encuentre el empaquetamiento de conjuntos de servicios.

V. EVOLUCIÓN DE LOS MODELOS DE NEGOCIO

En la actualidad existe el convencimiento que el modelo que prevalecerá en el futuro será una combinación entre la comercialización tradicional y la basada en internet. La presencia física es importante para muchos clientes, así como lo es la confianza en una marca establecida. Sin embargo, parece que las oficinas físicas quedarán relegadas a un papel asesor, ya que la operativa a través de internet es mucho más barata. Pero, para poder disfrutar de los mayores beneficios, las empresas tienen que hacer una reestructuración completa de los modelos de negocio y de su operativa. Hasta la fecha, parece que las entidades no están ofreciendo suficientes incentivos de precios para que los clientes se cambien a internet, lo único que están destacando en sus ofertas de cambio es la conveniencia de hacerlo, lo cual no es suficiente para vencer la inercia de los clientes. Se ha calculado que, para que se obtengan beneficios, al menos un 20 por 100 de los clien-

CUADRO N.º 3

IMPORTANCIA DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA PROVISIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS EN INTERNET

	<i>Economías de escala</i>	<i>Facilidad de comercializarse</i>	<i>Costes de establecimiento</i>	<i>Externalidades de red</i>
<i>Servicios minoristas</i>				
Pagos.....	••	••••	••	••••
Préstamos / hipotecas	••	••••	••	•
Transmisión y ejecución órdenes	••	••••	•••	••
Asesoramiento.....	••	•••	••••	••
Fondos de inversión	••	•••	•••	••
Seguros	••	•••	•••	••
<i>Servicios profesionales</i>				
Prestamos comerciales tamaño grande.....	••	•••	••	•
Idem. medio	•••	•••	••	•
Servicios a empresas (*)	••	••	••••	•
Sistemas grandes pagos	•••	•••	••••	••••
<i>Mercados</i>				
Bolsas / Sist. negociación.....	••	••••	•••	••••
Bolsas B2B	••	••••	••	••••
<i>Nuevos servicios</i>				
Proveedores pagos.....	••	•••	••	••••
Maximizadores.....	••	••	••	•••
Portales.....	•	•	•••	••••
Agregadores.....	••	•••	••	••

(*) Colocaciones, fusiones, asesoramiento en adquisiciones, gestión de riesgos.

• Ninguno; •• bajo; ••• medio; •••• elevado.
Fuente: Claessens, Glaessner y Klingebiel (2000).

tes deben estar en línea, y ese umbral no es fácil de alcanzar.

Respecto a la naturaleza de los clientes de servicios en línea, la mayor parte de las entidades piensan que son más sensibles a los precios y a la calidad de los servicios, que hacen muchas transacciones y disponen de muchas cuentas abiertas. Esto hace pensar que son susceptibles de cambiar de entidad rápidamente. Sin embargo, pueden mantenerse fieles a una entidad si ésta ofrece servicios personalizados, o si ofrece nuevos productos. Con el tiempo, las cuestiones de seguridad, que ahora son tan importantes para los inversores, se irán resolviendo e influirán menos en la elección entre proveedores de servicios financieros, de forma que será más

importante la diferenciación de precios y de calidad.

Las finanzas electrónicas pueden crear modelos de negocio que supongan una amenaza para el negocio tradicional. Internet proporciona acceso a un gran volumen de información de forma rápida. Esto puede debilitar la fidelidad que los clientes de servicios financieros han mostrado hasta ahora. Las empresas, por lo tanto, deberían prepararse incrementando su flexibilidad para adentrarse en nuevos negocios, y desarrollando mecanismos para captar y retener clientes. Estas últimas estrategias se apoyan en la capacidad de mejorar la calidad o reducir precios a un ritmo suficiente para contrarrestar los incentivos de los nuevos proveedores.

La primera estrategia sería aplicar una diferenciación de precios entre los canales tradicionales y los de línea. Sin embargo, dado que esto implicaría reducción de márgenes para una base fija de clientes, las entidades podrían verse en dificultades a no ser que pudieran reducir costes a la vez. Por lo tanto, esta estrategia sólo podría aplicarse cuando los proveedores de servicios tuvieran capacidad de diferenciar suficientemente los distintos canales de comercialización.

Otra forma más sofisticada de conseguir fidelizar a los clientes se basa en la posibilidad de que la entidad realice una compensación entre las posiciones que los clientes mantengan en diferentes cuentas para diferentes productos. Este ser-

vicio, sin embargo, es caro, y las empresas no se han mostrado muy dispuestas a ofrecerlo hasta ahora.

Una de las respuestas de los bancos tradicionales ha sido promover el uso de su nombre, albergando, junto a productos propios, ofertas de otros servicios, como pueden ser firmas electrónicas o certificaciones digitales. Por supuesto que esta vía de reestructuración del negocio financiero tradicional produce problemas en el enfoque regulatorio. También cabe la aplicación de estrategias tradicionales en el nuevo medio, como es el ofrecimiento de aplicaciones informáticas o regalos no relacionados con los servicios financieros, o la relación privilegiada con mercados de todo tipo de productos (artículos para el hogar, discos, etcétera).

Pueden surgir nuevos negocios que aprovechen ese acceso para proporcionar mecanismos de comparación de precios entre servicios financieros, de forma que se facilite a los inversores la elección entre oferentes. Nos podemos encontrar con «portales verticales», «agregadores» o «agentes inteligentes». Los portales verticales muestran gamas de productos ofrecidos por una serie de empresas asociadas; los agentes inteligentes automatizan la comparación entre la información ofrecida por varios portales y seleccionan la mejor.

Los agregadores ofrecen a los clientes información consolidada de sus cuentas, en diferentes instituciones; es decir, construyen portales financieros donde se aglutinan las cuentas de los clientes con varias instituciones financieras, de forma que el cliente puede acceder a todas mediante una única página web. Los agregadores no tienen por qué ser entidades financieras. De hecho, los primeros agregadores de cuentas que aparecieron en Estados Unidos era proveedores de internet. Sin embargo, las entidades finan-

cieras pronto reaccionaron a la vista del interés mostrado por los clientes, y a la vista de que constituyen un mecanismo poderoso para fidelizar a éstos.

Las presiones competitivas y los avances de la tecnología están provocando cada vez más la externalización de servicios. La externalización permite a las pequeñas empresas beneficiarse de economías de escala y obtener unos servicios especializados. Las empresas de mayor tamaño pueden liberar recursos y concentrarse en el esfuerzo de la gestión del núcleo del negocio. Para los supervisores, la preocupación radica en que sean claros los términos de esas relaciones y en que haya una gestión correcta del riesgo que deriva de la gestión del proveedor externo.

De haber algún punto débil en este control, la entidad se enfrentaría a un riesgo de reputación. Además, de fallar el control interno, nos encontramos con un problema del regulador, dado que estos proveedores externos pueden encontrarse fuera de su alcance, y por tanto pueden representar una amenaza no controlada de riesgo sistémico.

La naturaleza sin fronteras de internet implica que desde una única localización se pueden ofrecer servicios a muchos puntos diferentes, y que, por lo tanto, se puede modificar el público objetivo de forma rápida y con menos costes que en la operativa tradicional. Además, gracias a esta forma de ubicuidad, se pueden aprovechar mejor las economías de escala.

La mayor competencia entre entidades nacida de la reducción de las fronteras entre negocios y entre países puede impulsar a las entidades a introducirse en nuevos campos, con mayores riesgos, para mantener sus beneficios. Ello puede aumentar el riesgo sistémico, como también lo puede aumentar el he-

cho de que el negocio en línea es vulnerable, dada la facilidad de pérdida de clientes. Los perfiles de riesgo pueden variar sustancialmente en un plazo corto.

