
PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

85

Bolsas y mercados españoles



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

85

2005



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PATRONATO

JUAN R. QUINTÁS SEOANE
(Presidente)
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN
(Secretario)
JOSÉ MARÍA BUENO LIDÓN
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO
ALEIX GIMBERNAT MARTÍ
ROBERTO LÓPEZ ABAD
ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ
JESÚS MEDINA OCAÑA
PERE RIFÀ PUJOL
ATILANO SOTO RÁBANOS

Presidente de honor
ENRIQUE FUENTES QUINTANA

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Director
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

Coordinadores
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

Redactor-Jefe
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

Coordinación gráfica
PILAR LÓPEZ ISARRÍA

Portada
Bravo-Lofish

Edita
Fundación de las Cajas de Ahorros
Caballero de Gracia, 28; 28013-Madrid

Imprime
Raíz Técnicas Gráficas, S.L.
Calle Gamonal, 19; Polígono Industrial de Vallecas
28031-Madrid

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

SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN.....	V
■ UNA INTRODUCCIÓN A BME. <i>Antonio J. Zoido</i>	1
■ MARCO FINANCIERO. <i>Javier Hernani</i>	13
■ CONTRATACIÓN DE RENTA VARIABLE. <i>Jorge Yzaguirre Scharfhausen</i>	17
■ CONTRATACIÓN DE PRODUCTOS DERIVADOS. <i>Fernando Centelles</i>	31
■ AIAF MERCADO DE RENTA FIJA. <i>Francisco Oña</i>	41
■ SENAF, PLATAFORMA ELECTRÓNICA DE NEGOCIACIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA. <i>Antonio Feito</i>	57
■ IBERCLEAR: EL DEPOSITARIO CENTRAL DE VALORES DE ESPAÑA. <i>José María Narváez</i>	65
■ DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN Y BME CONSULTING. <i>Ramón Adarraga</i>	79

LEGISLACIÓN

■ DIRECTIVA 2004/39/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 21 DE ABRIL DE 2004 RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS, POR LA QUE SE MODIFICAN LAS DIRECTIVAS 85/611/CEE Y 93/6/CEE DEL CONSEJO Y LA DIRECTIVA 2000/12/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO Y SE DEROGA LA DIRECTIVA 93/22/CEE DEL CONSEJO.....	95
---	----

Introducción

Una de las funciones que la revista *Perspectivas del Sistema Financiero* trata de cumplir es la de proporcionar el máximo de información actualizada y rigurosa sobre las instituciones, mercados y productos que constituyen los elementos esenciales del sistema financiero español.

Entre estos elementos, son los mercados una figura clave en la medida en que su buen funcionamiento resulta imprescindible para el normal desarrollo del sistema. Por ello ha parecido necesario dedicar un número a la detallada descripción del Grupo Bolsas y Mercados Españoles, explicando su origen y razón de ser, su forma de operar, los ámbitos que cubre y, en fin, su significado dentro del sistema financiero español.

Para realizar esta tarea, se ha contado con la inestimable colaboración de las personas que integran el equipo humano rector del grupo, quienes, en siete trabajos, nos ofrecen la deseada visión del conjunto de la institución estudiada.

En un primer trabajo, **Antonio J. Zoido**, presidente del Grupo de Bolsas y Mercados Españoles (BME), muestra las claves de la razón de ser que justifica la creación de Bolsas y Mercados Españoles en el marco del mercado de valores y del sistema financiero español, y señala los principales objetivos que la compañía enfrenta para el futuro.

Por su parte, **Javier Hernani**, director financiero del Grupo, describe brevemente las áreas de negocio (renta variable, renta fija, compensación y liquidación, difusión de información y soluciones tecnológicas y servicios) para hacer después una descripción detallada de la situación financiera del grupo.

Jorge Yzaguirre, coordinador de la Comisión de Contratación y Supervisión, desarrolla detalladamente la contratación de renta variable, describiendo la forma en que se desarrollan las sesiones del mercado, la tipo-

logía de las órdenes que en él se cursan y la formación del precio.

La contratación de productos derivados es el objeto del artículo de **Fernando Centelles**, director general adjunto de MEFF. En su trabajo se describen los productos que se negocian en este mercado (opciones y futuros financieros) señalando cuáles son los distintos tipos de contratos mediante los que se articulan las operaciones con estos activos.

De forma paralela a los anteriores, **Francisco Oña**, presidente de AIAF, describe el funcionamiento del mercado de productos de renta fija (AIAF), analizando los distintos activos que en él se contratan, y **Antonio Feito**, director del Departamento de Supervisión de SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros), explica la organización y funcionamientos de esta plataforma electrónica de negociación.

José María Narváez, consejero delegado de IBERCLEAR, realiza una descripción general del sector de la post-contratación, señalando los autores básicos del mismo, distinguiendo entre la inversión en valores nacionales y la inversión transfronteriza.

Por último, **Ramón Adarraga**, director de Información y Consultora de BME, hace un repaso general de cómo ha evolucionado todo el sistema desde que un inversor desea realizar una operación de compra o de venta hasta que ésta se negocia, liquida y compensa. El cambio que se ha operado en el funcionamiento de los mercados ha convertido las bolsas en auténticas empresas de transmisión de información en las que la tecnología informática ha permitido unos volúmenes de operaciones en tiempos impensables en el pasado.

A través de este conjunto de aportaciones, se ha pretendido ofrecer una panorámica completa de las actividades del Grupo de Bolsas y Mercados Españoles.

Como complemento indispensable se incluye el texto de la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE, del Consejo, y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo. Esta nueva Directiva, cuya incorporación al derecho interno de los países miembros habrá de suponer

importantes modificaciones, en nuestro caso, de la Ley del Mercado de Valores, y muy especialmente en cuanto a las entidades de servicios financieros, tendrá que ser objeto de posteriores análisis pormenorizados, pero ha parecido que su inclusión en el presente número de *Perspectivas* era necesaria para que se pueda tener una visión completa del presente y una panorámica precisa de las vías por las que ha de discurrir el próximo futuro de los mercados bursátiles.

Una introducción a BME

Antonio J. Zoido

I. BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES: RAZON DE SER

Bolsas y Mercados Españoles (BME) es el grupo que integra las principales empresas que gestionan los mercados de valores y sistemas financieros en España. Con su constitución, se pone en valor un conjunto de negocios que en el nuevo escenario económico global se presentan en las mejores condiciones para competir e impulsar un mercado español fuerte, moderno y dinámico.

BME quiere expresar la apuesta de España ante un nuevo escenario mundial en el ámbito de los mercados financieros.

Se trata de una decidida y rigurosa iniciativa empresarial que no sólo ha permitido ordenar una serie de participaciones societarias dispersas, sino que activa la capacidad de reorganizar un conjunto de recursos económicos y humanos de gran valor y reorientarlos, mediante el aprovechamiento de sinergias, hacia unos objetivos comunes: la mejora de los servicios que prestan a la comunidad financiera y el reconocimiento internacional de la importancia del mercado de valores español.

BME es la empresa heredera de una tradición centenaria de cultura y práctica financieras y depositaria de la confianza de millones de inversores españoles y extranjeros. Las bolsas españolas y el resto de mercados y sistemas financieros configuran hoy un ente dinámico y moderno gracias a su capacidad de anticipación, innovación y responsabilidad.

En los últimos veinte años, las bolsas han realizado cuantiosas inversiones en tecnología, gestión y conocimiento con el principal objetivo de velar por la transparencia, la eficiencia, la equidad del mercado y la protección de los derechos de los inversores. La nueva

regulación europea, naturalmente proclive a favorecer la competencia en el sector de servicios financieros y la proliferación de plataformas electrónicas de negociación, constituye el marco donde los mercados organizados han encontrado el reconocimiento explícito a las ventajas comparativas del modelo construido.

BME se reafirma en esos objetivos. Pero, además, su apuesta de futuro va más allá, porque se trata de un formidable vehículo para poder compartir con los inversores el desarrollo y la expansión de los mercados españoles. La posibilidad de acceder a los mercados de capitales, unida a la solvencia financiera que muestra el grupo y el amplio abanico de productos ofrecidos por BME, son argumentos suficientes para sustentar que este nuevo paso dado por los mercados de valores españoles es de una trascendencia especial. Queremos que sea, simplemente, la garantía de un futuro mejor para todos los que están presentes en el día a día de los mercados en España.

Dotada de la más moderna tecnología, ofrece una amplia gama de servicios, productos y sistemas avanzados de negociación y acceso a los mercados globales a emisores, intermediarios e inversores, tanto en España como a escala internacional. BME posiciona a nuestro país en una favorable situación para enfrentarse a una intensa competencia internacional, a la configuración de un nuevo mapa bursátil y a la reforma del mercado de capitales europeo reflejada en numerosas directivas que afectan a toda la industria de valores.

A lo largo de esta presentación se pretende analizar los factores y causas que han impulsado la creación de BME, la importancia de la compañía para el sistema financiero y, en definitiva, explicar lo que es Bolsas y Mercados Españoles, su estructura y sus objetivos.