VI. LOS RETOS PARA LA REGULACIÓN

Como ha quedado claro en los apartados anteriores, la industria de valores utiliza crecientemente las posibilidades que proporciona internet para llevar a cabo diversas actividades o servicios de inversión. Este medio tiene una serie de características que implican un reto para la regulación, como son:

- Internet es un medio global, sin fronteras, lo que puede implicar problemas de jurisdicción.
- Es un medio virtual, que no requiere presencia física, lo que facilita su utilización para operaciones fraudulentas.
- Internet y los sistemas de información permiten aumentar: 1) la velocidad de las transacciones; 2) el volumen de información accesible a los consumidores, y 3) el alcance y difusión de la información a una población extensa y lejana. Estas características dificultan la discriminación de la oferta de servicios de inversión entre inversores profesionales mayoristas y minoristas, lo que puede provocar una desprotección de estos últimos.
- La base tecnológica implica dependencia, y por lo tanto riesgos operativos asociados a un eventual fallo.

Estas características conllevan la aparición de nuevos riesgos, a los que las propias empresas y los reguladores deben dar respuesta. El regulador británico, Financial Services Authority (FSA, 2001), identificó ochenta riesgos de todo tipo asociados a internet, que fueron clasifi-

CUADRO N.º 4

EJEMPLOS DE PROVEEDORES DE SERVICIOS FINANCIEROS ELECTRÓNICOS

	Estados Unidos	Europa
Bancos en línea	Telebank; Xbank; Net.B@nk; Wingspanbank	Egg bank; Smile advance bank; First E; Comdirect
Prestamistas en línea	E-loan; Mortgage.com; NextCard; Finet; IntuitQuicken	EuropeLoan (Bélgica)
Agregadores	InsWeb; AnswerFinancial; Lending Tree; Quotesmith.com; IntuitQuicken	InsuranceCity (Alemania) Intertryp (Alemania)
Brokers en línea	Schwab.com E-trade; Ameritrade; Fidelity.com; DUDirects; TDWaterhouse	Consors (Alemania) Avanza (Suecia) Direct Arlage (Alemania)
Portales financieros	YahooFinance; Microsoft Network; IntuitQuicken; American Online; Motley Fool; TheStreet.com	EXchange Holdings (UK) Bifnance (Francia) FTYourMoney (UK)
Maximizadores	Security First (S1); Sánchez; Corrilan; Digital Insight; Altell; iXL Enerprises; 724 Solutions; Online Resources; Bisys; EDS; M&I; Fiserv	-
Pago electrónico	CheckFree; Spectrum; Mondex; Cybercash; CyberSource; Entrust; Verisign; Intelidata; Sterling Commerce; DotsConnect; First Ecom	-

Fuente: Hussey et al. (2000), citado en Claessens, Glaessner y Klingebiel (2000).

cados según la probabilidad de su materialización y su impacto potencial. De esos, se identificaron diecisiete como prioritarios y se dividieron en dos categorías: 1) riesgos para la industria, y 2) y riesgos para el regulador. Entre los últimos se encuentra la dificultad o imposibilidad de cumplir con los objetivos que le encomienda su ley de mercado de valores, que son la protección de los consumidores, el mantenimiento de la confianza en el mercado, la promoción de la comprensión del sistema financiero y la lucha contra el fraude (véase recuadro).

A partir de la identificación de los riesgos, de lo que se trata es de un triple objetivo:

1) Asegurarse de que las empresas que utilizan los canales de comercialización en línea tienen sistemas de control adecuados para los riesgos tecnológicos y otros asociados al medio. Se deben, por tanto, revisar los requisitos de control de riesgos existentes.

2) Asegurarse de que los consumidores tienen información ade-

cuada y suficiente sobre la oferta de servicios a través de internet. La información debe ser presentada de forma que los consumidores la entiendan. La información debe abarcar las características de los productos que les ofrecen, la cobertura regulatoria de éstos y los riesgos posibles.

La información les permitirá que ellos mismos tomen las medidas de precaución apropiadas para un uso seguro del comercio electrónico, ya que puede ser que las empresas no puedan garantizar la seguridad del uso completamente.

3) Adaptar la regulación existente al comercio electrónico. Para ello, es preciso:

- Revisar la normativa existente y las prácticas de supervisión para que abarquen la actividad realizada a través de internet.

- Definir parámetros que permitan decidir cuál es la jurisdicción competente, dado que la actividad mediante internet es internacional por definición.

- Analizar y revisar las actividades realizadas por las empresas a través de internet por si pudieran ser fraudulentas o por si fueran actividades no autorizadas en su jurisdicción.

Con el propósito de orientar a los reguladores sobre cómo enfrentarse al incremento de la actividad en valores a través de internet, IOSCO (1998) ha señalado los principios que deben caracterizar la regulación y supervisión de las actividades de valores:

1) Los principios de regulación de los mercados de valores no cambian en función del medio.

2) Los reguladores no deben impedir u obstaculizar innecesariamente la utilización de internet por los mercados o por sus participantes.

3) Los reguladores deben resaltar la transparencia y la consistencia en la aplicación de la normativa al entorno de internet.

4) Los reguladores deben cooperar y compartir información para

RECUADRO

PRINCIPALES RIESGOS PARA EL REGULADOR DE LA ACTIVIDAD DE INTERNET IDENTIFICADOS POR LA FSA

1. Algunos requisitos regulatorios no funcionan con el comercio electrónico o no son consistentes. Pueden ser inapropiados, no lo suficientemente flexibles o no encajar con la actividad en línea.
2. El marco de requisitos internacionales sobre el comercio electrónico, bien haya surgido por acuerdo o bien lo haya sido por la razón de los hechos, limita la efectividad con que la FSA alcanza sus objetivos. Puede que haya mucha diversidad entre las recomendaciones que se plantean o que no surja un marco de cooperación adecuado.
3. No se pueden desarrollar técnicas efectivas para supervisar a las empresas autorizadas y aplicarles las regulaciones sobre comercio electrónico. Puede que, respecto a la actividad en línea, no se pueda supervisar de forma discriminatoria entre empresas autorizadas y no autorizadas.
4. Recursos regulatorios inadecuados: insuficiencia de recursos y de personal, falta de información o de conocimientos. Incapacidad de identificación de riesgos, falta de especialistas en tecnología de redes.
5. Lentitud en la respuesta o incapacidad de articular una respuesta a un problema relacionado con el comercio electrónico. Se falla en la adaptación de los planes de supervisión del regulador a la nueva actividad.
6. Violación de la seguridad del sitio de internet del regulador o información incorrecta en la web del regulador. Si esto ocurre, la credibilidad del regulador para hacer frente a los riesgos de internet queda completamente dañada.
7. El marco regulatorio aplicable al comercio electrónico provoca el desplazamiento de las actividades o del personal a otros países. Si el marco regulatorio no está claro o si es incorrecto, las empresas pueden trasladar esta parte del negocio a otros países del espacio económico europeo.

supervisar de forma efectiva la actividad de valores desarrollada en internet.

5) Los reguladores deben tener en consideración la evolución de los medios electrónicos y su utilización.

De estos principios emana la filosofía adoptada por la FSA, que se basa en la neutralidad de la regulación respecto a las vías o mecanismos de comercialización de los servicios financieros. El principio de neutralidad implica la no discriminación simplemente por el mecanismo o medio de comercialización. Sin embargo, sí podrían ponerse distintos requisitos según el medio, si éste implicara que se incurriera en distintos riesgos. Si se pensara que el medio de internet amenaza los objetivos que persigue la regulación de los servicios financieros, podría limitarse su uso o someterle a una regulación específica. Los reguladores deben hacer transparente y consistente la aplicación de las normas en un entorno de internet. Además, en cualquier caso, se deben tener en cuenta los principios de una buena regulación, que debe ser proporcionada, evitando imponer

trabas innecesarias que impidan el desarrollo de nuevos servicios financieros.

El contexto internacional

El carácter global del comercio electrónico requiere, de forma ineludible, la cooperación de todos los reguladores y la estandarización de la regulación, especialmente en relación con las normas de conducta que se dirigen a la protección de los minoritarios. Toda operativa transfronteriza se enfrenta al problema de determinación de la jurisdicción responsable. Además, pueden existir problemas asociados a la elección del régimen legal a aplicar en caso de disputas o a la capacidad de aplicación del régimen sancionador fuera del país en casos de infracciones.

En el ámbito europeo, se están dando pasos hacia la armonización de normas y hacia la cooperación de las autoridades en la persecución de delitos. Sin embargo, en el resto del mundo la casuística de normas puede ser amplia, ya que las regulaciones van desarrollándose según se van planteando los problemas. Pue-

de que no todos los servicios de inversión estén sometidos a requisitos iguales, o que, en el caso de estarlo, los detalles de aplicación o la supervisión sean distintos.

La protección del inversor es parte del servicio que se compra y, por tanto, cuando un inversor decide comprar servicios ofrecidos por proveedores extranjeros, debe tener en cuenta que los requisitos a los que está sometido este proveedor pueden ofrecerle unos niveles de protección diferentes a los que le ofrece un proveedor de su propio país.

La información es crucial para proteger a los consumidores. Los proveedores de servicios de inversión vía internet deben proporcionar información clara sobre su oferta. Por otra parte, los reguladores deben también informar de las consecuencias de obtener servicios financieros de proveedores no autorizados (por ejemplo, la falta de cobertura de un fondo de garantía de inversiones).

Respecto al problema de la jurisdicción aplicable, una solución utili-

zada por algunos reguladores es pedir a los proveedores que señalen claramente a qué público (país) dirigen sus ofertas, y que establezcan mecanismos para impedir la oferta a los no deseados. Si así se hace, esos proveedores sólo tendrán que responder ante las jurisdicciones de esos países. Esto es importante en el caso de proveedores no-europeos que ofrecen servicios a países europeos.

1. Las recomendaciones de IOSCO

El organismo internacional de reguladores de valores (IOSCO, 1998 y 2001) ha hecho varias recomendaciones sobre el tratamiento de una serie de cuestiones específicas relativas a internet. Podemos clasificar las recomendaciones en varios apartados.

A) Recomendaciones sobre aplicación de criterios de regulación

- CLARIFICACIÓN DE LOS CRITERIOS DE REGULACIÓN NACIONAL A LAS ACTIVIDADES EN VALORES REALIZADAS A TRAVÉS DE INTERNET

Se recomienda que no haya cambio de criterios en la regulación de las actividades vía internet respecto de las actividades realizadas a través de medios tradicionales. En la mayoría de países vinculados a IOSCO, la regulación existente es aplicable a la operativa a través de internet. Sin embargo, en bastantes jurisdicciones se necesita nueva regulación para dar cabida al uso de internet, por ejemplo, para poder utilizarlo como mecanismo de comunicación entre las empresas supervisadas y el regulador o entre las empresas emisoras y los inversores.

- EJERCICIO DE LA AUTORIDAD REGULATORIA SOBRE LA ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA EN VALORES LLEVADA A CABO MEDIANTE INTERNET

Hasta la fecha, la regulación, se basa en la capacidad regulatoria, supervisora y sancionadora de las autoridades competentes sobre su jurisdicción nacional. En el caso de la prestación de servicios de forma transfronteriza, la aplicación de la regulación nacional implicaría que todos los supervisores tuvieran que autorizar a todos los oferentes de servicios de inversión a través de internet.

Dada la impracticabilidad de esta alternativa, se debe llegar a un acuerdo sobre cuándo un sitio web constituye una oferta en una jurisdicción concreta. Ese acuerdo parece difícil de alcanzar dada la amplia casuística, aunque pueden señalarse los elementos que son importantes y que pueden determinar que el regulador nacional intervenga. Éste es el caso de una oferta de emisión o venta de valores que se realice en la jurisdicción donde es competente el regulador, o que pueda tener impacto evidente sobre la misma.

No es normal que haya casos tan claros, y las autoridades pueden verse obligadas a considerar diversas circunstancias a la hora de determinar su competencia. Entre esas circunstancias se puede señalar el hecho de que la empresa de valores dirija la información «directamente» a los residentes de esa jurisdicción o que esté diseñada específicamente para ellos, o que se acepten órdenes de compra de inversores de esa jurisdicción, etcétera. Por lo tanto, no podría considerarse competente la autoridad de un país a cuyos ciudadanos no se dirige la oferta, o si la empresa ha tomado medidas para impedir que las ventas se dirijan a ese país.

B) Utilización de internet por los reguladores

- USO DE INTERNET PARA FOMENTAR LA EDUCACIÓN DEL INVERSOR Y LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO

Una de las principales características de internet es su amplio potencial de alcance, permitiendo el acceso directo a actividades de valores a personas que no tienen por qué contar con capacidad suficiente de análisis. Las autoridades reguladoras deben impulsar la formación de los inversores para que éstos sepan protegerse a sí mismos de actividades fraudulentas.

Así, es conveniente que los reguladores avisen de empresas detectadas cuyas actividades sean ilícitas, o que planteen las preguntas que los inversores deben hacerse a sí mismos antes de decidir una inversión.

Es también interesante la posibilidad que proporciona internet de intercomunicación entre regulador e inversores. Esta capacidad debe utilizarse para permitir a los inversores consultar la situación de una empresa particular (p.e. si está registrada o si ha sido sancionada, o cuál es su situación económico-financiera), para permitir a los inversores alertar a los supervisores de actividades o empresas sospechosas, o para enviar quejas, reclamaciones o consultas al regulador. También pueden someterse a la consulta de los inversores diversas propuestas legislativas u otros documentos.

- USO DE INTERNET PARA MEJORAR LA COOPERACIÓN EN LA ACTIVIDAD DE INSPECCIÓN Y SANCIÓN

Independientemente de la competencia que pueda tener un regulador sobre las actividades de una empresa extranjera realizadas a través de internet, las autoridades deben actuar ante la sospecha de acti-

vidades fraudulentas o ilícitas de empresas que operen en su jurisdicción. Para ello, las autoridades competentes deben comunicar a los demás supervisores las empresas y personas que hayan sido acusadas de conductas ilícitas, con el fin de que se evite que se repitan esas actividades en sus respectivas jurisdicciones. Esta comunicación también permite que los supervisores estén al tanto de las nuevas estrategias fraudulentas que se puedan desarrollar.

El uso creciente de internet como canal de comunicación por las empresas de servicios de inversión exige que las autoridades competentes estén familiarizadas con todas las posibilidades que ofrece este medio, de manera que desarrollen métodos adecuados de supervisión. Además de compartir información sobre casos concretos de empresas acusadas de haber cometido actos ilícitos, es conveniente que los reguladores compartan información sobre técnicas de supervisión y métodos de investigación. IOSCO ha organizado diversos encuentros en los cuales se han discutido técnicas para detectar incumplimientos de la ley y procedimientos de supervisión y disciplina. En la actualidad, internet es un mecanismo utilizado profusamente por los reguladores para intercambiar información, en especial sobre sitios webs ilegales detectados. En diversas ocasiones, los países miembros de IOSCO han organizado sesiones intensivas de investigación (*surfing days*), cuyo resultado es la detección de webs irregulares, muchas de las cuales desaparecen inmediatamente tras su detección.

C) Cuestiones de atención especial

- USO DE INTERNET EN LAS RELACIONES CON INVERSORES POR PARTE DE LOS EMISORES Y DE LOS INTERMEDIARIOS

Ofertas y anuncios:

Cualquier oferta de valores, y su publicidad, a través de internet debe cumplir los mismos requisitos que en el caso de utilizar un medio tradicional. No obstante, pueden necesitarse ciertas normas adicionales. En particular, los reguladores deben considerar cómo aplicar las diferencias de regulación existentes, cuando las ofertas de valores se realizan a través de internet, entre las destinadas a inversores mayoristas o profesionales y las destinadas a minoristas.

Envío y publicación de documentos y otra información:

Los emisores que utilizan internet para comunicarse con sus accionistas y potenciales inversores deben proporcionar la misma información que cuando lo han hecho en papel sobre su situación económico-financiera y sobre los valores. Los reguladores deben dar criterios sobre cómo realizar dicha comunicación utilizando internet; es decir, sobre qué alternativas de comunicación cumplen el requisito de ser un «envío» y «comunicación» de información, ya que por ejemplo, la mera inclusión de la información en el sitio web del emisor puede no tener la misma consideración que un envío postal dirigido personalmente al inversor. Por otro lado, el inversor no debe encontrar complicado el acceso a la información y debe tener la posibilidad de elegir que estas comunicaciones se le envíen en papel por correo, en lugar de vía internet.