Confiamos en que este trabajo monográfico de FUNCAS permita ofrecer una visión certera de BME, uno de los cuatro grandes operadores de mercados y sistemas

financieros de Europa, cuya ventaja competitiva es la eficiencia, la diversificación y la avanzada tecnología de sus servicios.

II. FACTORES QUE ORIGINAN LA CREACIÓN DE BME

1. Las transformaciones de los mercados de valores

1.1. *Un nuevo entorno global*

Durante los últimos veinte años hemos asistido a una transformación profunda y sin precedentes en los mercados financieros mundiales. El conocido fenómeno de la globalización, las nuevas tecnologías, el espectacular desarrollo de las bolsas de valores y la introducción del euro han provocado una profunda transformación en el sector financiero mundial.

La interrelación de las economías mundiales, los avances de la comunicación y la libertad de movimientos de capitales han favorecido la creación de lo que se podría denominar un mercado mundial. El panorama ha cambiado en pocos años, y hemos pasado de una etapa de economías poco interdependientes y, en consecuencia, unas bolsas excesivamente localizadas a la actual fase en la que la globalización implica una repercusión automática a escala mundial de todos los fenómenos económicos.

La *globalización* se fundamenta en la revolución de la tecnología de la información y de las comunicaciones y el transporte, la caída de las barreras administrativas y la liberalización de los mercados internos. Ello supone una integración de los mercados financieros, la deslocalización productiva y el hecho de que las ventajas comparativas experimenten cambios frecuentes como consecuencia de la gran libertad en los movimientos de capitales y de tecnología, y de la existencia de mercados abiertos. La explosión de las telecomunicaciones ha permitido superar las barreras del espacio y del tiempo que separaban los mercados nacionales y, a la vez, ha abaratado las comunicaciones.

El desarrollo en las áreas de la informática y las telecomunicaciones ha propiciado el fin de las barreras geográficas y el avance de la globalización. Ello ha favorecido la concentración de la oferta y la demanda de los flujos financieros. Ha permitido igualmente el establecimiento de interconexiones no sólo entre los mercados, sino también entre los intermediarios, los emisores y los inversores. Todas estas innovaciones han influido en un entorno bursátil global y de fácil acceso para todos.

La industria de valores es uno de los sectores de la economía que más se ha transformado *tecnológica-*

mente en los últimos años. Los cambios introducidos en el funcionamiento interno del mercado han sido claves para hacer posible que las bolsas estén consideradas como compañías tecnológicamente muy avanzadas.

El sistema electrónico de contratación bursátil español, SIBE, uno de los más modernos del mundo y que se sitúa entre los más competitivos, responde a las necesidades actuales y próximas de inversores, empresas e intermediarios. Algunas bolsas, como el mercado de Nueva York, todavía realizan muchas operaciones manualmente.

Igualmente, los sistemas de información desarrollados por la Bolsa española han experimentado continuas renovaciones para llegar a nuestros días como un instrumento ágil e imprescindible en el análisis del mercado y sus valores.

Gracias a esta revolución, la localización de los centros financieros pierde importancia y la geografía se debilita. Estamos ante un mundo deslocalizado, donde los mercados pasan de ser organizaciones nacionales a convertirse en un fenómeno internacional interconectado. Los avances en la tecnología permiten a los inversores mover sus fondos con mayor facilidad y rapidez, y con un coste muy inferior al de épocas anteriores.

Los *mercados bursátiles* han adquirido una magnitud e importancia sin precedentes en la economía mundial. Las bolsas son consideradas como uno de los factores fundamentales de la globalización. El mercado bursátil español no solo no ha sido ajeno a estas tendencias, sino que ha ocupado un lugar de privilegio en el marco internacional.

Las razones de este destacado protagonismo adquirido por los mercados bursátiles en las economías desarrolladas tienen su origen en la modificación de los hábitos financieros de los agentes y sectores económicos. Y entre ellos destaca por encima de todos la evolución del sector de las familias, cuyo patrimonio financiero ha cambiado significativamente en los últimos años y ha otorgado un protagonismo creciente a los instrumentos de inversión colectiva y a las acciones en detrimento de fórmulas tradicionales como los depósitos.

El *euro* ha sido un elemento muy importante en las transformaciones que se han llevado a cabo en los mercados financieros durante los últimos años. La introducción del euro como moneda única en Europa supuso que los mercados de valores se tuvieron que transformar rápidamente al nuevo entorno financiero. La adopción de la moneda única elimina uno de los factores que han contribuido a la segmentación de los mercados de capitales de Europa: la necesidad de eliminar

el riesgo de tipo de cambio. La moneda única ha desbordado el esquema tradicional de fragmentación de los mercados y, ahora, el euro simboliza la unidad de Europa.