Votación en juntas:

Un área en la que internet tiene capacidad para mejorar la comuni-

cación entre los emisores y los accionistas es la comunicación de información referente a las juntas de accionistas utilizando este medio, así como el envío del voto. Ambas posibilidades supondrían un avance importante en el alcance de la información societaria en los casos en que el accionariado se encuentre disperso geográficamente. No obstante, en gran mayoría de países este uso de internet exige modificación de las normas que regulan el gobierno societario.

Comunicaciones y órdenes de clientes:

Las empresas de servicios de inversión que operen a través de internet deben cumplir las mismas normas de conducta que son aplicables si la actividad se desarrolla mediante un medio tradicional. En particular, las empresas deben desarrollar sistemas que les permitan cumplir con el principio de «conoce a tu cliente» para determinar si los servicios que le proporcionan son adecuados para su situación. La comunicación entre empresa y cliente debe cumplir unos estándares de seguridad, de forma que no surjan problemas técnicos que puedan deteriorar su calidad.

Las comunicaciones entre empresas y clientes deben ser archivadas para poder ser consultadas y supervisadas. Los procedimientos sobre cómo se gestiona la comunicación telemática entre empresa y cliente deben estar claros, y ser conocidos por los clientes y por los reguladores. Éstos, por su parte, pueden determinar las situaciones en las que se requiere autenticación de la orden del cliente.

Registros:

Los reguladores deben cerciorarse de que los registros de actividades que deben cumplimentar las entidades de valores tienen lugar independientemente del canal utili-

zado para realizar el servicio de inversión. Los registros, en todo caso, deben satisfacer los requisitos de ser inalterables y seguros, y de estar disponibles para el regulador. Los registros abarcan a todas las comunicaciones que tenga la empresa de servicios de inversión con el cliente por cualquiera de los canales que facilita internet, incluso de las comunicaciones vía correo electrónico.

- LOS HIPERVÍNCULOS DE LOS SITIOS WEB Y LA RESPONSABILIDAD POR SU INFORMACIÓN

Es frecuente que los intermediarios financieros completen la información que ofrecen en sus sitios web con hipervínculos a información proporcionada por terceros, bien sean noticias, análisis específicos o conexiones con centros educativos. La cuestión que se plantea, en este caso, es la responsabilidad del intermediario que ha establecido el vínculo respecto al contenido de la información proporcionada por el tercero, información que puede ser falsa o engañosa, o simplemente tener su difusión prohibida en ciertos períodos de mercado.

La solución es difícil. Pueden manejarse algunos criterios para asignar o no responsabilidad al intermediario, por ejemplo si: a) la información es percibida como procedente del intermediario; b) el intermediario ha participado en su elaboración, y c) el intermediario la hace suya.

Una situación especialmente delicada la constituyen los períodos de ofertas públicas de valores, cuando la información difundida debe ser la contenida en los folletos y no debe haber otra que pueda influir asimétricamente sobre algunos inversores. En estos casos, los intermediarios sí deben asegurarse de la idoneidad de la información que es accesible, aun indirectamente, a través de su web.

- LOS FOROS DE DISCUSIÓN Y LOS CHATS

Muchos intermediarios e inversores acceden a información difundida a través de foros o de *chats*, a través de los cuales es posible una comunicación rápida. Por sus mismas características, los foros y los *chats* pueden ser utilizados como mecanismos para difundir rumores falsos e información engañosa que induce a una negociación manipulada.

La regulación existente sobre manipulación de mercado e información falsa o engañosa es totalmente aplicable a este medio. Sin embargo, puede ser conveniente la imposición de requisitos específicos como la necesidad de que los sitios donde haya foros o *chats* deban registrarse u obtener una autorización. Otra alternativa es obligar a los proveedores de estas facilidades a que adviertan de los riesgos de seguir los consejos en ellos vertidos, obligar a la identificación de quien envía este tipo de información u obligar al proveedor a ejercer cierta actividad reguladora, supervisora y disciplinaria, sobre los contenidos de las comunicaciones y las identidades de los comunicantes. Por último, puede fomentarse la autorregulación del medio y la adopción de códigos de buena práctica.

El regulador puede llevar a cabo programas de vigilancia sobre los foros y *chats*, aunque para ejercer acciones disciplinarias requiere la colaboración de los proveedores de servicios de internet. En esta área, es conveniente también mejorar la educación del inversor.

- LA COMPETENCIA DE LOS REGULADORES SOBRE LOS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INTERNET

En muchas ocasiones, cuando se encuentran investigando un fraude, los reguladores necesitan informa-

ción que poseen los proveedores de servicios de internet; por ejemplo, sobre los suscriptores de cuentas de conexión y sobre las comunicaciones realizadas. Sin embargo, muchos proveedores de internet no guardan información ni sobre los suscriptores ni sobre el tráfico o, si lo hacen, no lo comunican al regulador de valores. Por lo tanto, en estos casos sería necesario contar con regulación que obligue al almacenamiento de estos datos y que permita el acceso de los reguladores a esta información.

- LA NEGOCIACIÓN INTRADÍA

La rapidez de comunicaciones que proporciona internet ha permitido el desarrollo de la negociación intradía, según la cual las transacciones se realizan en el mismo día, en horas o en minutos. Para el regulador, supone una preocupación que estas actividades sean realizadas por inversores minoristas, sin conocimiento de los mercados o sin capital suficiente en algunos casos. Aunque los inversores son los últimos responsables de sus decisiones, parece conveniente que los reguladores destaquen los riesgos que caracterizan esta actividad; que obliguen a los intermediarios a publicar los costes, tarifas y comisiones que conlleva esta operativa y, además, los de los requisitos de depósitos de márgenes, y que se impongan ciertos requisitos sobre las cuentas que los inversores minoristas pueden abrir con los intermediarios para utilización intradía. Por supuesto, esta operativa también debe respetar las normas sobre información no engañosa, que abarca todo tipo de servicios de inversión.

- LA CAPACIDAD DEL SISTEMA, SU RESISTENCIA Y SEGURIDAD

Cada vez es mayor el número de participantes que interacciona de

alguna forma utilizando internet. Los sistemas, por lo tanto, tienen que tener la capacidad suficiente para permitir un flujo de comunicación elevado. Además, deben existir mecanismos alternativos, o de *back up*, ante la posibilidad de que el sistema se colapse o bloquee, y mecanismos que garanticen su seguridad y que impidan que se pueda vulnerar su integridad.

Un fallo en los sistemas puede causar un daño serio a los intermediarios o mercados que se basan exclusivamente en internet, además de deteriorar la liquidez del mercado y la confianza general de los inversores en el medio. Los reguladores, por lo tanto, deben asegurarse que los proveedores de servicios de inversión cuentan con mecanismos de control del riesgo técnico (de capacidad, resistencia y seguridad), y que cuentan con planes de contingencia. Además, los reguladores podrían considerar la opción de obligar a los intermediarios que operan mediante internet a que expliciten en sus páginas web los riesgos (técnicos) de la negociación mediante esta vía, de forma que los inversores estén plenamente informados.

2. El marco europeo

La Unión europea tiene mecanismos establecidos de cooperación entre las diversas autoridades regulatorias. En el ámbito de los mercados de valores, los reguladores cuentan con CESR (2), el comité establecido por el Consejo Europeo que desarrolla principios de supervisión comunes, analiza los mecanismos de aplicación de la normativa de primer y segundo nivel (3) —competencia de la Comisión Europea y del Comité de Valores— y realiza recomendaciones sobre la forma de enfocar distintas cuestiones regulatorias. Los reguladores europeos también cuentan con otro foro: CESR-Pol, cuyo objetivo es la

cooperación entre los reguladores para facilitar la actividad supervisora y disciplinaria, especialmente para evitar que se produzcan actividades delictivas o perseguirlas eficazmente si se llegan a producir. Ya se han comentado las iniciativas llevadas a cabo para detectar sitios web que alberguen servicios de inversión no autorizados, y por lo tanto sospechosos de ser fraudulentos.