Muchas instituciones financieras que antes dominaban los mercados en los que operaban, han visto reducido su protagonismo empresarial en el contexto europeo. El nuevo panorama les invita a aumentar sus operaciones a escala europea y favorece la cada día más estrecha colaboración paneuropea. La moneda única ha ampliado considerablemente el mercado de capitales europeo, ha eliminado los obstáculos para la cooperación transfronteriza y ha aumentado las oportunidades para una amplia distribución de servicios financieros, de gestión de activos europeos y de banca privada.

1.2. *La cultura bursátil y la significación de los mercados de valores*

El crecimiento de los activos bursátiles, el número de empresas cotizadas, los volúmenes de contratación, el desarrollo de la cultura bursátil y, lo que es más importante, su trascendencia social han experimentado un auge espectacular.

Sencillamente, el comportamiento de la Bolsa es hoy un tema de interés popular. Y, en consecuencia, la situación experimentada los últimos años en los mercados bursátiles ha repercutido en millones de inversores en todo el mundo, centrando la recuperación de la confianza en el mercado y en las empresas cotizadas como objetivo de todos los participantes en el sistema financiero.

Desde finales de la década de los ochenta, los mercados financieros regulados que negocian valores mobiliarios y productos derivados han alcanzado un nuevo papel en el orden financiero internacional. Este nuevo papel es cualitativamente diferente a cualquier fenómeno conocido desde la Segunda Guerra Mundial. En términos cuantitativos, los mercados operados por bolsas han crecido hasta una dimensión inimaginable en el pasado, ocupando un importante lugar en el corazón de la economía mundial.

La capitalización total del mercado de renta variable en las 38 bolsas miembros de la Federación Mundial de Bolsas (WFE) en 1990 ascendía a 9,4 billones de dólares, y el valor efectivo de la contratación durante ese año alcanzaba los 6,2 billones de dólares. Actualmente, la capitalización total de mercado ha pasado a ser de 31,2 billones de dólares, mientras el valor de la contratación de renta variable asciende a 33,3 billones de dólares.

La evolución de los mercados bursátiles es vital para la economía mundial. Como porcentaje del PIB, el valor de la capitalización de mercado de las acciones cotizadas en las bolsas de la Federación varió desde un valor mínimo del 10 por 100 a un máximo de 287 por 100 a finales de 2002, último año para el que existen estadísticas de producto interior bruto publicadas por el Fondo Monetario Internacional.

A finales de 1991, 25.980 compañías, nacionales y extranjeras, cotizaban en las bolsas miembros de la Federación. Partiendo de la evolución seguida por los mercados de renta variable a finales de 2003, dicho número ha aumentado hasta 41.403. Las compañías de todo el mundo están considerando cada vez más esta vía de financiación, y la teoría y práctica económica confirman la eficiencia de este modelo de generación de capital.

En 1999, tanto compañías como gobiernos acudieron a los mercados miembros de la WFE para obtener financiación y recaudaron 754.000 millones de dólares, cifra que aumentó hasta los 896.000 millones de dólares en 2000, en un momento en el que las condiciones del mercado eran menos favorables. Desde entonces, las cifras relativas a nueva financiación han disminuido hasta los 342.000 millones de dólares en 2001, 306.000 millones de dólares en 2002 y 333.000 millones de dólares en 2003. Estas cifras tienen una gran importancia en términos económicos. A lo largo de la última década, la confianza en los mercados como instrumentos de financiación ha constituido uno de los pilares fundamentales del cambio.

Los políticos, las corporaciones y el público ahorrador han apreciado la trascendencia de estas cifras, cuya tendencia histórica continúa asombrando a todos.

1.3. *El mercado único europeo: El Informe Lamfalussy y el Plan de Acción de Servicios Financieros*

A pesar de que nuestro marco de análisis es el sistema financiero español, hoy su análisis ya no tiene sentido fuera del marco de la Unión Económica y Monetaria y, más concretamente, del grupo de países que han adoptado como moneda común el euro. Desde el 1 de enero de 1986, fecha de la integración de España en las Comunidades Europeas, incluso en algunos casos desde tiempo antes, el sistema financiero español está adaptándose continuamente a ese contexto.

Además de la libertad de movimientos de capital, el mercado único abarca las tres grandes ramas de servicios financieros: banca, valores y seguros. Aunque, como regla general, el mercado único entró en vigor el 1 de enero de 1993, en el ámbito de los valores las fuer-

tes discrepancias entre los estados miembros sobre aspectos importantes de sus reglas básicas retrasaron su vigencia hasta el 31 de diciembre de 1995.

Desde la perspectiva del mercado único, la regulación financiera sigue siendo de ámbito nacional, aunque en pleno proceso de armonización para el conjunto europeo, especialmente en lo que se refiere a las condiciones de autorización y supervisión de las entidades y mercados, y de supervisión continuada de los mismos. Sin embargo, determinados aspectos de la regulación financiera, como los que se refieren a la protección de los consumidores de dichos servicios, sigue siendo, en buena medida, de ámbito propiamente nacional.

En este contexto, es importante mencionar la nueva legislación europea que afecta a los mercados bursátiles y la puesta marcha del Plan de Acción de Servicios Financieros en la Unión Europea, compuesto por más de cuarenta medidas que tratan de armonizar la normativa financiera y su repercusión en los mercados de valores.

El complicado proceso de construcción de un mercado único de servicios financieros en la UE encontró un impulso definitivo en junio de 1998. En el Consejo Europeo de Cardiff, los jefes de gobierno de la Unión encargaron a la Comisión la elaboración de un plan de acción para conseguir la unificación de los mercados financieros comunitarios.

El objetivo general era el establecimiento de unas condiciones más amplias para un mercado financiero único óptimo. La Comisión Europea creó el denominado Comité de Sabios, integrado por siete miembros presididos por el barón Alexandre Lamfalussy, para analizar la situación de los mercados de capitales. El Comité presentó en 2001 un informe en el que se evaluaban la situación y los desafíos futuros desde las perspectivas tanto de mercado como regulatoria y de legislación. Este Informe ha sido desde entonces la referencia de todas las reformas que se han llevado a cabo en los mercados financieros europeos.

Lamfalussy insiste en los beneficios derivados de la integración de los mercados de capitales y servicios financieros en Europa, destacando que permitirá una mejor asignación de capitales en la economía europea. Ello supondrá menores costes de transacción, una mejora en la liquidez de los mercados, un sistema financiero más diversificado e innovador y más oportunidades de delimitar el riesgo.

En la actualidad se ha completado el 98 por 100 de las medidas contempladas en el Plan de Acción, que en su mayoría afectan de forma directa a los mercados bursátiles: directiva sobre folletos, manipulación de mer-

cado, instituciones de pensiones, servicios de inversión, OPA o transparencia.

Los novedosos mecanismos regulatorios, directivas e iniciativas en curso enmarcadas en el ámbito del Plan han de redundar en la creación de un mercado de capitales europeo integrado, eficaz y flexible para adaptarse a las necesidades cambiantes. En definitiva, un mercado de capitales capaz de atraer, captar y canalizar los ahorros mundiales. Ése es el objetivo final.

1.4. *Las bolsas modifican su modelo de mercado*

Las bolsas son un elemento clave del sistema económico de los países desarrollados; de ahí su trascendencia social y económica y sus obligaciones de equidad, transparencia, equilibrio y simetría, más allá de las exigencias comunes al resto de las empresas.

La necesidad de racionalizar la industria de valores, dar respuesta a las nuevas demandas de los inversores e intermediarios, y ofrecer menores costes de transacción, ha llevado a las bolsas a buscar la respuesta más adecuada. La estructura tradicional de los mercados de valores no parecía ser la más apropiada para afrontar el nuevo marco establecido por la globalización y el progreso tecnológico, por lo que los mercados de valores aprovecharon la década de los noventa para consolidar nuevos modelos de mercado.

A partir de la introducción de la contratación electrónica y los procesos desmutualizadores, las bolsas, sobre todo las europeas, comenzaron una carrera por adecuarse al nuevo entorno financiero global que culmina con la salida a cotización de los propios mercados. Este nuevo modelo supone la introducción de una presión por parte de los diferentes operadores de mercados que desemboca en la ampliación de ámbitos de actuación, el desarrollo de estrategias empresariales acordes con ello y una creciente tensión competitiva a diferentes niveles para poder servir a fines empresariales que no estaban presentes en el modelo clásico de los mercados.

Los tres mercados más importantes de Europa —Londres, Euronext y la Bolsa Alemana— están ya cotizando. Esta nueva situación supone, sin duda, una novedad y un revulsivo para todo el conjunto de la industria de valores. Las bolsas han emprendido un camino que les convierte en sociedades anónimas al servicio de sus clientes, como cualquier otra empresa cotizada.

Las bolsas europeas, además, han realizado sus propias contribuciones allá donde su marco de competencias les permitía llegar, como ponerse de acuerdo en torno a un modelo único de mercado, modelo que fue aprobado en Madrid el 4 de mayo de 1999.