Por otra parte, diversa normativa europea recoge principios de regulación para la prestación de servicios de inversión en toda el área europea. Así, la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) (4) establece que las empresas de servicios de inversión (ESI) autorizadas en un país del espacio económico europeo (EEA) pueden ejercer su actividad en cualquier otro país de ese espacio sujetas a la supervisión prudencial del país que les ha autorizado, donde tienen su sede social. Sin embargo, la responsabilidad de comprobar que la empresa cumple con las normas de conducta para con el mercado y para con los clientes recae en la autoridad del país donde se prestan los servicios, donde se encuentra establecido el inversor. Por otra parte, es el fondo de garantía de inversiones del país de origen el que cubre los fallos de esas empresas.

Ese principio de división de competencias entre la autoridad del país de origen (solventia, supervisión prudencial) y la de destino (conducta) provoca que las empresas de servicios de inversión deben respetar distintos códigos de conducta: los de los diferentes países donde ofrezcan servicios y productos. Las empresas pueden proporcionar servicios de inversión a otros países mediante sucursal o de forma remota. Por lo tanto, las empresas que proporcionen servicios a través de internet deben comprobar que sus webs cumplen

con los diferentes requisitos de los países.

Las empresas que ofrecen servicios utilizando el canal de comercialización de internet, sean o no financieras, deben cumplir los principios establecidos en otra Directiva, la de comercio electrónico (DCE) (5).

La DCE se debe transponer por los estados miembros desde el 16 de enero de 2002. Se aplica a servicios proporcionados a través de internet y de vías asociadas, como es el correo electrónico. Esta Directiva tendrá un gran impacto en cómo los requisitos pre-contractuales de los estados miembros se aplican a los servicios financieros. La diferencias de la situación que recoge esa Directiva respecto a la situación actual son:

- Los estados miembros donde está radicada la empresa deben asegurarse de que los servicios proporcionados que caigan dentro del ámbito de la directiva cumplen con los requisitos.
- Los estados miembros donde están los consumidores del servicio no pueden imponer requisitos propios que restrinjan la libertad de prestación de servicios. La consecuencia es que una empresa puede ofrecer servicios en línea en todos los países del EEA cumpliendo sólo los requisitos de su país de origen.

La Directiva tiene varios puntos débiles. Por ejemplo, hace falta definir su ámbito y cuáles son los requisitos que restringen la libertad. Además, puede haber derogaciones del principio de que sólo el país de origen impone requisitos en los contratos de los consumidores, en los servicios de seguro, en las empresas de dinero electrónico y en la publicidad de los fondos de inversión. En estos casos, el país donde se recibe el servicio puede imponer ciertos requisitos adicionales. También se pueden poner requisitos en

otros casos, aunque es precisa su justificación pormenorizada. La Comisión Europea pretende que, aunque se tienda a los requisitos del país de origen, ello no menoscabe de forma brusca la protección de la que ahora disfrutaban los consumidores. Pero estas derogaciones deberán acabar cuando se logre una mayor convergencia en las normas o requisitos aplicables en todos los países.

La DCE, además, contiene una contradicción importante con la DSI, ya que establece que las autoridades del país donde esté radicado el proveedor de servicios son las únicas competentes para autorizarle y supervisarle. Esto implica que la DCE supone una excepción al principio de neutralidad. Así, los requisitos que un proveedor de servicios de inversión de otro país europeo tiene que cumplir a la hora de ofertar servicios a un cliente nacional, dependen del medio de la comunicación. En contactos personales (sucursalles) o telefónicos o postales, los requisitos de comercialización serán los del país donde está radicado el cliente (DSI); pero si el servicio se ofrece vía internet o correo electrónico, los requisitos serán los del país de origen donde el proveedor está basado (DCE). Si una empresa de servicios de inversión utiliza a la vez mecanismos tradicionales e internet, la DCE sólo se aplica a la oferta de servicios vía de internet. La corrección de esta anomalía se producirá con la revisión de la DSI, que asigna al país de origen la responsabilidad de establecer los requisitos de las empresas en sus relaciones comerciales. De todas formas, la corrección ya está en marcha según se recoge de la Comunicación de la Comisión Europea sobre comercio electrónico (ver anexo 2).

La convergencia entre la DSI y la DCE ya se está produciendo en cuanto a los requisitos de comercialización de las empresas (6). La Directiva de comercialización a dis-

tancia (DCD) propone un conjunto de áreas en las cuales se aplicarían unos requisitos de información comunes para toda la Unión Europea en banca, seguros y valores. La DCD se aplica a toda comercialización que no se efectúe cara a cara, y no sólo a la realizada a través de internet. Algunos de esos requisitos de información se someterán a la armonización máxima, con el resultado de que los estados miembros no podrán añadir requisitos particulares. Otros se armonizarán, pero se podrán poner requisitos de información adicional en áreas especificadas. El objetivo de esta directiva es reducir el coste de las empresas a la hora de preparar sus estrategias de comercialización en los diferentes estados miembros.

VII. CONCLUSIONES

Tanto los intermediarios financieros como los mercados organizados pueden verse como empresas que producen y ofrecen servicios financieros. De esta forma, resulta más fácil comprender y analizar los efectos de la incorporación masiva de la tecnología de redes, en especial internet. Este medio ha provocado modificaciones profundas en la organización de la industria financiera y en la operativa de las empresas.

Para comenzar, las empresas deben encontrar cuál es su nicho competitivo, sin contar con las barreras protectoras de la geografía o de la regulación específica de los sectores. Internet proporciona un alcance internacional. Los inversores, además, tienen acceso a un volumen de información que les permite comparar precios fácilmente. Por lo tanto, las cuotas de mercado conseguidas a base de gestionar información financiera exclusiva ya no serán posibles. Las empresas financieras deberán aplicar políticas de diferenciación de precios mucho más ajustadas. La diferenciación puede conseguirse me-

dante parámetros de calidad, entre los que seguirá teniendo valor la reputación de credibilidad de los nombres comerciales. Además, en relaciones financieras de naturaleza prolongada, los inversores aún consideran importante la relación presencial, o «cara a cara». Esto implica que los modelos financieros del futuro no serán plenamente virtuales, sino que combinarán las oficinas tradicionales con la comercialización mediante internet (modelo *brick and click*).

La disponibilidad de volúmenes importantes de información permite la aparición de nuevos agentes que ofrecen servicios de agregación de información procedente de distintas fuentes financieras, de forma que facilitan al inversor la comparación y la elección de servicios. La aparición de nuevos agentes también viene provocada por el hecho de que la tecnología de redes permite el desglose en servicios diferentes de paquetes de servicios que antes se ofrecían de manera agregada. Así ahora pueden existir agentes que sólo proporcionan información, o sólo ofrecen calculadoras para la comparación financiera, o sólo canalizan órdenes pero no las ejecutan, o proporcionan servicios de gestión administrativa de procesos, etc. Muchos de estos agentes no tienen naturaleza financiera, y escapan, por tanto, al régimen de autorización y supervisión que rige en todos los sectores financieros.

Para los reguladores y supervisores, internet presenta diversos retos. Por una parte, deben revisar si la operativa a través de internet plantea nuevos riesgos que requieran regulación específica. El principio general es que la regulación de los servicios financieros debe ser neutral respecto al canal a través del cual se comercialicen, a no ser que éste implique riesgos diferenciales. De esta forma, se debe procurar que la regulación existente sea aplicable a la comercialización mediante internet. Dado que inter-

net conlleva nueva casuística, puede ser necesario aclarar la aplicación de las normas existentes a nuevos supuestos.

No obstante, hay al menos dos campos que exigen una respuesta de regulación que aún no se ha dado. En primer lugar, la naturaleza global de internet demanda la cooperación de las diferentes autoridades reguladoras competentes, así como la estandarización de las normas de conducta exigibles a los proveedores de servicios financieros. Es particularmente importante el desarrollo de sistemas de resolución de conflictos internacionales. En segundo lugar, la participación de agentes no financieros ofreciendo servicios de inversión o servicios incorporados a servicios de inversión debe llevar a una reflexión sobre la necesidad de imponer ciertas normas a los servicios de internet o de aumentar el alcance de los supervisores financieros, al menos cuando se encuentren ante la sospecha de actividades fraudulentas.