El resultado de todos esos esfuerzos y cambios ha sido, en definitiva, una importante mejora de la capacidad y funciones de los mercados europeos de valores, que, paralelamente con su propia transformación interna, se han visto obligados a establecer un nuevo tipo de relaciones y a satisfacer las necesidades de unos emisores, intermediarios e inversores cuantitativa y cualitativamente diferentes a los tradicionales.

Ciertamente, en los últimos años el modelo tradicional de organizaciones bursátiles de carácter cooperativo, esto es, de sociedades mutualizadas propiedad de sus miembros, se ha demostrado poco eficiente a la hora de afrontar los desafíos que el nuevo escenario de competencia impone. Como es lógico, ni todas las bolsas europeas han abordado su reestructuración societaria en el mismo momento ni las nuevas sociedades operadoras de mercados de valores son homogéneas.

Cronológicamente, la Bolsa de Estocolmo fue la primera en desmutualizarse y convertirse en una sociedad anónima, hecho que ocurrió en 1993. A Estocolmo le siguieron Helsinki, Copenhague, Ámsterdam, Italia y Atenas. Sin embargo, no fue en Europa donde se produjo la primera salida a cotizar de un mercado de valores, sino en Australia, en octubre de 1998. En el Viejo Continente, fue la Deutsche Börse el primer mercado en convertirse en una compañía cotizada, movimiento que fue seguido por Euronext y la Bolsa de Londres, todos ellos en 2001.

La desmutualización, al romper el vínculo propietario-miembro, ha contribuido a que la Bolsa responda tanto a necesidades e intereses de sus miembros como a los del resto de participantes en el mercado de valores. Además, con la cotización en él, las bolsas han accedido a los mercados de capitales, lo que las ha facultado para acometer grandes inversiones estratégicas.

La Bolsa Alemana, por ejemplo, ha utilizado parte del capital obtenido en su OPV para adquirir la parte que le faltaba de la casa de compensación y liquidación Clearstream y para tomar una participación en un sistema de difusión de información como Infobolsa, completando así la oferta de servicios que daba a través de la Bolsa de Frankfurt y del mercado de derivados Eurex.

Frente a este modelo, cabe citar el promovido por la City de Londres, en el que cada escalón del mercado de valores (negociación de derivados, negociación de contado, difusión de información, compensación y liquidación) tiene propietarios independientes.

Por otro lado, Euronext es el resultado de la fusión de las bolsas de cuatro países distintos que, además de agrupar a esos cuatro mercados de contado, cuenta con un mercado de derivados, LIFFE, comprado con el capital obtenido a través de su OPV.

Cabe concluir, pues, que la tendencia de las bolsas a desmutualizarse, y a adoptar las formas de gestión y estrategias empresariales propias de cualquier otro sector económico en el que existe una fuerte competencia, parece ya irreversible. Una Bolsa desmutualizada conserva su misión tradicional, pero cuenta con la exigencia adicional de crear valor para sus accionistas. Sin embargo, los dos objetivos citados no son en absoluto excluyentes, sino totalmente complementarios. De hecho, las bolsas desmutualizadas y cotizadas en el mercado vienen operando de manera más que satisfactoria.

2. El caso español: veinte años de crecimiento

2.1. La Bolsa española: tradición y prestigio

La Bolsa española es una de las instituciones económicas más antiguas de España. Recordemos que hasta la segunda mitad del siglo XIX no comienzan a aparecer la mayoría de las instituciones económicas y financieras que existen en la actualidad.

Se ha dicho, con razón, que la pervivencia en el tiempo de cualquier institución humana es la mejor prueba de las razones que avalan su existencia. Ciento setenta y cuatro años desde la creación de la Bolsa de Madrid, publicada por Ley de 10 de septiembre de 1831, indican bastante más que un puro azar histórico.

En 1890 se crea la Bolsa de Bilbao, en 1915 la Bolsa de Barcelona y en 1980 la Bolsa de Valencia.

Durante estos 174 años la Bolsa española ha estado presente en avatares decisivos del desarrollo económico de España. Fue pionera en la colocación de la deuda pública, lo fue también en las grandes emisiones ligadas a la creación de los ferrocarriles en la segunda mitad del siglo XIX y ha sido fundamental su contribución en el proceso de desarrollo económico del siglo pasado.

Es preciso reafirmar la convicción del importante papel que las bolsas de valores han desarrollado y tienen que desarrollar en el proceso económico de cualquier país. Su actividad como intermediario financiero, como movilizador de los grandes capitales necesarios para desarrollar los modernos procesos industriales, como índice de la vida económica, como índice también de la solidez y firmeza de las empresas, es esencial en cualquier proceso de desarrollo económico.

La Bolsa es un reflejo de la economía en la que está inserta y a la que en tanta medida sirve, y la Bolsa española ha demostrado durante toda su vida esta condición de reflejo.

Esta institución tan añeja, tan arraigada en la historia y en la sociedad españolas, ha ido adaptándose a las necesidades de nuestra sociedad a la vez que ha sabido conservar, en lo esencial, sus tradiciones. Desde 1831 hasta aproximadamente 1970 han sido numerosas las disposiciones que han configurado, corregido y adaptado el marco jurídico bursátil.

Pero, sobre todo, es en 1974 cuando se producen los primeros compases en lo que podría denominarse como la reforma o modernización interna de las bolsas españolas, con la implantación del llamado *Nuevo Sistema de Liquidación y Compensación de Operaciones en Bolsa y de Depósitos de Valores Mobiliarios*. A partir de ahí se inicia un proceso de importantes inversiones en informática, reorganización interna, adaptación de las instalaciones, importantes esfuerzos en información y divulgación de la actividad bursátil, mediante la aplicación de la telemática, publicaciones, etcétera.

Pero el verdadero proceso de cambio se inicia cuando, en agosto de 1977, se constituye la Comisión para el Estudio de la Reforma del Mercado de Valores. A partir de entonces, y de la elaboración de este estudio, daba comienzo una época crucial de la historia bursátil contemporánea, con la adecuación del marco jurídico que regulaba el mercado de valores al nuevo espíritu de liberalización y transparencia del sistema financiero.

Se incorporan a la práctica bursátil distintas reformas de contratación, se crea la figura del crédito al mercado, se implantan los mercados de pagarés del Tesoro y pagarés de empresa, se crean nuevas formas de operar, como el pacto de recompra, aumentan las sesiones bursátiles en la semana; en definitiva, una serie de novedades y reformas que se adoptaron con la preocupación de dotar al mercado de una mayor libertad y transparencia, una mayor eficacia y una capacidad superior de atraer y movilizar el ahorro.

En 1981, la Bolsa de Madrid se incorpora como miembro de pleno derecho al Comité de Bolsa de la CEE, único organismo comunitario al que hasta esa fecha se había incorporado una institución española. Acciones como ésta estaban encaminadas a preparar la institución ante la entrada en la CEE y a una mayor integración de la Bolsa española en las grandes corrientes del mercado de capitales internacional.

2.2. *La Ley del Mercado de Valores de 1988*

En 1988 se aprueba la Ley de Reforma del Mercado de Valores, que enfrentaba a la Bolsa española a una profunda transformación. Unos cambios que ponían fin a siglo y medio de sólida tradición para abrir una nueva etapa: a partir de entonces nada volvería a ser igual. El

objetivo de la reforma era armonizar y colocar los mercados españoles en condiciones de competir con los más avanzados en el nuevo contexto de una economía abierta y globalizada.

La Ley crea un sistema normativo presidido por un organismo de control de influencia netamente norteamericana, la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Desde entonces, el mercado ha adquirido una creciente importancia, lo que, junto a otros aspectos, posibilitó que nuestro país pudiera afrontar el reto, asumido con el ingreso en la Comunidad Económica Europea, de incorporarse de forma satisfactoria al mercado europeo de capitales a partir de 1992.

Cuando se afirma que la Ley del Mercado de Valores crea un sistema normativo se quiere significar que, frente a la situación anterior, caracterizada por la existencia de una serie de normas insuficientes y a veces inconexas, producto en buena parte de un puro acarreo histórico y de la necesidad de regular con urgencia determinadas cuestiones, la Ley contiene un conjunto armónico, coherente y piramidal de normas jurídicas con el objetivo de regular los mercados de valores sobre la base de una serie de principios informantes.

El enorme desarrollo de los mercados de valores españoles que ha propiciado la Ley del Mercado de Valores puede resumirse en los cuatro aspectos siguientes.

En primer lugar, la Ley reformó a fondo las bolsas de valores interconectadas informáticamente mediante el Sistema de Interconexión Bursátil, al regular los valores negociables anotados en cuenta y al sustituir a los agentes de cambio y bolsa por las sociedades y agencias de valores.