NOTAS

(*) Directora de Estudios y Relaciones Externas de la CNMV. Este artículo refleja exclusivamente la opinión de la autora.

(1) Modelo *bricks and clicks* frente a la disyuntiva de *bricks or clicks*.

(2) Comité de Reguladores Europeos de Valores, establecido junto al Comité de Valores, siguiendo las recomendaciones del informe de expertos sobre regulación europea conocido como Informe Lamfalussy.

(3) Directivas y reglamentos, competencia de la Comisión Europea y del Comité de Valores.

(4) 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.

(5) Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2000, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico).

(6) Directiva sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y, por la que se modifican las

directivas 90/619/CEE, 97/7/CE y 98/27/CE, que ha sido aprobada en segunda lectura por el Parlamento Europeo el 14 de mayo de 2002, y cuya aprobación por el Consejo Europeo se ha producido el 26 de junio de 2002.

BIBLIOGRAFÍA

ALLEN, Franklin; McANDREWS, James, y STRAHAN, Philip (2001), *E-Finance: an Introduction*, Financial Institutions Center, The Wharton School, University of Pennsylvania.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2000), *Electronic Banking Group initiatives and White papers*, Committee for Banking Supervision, octubre.

— (2001a), The implications of electronic trading in financial markets, Committee on the Global Financial System, enero.

— (2001b), «Electronic finance: a new perspective and challenges», *BIS papers n.º 7*, Monetary and Economic Department, noviembre.

— (2002), *IT innovations and financing patterns: implications for the financial systems*, Committee on the Global Financial System, febrero.

BERGER, Allen; DEMSETZ, Rebecca, y STRAHAN, Philip (1999), «The consolidation of the financial services industry: cause, consequences and implications for the future», *Journal of Banking and Finance*, 23: 135-194.

CHRISTIANSEN, Hans (2001), «Electronic finance: economics and institutional factors», *Financial Affairs Division Occasional Paper n.º 2*, OECD, noviembre.

CLAESSENS, Sijn; GLAESSNER, Thomas, y KLINGEBIEL, Daniela (2000), «Electronic finance: reshaping the financial landscape around the world», *Financial Sector Discussion paper n.º 4*, The World Bank, septiembre.

— (2001), «E-Finance in emerging markets: Is leapfrogging possible?», *Financial Sector Discussion paper n.º 7*, The World Bank, junio.

DOMOWITZ, Ian, y STEIL, Benn (1999) «Automation, trading costs and the structure of the securities trading industry», *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2: 33-92.

FSA (2001), *The FSA's approach to the regulation of e-commerce*, FSA, junio.

GRUNDFEST, Joseph (2000), «The future of United States securities regulation in an age of technological uncertainty», *Working paper n.º 210*, Securities law for the New Millennium. John M. Olin. Program in Law and economics, diciembre.

HITT, Lorin; FREI, Frances, y HARKER, Patrick (1998), «How firms decide on technology», *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, The Wharton School, University of Pennsylvania.

IOSCO (1994), *Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems*, octubre.

— (1997), *Report on Enforcement Issues Raised by the Increasing Use of Electronic Net works in the Securities and Futures Field*, septiembre.

— (1998), *Securities Activity on the Internet*, septiembre.

— (2001), *Report on Securities Activity on the Internet II*, junio.

MARKS, James (1998), «The Impact of the Internet on Users and Suppliers of Financial Services», *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, The Wharton School, University of Pennsylvania.

JOHNSTON, Donald J. (2001), «E-Business and digital economy: The policy challenge», *Baltic IT&T Review*, septiembre.

MAHONEY, Paul G. (2002), *Information Technology and the Organization of Securities Markets*, Financial Institutions Center, The Wharton School, University of Pennsylvania.

MISHKIN, Frederic, y STRAHAN, Philip (1998), «What will technology do to financial structure?», *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, The Wharton School, University of Pennsylvania.

OECD (2001), «Future prospects for national financial markets and trading centres», *Financial Markets Trends*, n.º 78, marzo.

— (2002), «Electronic finance: economics and institutional factors». *Financial Markets Trends*, n.º 81, abril.

WALLMAN, Steven (1998), «The information technology revolution and its impact on regulation and regulatory structure», *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, The Wharton School, University of Pennsylvania.

WORLD BANK (2001), *E-Finance Global Initiative*, Briefing note, Global Financial Markets Group, 12 febrero.

ANEXO 1

Directiva sobre comercio electrónico

Directiva 2000/31/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior

Esta Directiva entró en vigor el 17 de febrero de 2000 y debe estar transpuesta a legislación nacional antes del 17 de febrero de 2002. Antes de julio de 2003, la Comisión presentará al Parlamento Europeo un informe sobre su aplicación

y propuestas para adaptarla a la realidad técnica, jurídica y económica.

Capítulo I: Disposiciones Generales

Objetivo y ámbito

Contribuir al mercado interior, garantizando la libre circulación de servicios de la sociedad de la información en los estados miembros. Para conseguirlo, se aproximarán disposiciones nacionales sobre mercado interior, establecimiento de los prestadores de servicios, contratos por vía electrónica, etc. Las legislaciones nacionales pueden contener elementos de defensa de los consumidores, mientras no restrinjan la libertad de prestar estos servicios.

Mercado interior

Los estados miembros velarán porque los prestadores de SSI (1) establecidos en su territorio respeten las disposiciones nacionales generales de ese estado miembro. Por otro lado, no pueden restringir la libertad de prestación de servicios de otro estado miembro. No obstante, pueden tomar medidas, que son excepciones a esa libertad de prestación, porque exista un riesgo grave para el orden público, la salud y seguridad públicas, y para la protección de los consumidores, incluidos los inversores.

Antes de tomar estas medidas, debe pedirse al estado miembro de origen que las tome él mismo, y en todo caso, antes de tomarlas, debe ser notificadas al país de origen y a la propia Comisión Europea. En todo caso, la Comisión examinará la compatibilidad de esas excepciones con el derecho comunitario, y puede impedir las o pedir que terminen.

Capítulo II: Principios

Régimen de establecimiento y de información

Principio de no autorización previa

La actividad de prestación de SSI no puede someterse a autorización previa ni a otro requisito equivalente. Sí pueden someterse a requisitos actividades no específicas o exclusivas de SSI.

Información general

Los prestadores de SSI deben proporcionar a los destinatarios de los servicios y a las autoridades competentes su nombre, dirección geográfica donde está es-

tablecido el prestador, el registro donde se encuentre inscrito, si alguna de las actividades que presta está sujeta a régimen de autorización, los datos de la autoridad de supervisión, etcétera.

Si los servicios de la SI hacen referencia a precios, éstos deben indicarse claramente, especificando si están incluidos impuestos y gastos de envío.

Comunicaciones comerciales

Información exigida

Los estados miembros garantizarán que las comunicaciones comerciales que forman parte de un SSI cumplan ciertas condiciones, como que sean identificables como tales, que lo sea el sujeto de las mismas, además de que lo sean plenamente cuestiones como las ofertas, descuentos, premios, juegos, etc., cuando estén permitidos en el estado miembro donde esté establecido el prestador del servicio.

Comunicación comercial no solicitada

Los estados miembros que permitan la comunicación comercial no solicitada (2) por correo electrónico se asegurarán de que cuando sea utilizada por un prestador de SSI establecido en su territorio sea identificable como tal por el que la perciba. Los prestadores de SSI deben tener listas de exclusión voluntaria donde se puedan apuntar las personas que no deseen recibir esas comunicaciones.

Profesiones reguladas

Los estados miembros deben permitir el uso de comunicaciones comerciales que sean SSI facilitados por profesiones reguladas, siempre que se respeten las normas profesionales. Se debe promover que las asociaciones profesionales establezcan códigos de conducta para la información incluida en la comunicación profesional.

Contratos por vía electrónica

Tratamiento de contratos por vía electrónica

Los estados miembros deben permitir los contratos por esta vía. El régimen contractual existente no debe ni entorpecer ni privar de validez a los mismos por utilizar esta vía. Pueden existir ciertas excepciones, como en los contratos en materia inmobiliaria, para los que requieran la intervención de autoridades públicas, los de crédito y caución y las garantías proporcionadas por terceros, o los de derecho de familia o de sucesiones.

Información exigida

Se garantizará que los prestadores de SSI informen a los consumidores potenciales (3), antes de que se efectúe un pedido, de los pasos técnicos para celebrar un contrato, si el prestador de SSI va a celebrarlo y va a ser accesible, los medios técnicos para identificar y corregir datos introducidos y los idiomas disponibles.

Las condiciones generales de los contratos deben estar disponibles, y debe informarse de los códigos de conducta a los que se acoge el servicio.

Realización de un pedido

Se debe garantizar que en los pedidos realizados por vía electrónica el prestador debe acusar recibo de forma inmediata y por la misma vía. El pedido y el acuse de recibo deben llegar a sus destinatarios.

Responsabilidad de los prestadores de servicios intermedios

Mera transmisión

Cuando un SSI consista en transmitir en una red de comunicaciones datos facilitados por el destinatario del servicio o facilitar el acceso a una red, el prestador del SSI no es responsable de los datos transmitidos, siempre y cuando no haya originado él mismo la transmisión, no seleccione al destinatario de ésta ni seleccione ni modifique los datos. Esto engloba el almacenamiento automático y provisional de los datos.

Memoria tampón (caching)

Cuando el servicio prestado sea la transmisión por una red de datos proporcionados por el destinatario del servicio, el prestador no puede ser responsable del almacenamiento de éstos con el fin de facilitar su transmisión a otros destinatarios, siempre y cuando no modifique la información, cumpla las normas de acceso a la información, las relativas a la actualización de la información, no interfiera en el uso de la tecnología utilizada por el sector para obtener datos sobre el uso de la información y retire con rapidez la información temporalmente almacenada cuando le conste que haya sido retirada en su origen.

Alojamiento de datos

Si el SSI consiste en almacenamiento de datos facilitados por el destinatario del servicio, el prestador no será responsable de ellos, siempre que no tenga conocimiento de que la actividad es ilícita, o los

retire o haga imposible su acceso con rapidez.

Inexistencia de obligación general de supervisión

Los prestadores de SSI no pueden ser obligados a supervisar los datos que transmitan o almacenen, ni a realizar búsquedas activas de hechos que señalen actividades ilícitas. Sin embargo, pueden ser sometidos a la obligación de comunicar a las autoridades competentes presuntas actividades ilícitas cometidas por los destinatarios de sus servicios, así como la información que permita identificar a los destinatarios del servicio.

Capítulo III: Aplicación

Códigos de conducta

Los estados miembros fomentarán que asociaciones profesionales elaboren códigos de conducta, que se deben enviar a la Comisión Europea y ser accesibles en varios idiomas.

Solución extrajudicial de litigios y recursos judiciales

En caso de desacuerdos entre el prestador de un servicio de SSI y su destinatario, la legislación nacional no debe obstaculizar que se puedan solucionar mediante los mecanismos extrajudiciales que existan.

Por otra parte, los recursos judiciales existentes deberán adoptar medidas rápidamente para poner término a cualquier presunta infracción y evitar que se produzcan nuevos perjuicios.

Cooperación

Los estados miembros deberán tener medios de control e investigación adecuados para garantizar que los prestadores de SSI comuniquen la información requerida. Deben, asimismo, garantizar la cooperación con los demás estados miembros y colaborar con ellos enviando con prontitud la ayuda solicitada. Es importante que los estados miembros creen puntos de contacto accesibles por vía electrónica a los que tanto los proveedores como los destinatarios de SSI puedan acceder para conseguir información sobre derechos y deberes, y a mecanismos de reclamación.

Sanciones

Los estados miembros determinarán sanciones aplicables a infracciones de las

normas nacionales que recojan esta Directiva.

NOTAS

(1) SSI: servicios de la sociedad de información, que comprende los servicios prestados a distancia, mediante un equipo electrónico, para el tratamiento y el almacenamiento de datos, y a petición de un receptor del servicio.

(2) También conocida como «telemarketing financiero» o, en inglés, *cold calling*.

(3) Estas obligaciones, así como las señaladas en el punto siguiente, pueden exceptuarse con clientes no consumidores si éstos así lo acuerdan.

ANEXO 2

Comunicación sobre el comercio electrónico

Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre comercio electrónico y servicios financieros. COM (2001) 66 final.

El objetivo de esta comunicación es analizar las relaciones entre el comercio electrónico y los servicios financieros, de forma que desaparezca la fragmentación que pueda existir en el mercado de servicios financieros minoristas. De esta forma, se da respuesta tanto a la necesidad de cumplimentar el objetivo de tener un mercado integrado de servicios financieros en 2005, según se recogía en el Plan de Acción de Servicios Financieros, como a la de responder a la petición realizada en el Consejo de Lisboa de que Europa aproveche las ventajas del comercio electrónico.

Esta comunicación se centra en la relación entre proveedores de servicios financieros y consumidores, que es donde suelen existir mayores barreras al mercado. El comercio electrónico es una actividad sin fronteras nacionales, lo que proporciona nuevas oportunidades a los consumidores pero los hace inseguros respecto a la legislación aplicable. Esta comunicación resalta la necesidad de analizar la interacción entre la Directiva de comercio electrónico y la regulación de servicios financieros. Hay que examinar la coherencia del marco regulatorio que se aplica cuando los servicios financieros se proporcionan en línea y el que se aplica cuando el medio es tradicional. Si hay diferencias, el mercado permanecerá fragmentado y no se avanzará hacia el mercado financiero único. Por lo tanto, es importante analizar las diferencias en las regula-

ciones nacionales, en especial las referidas a los servicios transfronterizos. En este caso, se debe revisar la aplicación de las cláusulas de derogación de los principios generales incluidas en la Directiva de comercio electrónico.

La Comisión Europea en esta comunicación, analiza cómo tres áreas de política económica resultan afectadas por la Directiva, que se comentan a continuación.

Fundamentos legislativos de la política comunitaria de comercio electrónico

La Directiva de CE tiene como objetivo principal garantizar que los servicios de la sociedad de la información puedan proporcionarse libremente en toda la Unión Europea. Es una directiva horizontal, en el sentido de que se aplica a todos los servicios de la sociedad de la información, es decir, los llamados servicios en línea. La DSI y la futura Directiva sobre comercialización a distancia de servicios financieros contribuyen a la coherencia regulatoria para el conjunto de servicios, sean en línea o no. Esta coherencia también se asegura mediante otras directivas específicas de ciertos sectores.

La Directiva de CE aborda la problemática de los servicios de comercio electrónico, cuya naturaleza permite un amplio alcance transfronterizo. Esta característica hace impensable que se puedan establecer diferentes requisitos según el país donde se ofrezcan los servicios, ya que obligaría a los proveedores a cumplir con numerosas reglas diferentes, lo que, precisamente, no contribuiría a mejorar a confianza de los consumidores. La supervisión de estos servicios es más eficiente si recae en las autoridades competentes del país donde están establecidas; el país donde se ofrecen los servicios cuenta con esta regulación y supervisión. La cooperación entre las autoridades es importante, y las autoridades del territorio donde se ofrece el servicio pueden pedir información a las primeras.

La Directiva de CE se aplica a los proveedores de SSI establecidos en estados miembros, para los cuales se establece la cláusula de mercado interno, por la cual los proveedores de SSI pueden ofrecer servicios en toda la Unión Europea con la base de la normativa del país donde están establecidos. Además garantiza la libertad de proporcionar estos servicios, dado que establece que los estados miembros no pueden restringir la libertad de oferta

en su país de proveedores de otros países. Solamente cabrían excepciones a este principio en algunos supuestos tasados recogidos en la Directiva.

Las excepciones o derogaciones pueden ser generales o específicas. Las generales reflejan diferentes soluciones legales proporcionadas por otras normas legales comunitarias, como la emisión de dinero electrónico por entidades sin pasaporte europeo y publicidad de fondos de inversión, o recogen cuestiones contractuales, reconociendo la libertad de las partes de elegir la legislación aplicable. Las derogaciones específicas permiten a los estados miembros poner restricciones a proveedores de otros estados miembros por motivos de interés general, que abarcan la protección de los consumidores.

Área política I: Asegurar la coherencia en el marco legislativo para los servicios financieros

Para que la oferta y demanda de servicios financieros transfronterizos en línea se desarrolle, es necesario que exista un marco legal claro que proporcione certidumbre a los consumidores de que sus intereses no se verán menoscabados. Es necesaria una mayor convergencia entre las normas que regulan la comercialización de servicios financieros, en especial entre aquellas que se basan en las obligaciones contractuales y las no contractuales. La Comisión Europea desea avanzar en tres líneas para asegurar la convergencia: 1) armonización en las reglas generales de comercialización; 2) convergencia entre las normas sectoriales, por lo menos en la presentación de información a los consumidores para que puedan comparar precios, y 3) revisión de normativas nacionales en relación con los contratos financieros minoristas.

Por otro lado, y mientras no se haya logrado esa convergencia, se hace necesario analizar ciertas cuestiones de aplicación de la Directiva de CE, que son:

Iniciativas legislativas y co-reguladoras

Hay dos cuestiones de interés común a todos los servicios financieros: la comunicación comercial y la comercialización. Las comunicaciones comerciales incluyen anuncios, promociones, relaciones públicas, etc. Hay alguna armonización a escala comunitaria relativa a prácticas prohibidas, como información engañosa. En la Directiva de CE se establece el principio de

transparencia y de identificación de la comunicación, del sujeto que la origina y de las condiciones de la oferta.

En cuanto a las formas de comercialización, hay que señalar que las normas existentes en diversos países son muy diferentes. En la próxima Directiva de comercialización a distancia de servicios financieros se aborda la armonización en todas las formas de comercialización.

Analizando las normas que regulan los distintos sectores financieros (banca, valores y seguros), se observan bastantes disparidades en el nivel de protección de los consumidores. En esta área, la Comisión Europea desea conseguir la mayor estandarización posible, dado que ésta beneficia a los consumidores, al facilitarles la comparación entre servicios financieros.

Un tema particular se refiere al distinto criterio de supervisión recogido en la Directiva de CE y en la actual DSI. En esta última, las normas de conducta a cumplir son las del país donde se prestan los servicios. Esto implica que la protección que reciben los inversores minoristas presenta grandes diferencias entre países. Además, las diferencias en las normas pueden actuar como barrera a la oferta de servicios de inversión. La revisión de la DSI considera la supervisión radicada en el país de origen, pero se requiere, además una convergencia en las normas de conducta para asegurar el mismo grado de protección de los inversores, independientemente del lugar de donde provengan los proveedores de servicios.

Los servicios financieros tienen una base contractual, y son los términos contractuales los que pueden determinar que un inversor los considere atractivos o convenientes. Sin embargo, las reglas contractuales divergen entre países, de tal forma que pueden menoscabar el fin de integración del mercado. Para determinar hasta qué punto esto puede ser cierto, la Comisión Europea llevará a cabo una revisión del grado de acceso de los consumidores de un país a servicios financieros regulados por la normativa de otro país.

Aplicación del artículo 3(4) de la Directiva

A pesar de que la Directiva de CE establece la libertad de acceso de los proveedores de SSI, su artículo 3 establece ciertas excepciones, entre otros motivos, por protección a los consumidores. Sólo en

los supuestos contenidos en esa Directiva los estados miembros pueden aplicar sus reglas nacionales a los consumidores. La Comisión pretende identificar las provisiones legales en virtud de las cuales los países pueden usar esas derogaciones. De esta forma, se identificarían los diferentes niveles de protección entre provisiones nacionales que se desean imponer a los nuevos proveedores de servicios, y serviría para evaluar la proporcionalidad de medidas aplicadas en los diferentes países.

Área política II: Fomentar la confianza de los consumidores en las apelaciones y en los sistemas de pagos

Para aumentar la confianza de los consumidores en los servicios *on line*, hay dos cuestiones que deberían resolverse. Por un lado, parece necesario que exista una serie de organismos de reclamaciones cubriendo el área europea que puedan resolver cuestiones de apelaciones en temas transfronterizos. Por otro lado, es preciso mejorar la seguridad de los pagos a través de internet.

Dada la naturaleza transfronteriza del comercio electrónico, es fundamental disponer de mecanismos de apelación en la resolución de disputas. Los consumidores disponen del sistema judicial de los diferentes países miembros, y pueden elegir, con ciertas condiciones, la jurisdicción en caso de disputa. Sin embargo, muchas veces se utilizan directamente los tribunales de última instancia en litigios nacionales, y parece por tanto necesario disponer del mismo mecanismo a escala europea. También parece conveniente contar con sistemas de resolución de disputas que faciliten la resolución de conflictos antes de llegar a la vía judicial. Hay ya algunas iniciativas en este terreno, como la red de resolución de quejas de servicios financieros (FIN-NET). Todos los cuerpos nacionales que resuelvan reclamaciones pueden asociarse a esta red. Entre ellos firmarán un *Memorando de entendimiento* y establecerán canales de comunicación.

Otra cuestión se refiere a la necesidad de mejorar la seguridad de los medios de pagos a través de internet. En la actualidad no hay ningún mecanismo de pagos por internet que sea ampliamente reconocido por ser barato, seguro y efectivo. Hay legislación comunitaria dedicada a la protección del consumidor en esta área, pero la existencia de diferencias en las legislaciones nacionales impide la consecución de ese fin. Una cuestión que aumen-

taría la confianza de los consumidores sería la posibilidad de obtener la devolución del dinero, que sí existe en Estados Unidos (voluntariamente proporcionada por las empresas de tarjetas de pago). En este terreno parece necesario que se regule en la Unión Europea la capacidad de pedir el reembolso del dinero en caso de transacciones no autorizadas, o si no se ha enviado el producto o servicio.

Área política III: Mejorar la cooperación en la supervisión

Las autoridades de los estados miembros donde los proveedores ofrecen servicios dependen de la supervisión que realizan las autoridades donde el proveedor está radicado. Hasta la fecha, la cooperación entre autoridades competentes nacionales se ha basado en la firma de memorandos de entendimiento, pero las características de la operativa transfronteriza a través de

proveedores de SSI requiere un enfoque más flexible y rápido.

La Directiva de CE establece la responsabilidad por la supervisión prudencial en las autoridades del territorio donde el proveedor de SSI está establecido. El problema es que el establecimiento así definido puede no coincidir con el país de origen en el caso de servicios de inversión y bancarios. Por ejemplo, las sucursales responderán a las autoridades del país de origen, y no a las del país donde están establecidas.

Otra cuestión a resolver se refiere a la supervisión de las normas de conducta entre proveedores y clientes, que en el caso de servicios de inversión dependen de las autoridades donde se presta el servicio, según la DSI de 1993. Sin embargo, esta responsabilidad debe transferirse al país de origen del proveedor. Esta es la tendencia tras la Comunicación de la Co-

misión respecto al artículo 11 de la DSI y a la revisión de esta Directiva.

Como consecuencia, la supervisión efectiva del comercio electrónico necesita la cooperación entre las autoridades de los diferentes países: debe haber mecanismos establecidos de supervisión aceptados por todos, y de comunicación de la información.

Dos cuestiones son de especial relevancia para la supervisión: el desarrollo de mecanismos para prevenir el uso de la vía electrónica para lavado de dinero, y la aparición de nuevos riesgos para la actividad financiera asociados a la vía electrónica. Estos riesgos aparecen por la dependencia tecnológica que caracteriza a los servicios financieros en línea, que puede provocar fallos en la comunicación o en la seguridad del sistema, o por la dependencia de terceros proveedores, que pueden no cumplir los mismos requisitos de control de riesgos o de normas de conducta.