En segundo lugar, la Ley creó los mercados de futuros y opciones, que han tenido un desarrollo muy notable al servir a dos finalidades de signo opuesto pero, a la vez, complementarias: bien para cubrir los riesgos que se asumen en la contratación bursátil, bien para asumir mayores riesgos que los que se pueden asumir en dicha contratación. Se está así ante un nuevo mercado cuyo fin no es invertir dinero adquiriendo valores negociables o recogerlo emitiendo tales valores, sino el transferir los riesgos que en esta negociación de valores se asumen para dar así mayor profundidad y amplitud a esta negociación.

En tercer lugar, también ha adquirido una gran importancia el mercado de deuda pública en anotaciones creado en 1987 y recogido en la Ley del Mercado de Valores, cuyo organismo rector no es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sino el Banco de España.

En cuarto lugar, ha adquirido también una relevancia más que notable la inversión indirecta, en la cual el inversor entrega sus ahorros a una entidad interpuesta que invierte de forma profesional en el mercado. Es la denominada *inversión colectiva*, representada por las sociedades y fondos de inversión, que se norman en la citada Ley 46/1984, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, y que, junto con los fondos de pensiones, son los operadores de la cada día más relevante inversión institucional.

Posteriormente se han publicado varias leyes que han ido modificando la Ley de 1988 y que han actualizado la normativa referente al mercado de valores: Ley 37/1998 de Reforma del Mercado, Ley 44/2002 de Reforma del Sistema Financiero, Ley 26/2003 de Transparencia, y Ley 35/2003 de Instituciones Inversión Colectiva.

Actualmente se trabaja en el reglamento que desarrolla la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. Tanto las leyes mencionadas como el reglamento de las IIC, abren el camino a numerosos productos financieros que, sin duda, repercutirán positivamente en las actividades y proyectos de Bolsas y Mercados Españoles.

2.3. *Evolución del mercado de valores español: privatizaciones y capitalismo popular*

El mercado de valores español ha experimentado en los últimos veinte años una transformación histórica en consonancia con los cambios políticos, sociales y económicos ocurridos en España. La contratación de renta variable en la Bolsa española ha pasado de 2.148 millones de euros en 1984 a más de 637.000 millones de euros en 2004. Estas cifras muestran el impresionante desarrollo del mercado de valores español.

En realidad, apenas existe un remoto parecido entre lo que hoy es y representa social y económicamente la Bolsa y su significación hace veinte años. La media de contratación diaria en 2004 ha sido de 2.512 millones de euros, es decir, actualmente se negocia en un sólo día más que en todo 1984.

De los tradicionales enteros se ha pasado al euro, de los corros de viva voz a la tecnología de vanguardia, capaz de canalizar 9.000 órdenes por minuto. De una sesión de dos horas diarias cuatro días por semana a la contratación ininterrumpida de 9 a 17:30. Se ha pasado de los agentes de cambio y bolsa, fedatarios públicos, a las más solventes y profesionales entidades financieras, muchas de ellas multinacionales. De un mercado básicamente local se ha evolucionado a otro plenamente integrado en el ámbito internacional.

Nada de esto hubiera sido posible sin la confluencia de la oportunidad histórica que ha vivido la economía española, del contexto internacional favorable y de procesos de tanta difusión y enganche como las privatizaciones. Pero el resultado final que la Bolsa ofrece es un nivel de apertura, presencia y participación que alcanza cada día a capas más amplias del tejido social y económico.

A partir de la segunda mitad de los años noventa comenzó en España el proceso de privatizaciones, que fue un apoyo decisivo al creciente interés de la empresa por el mercado de valores y, a la vez, un instrumento decisivo para la difusión y popularización de la renta variable entre los ahorradores españoles.

La Bolsa ha sido el instrumento adecuado para el trasvase de ahorro desde la responsabilidad pública a la privada. Además, la expansión internacional de las empresas españolas con mayor capitalización no podría haberse abordado sin el respaldo de la financiación bursátil, facilitada indudablemente por la aparición financiera del euro desde 1999.

El principal efecto de las privatizaciones ha sido su papel en la modificación del marco del sistema financiero español: la reducción del desequilibrio financiero del Estado, en parte debido a las privatizaciones, ha posibilitado un entorno estable, de reducidas tasas de inflación y tipos de interés, favorable a un mayor peso del sector privado como motor del crecimiento económico.

El aumento de la liquidez del mercado es consecuencia de la diseminación de bloques de acciones antes centrados en poder de un accionista de control, en este caso las administraciones públicas, que mantenía su cartera estable e inactiva. Además, la adquisición masiva de pequeños paquetes de acciones por parte de inversores individuales o familias supone la incorporación de un nuevo instrumento, las acciones, a su cartera de activos financieros. Significa, además, la incorporación de nuevos inversores, con nuevas estrategias, al mercado, con las consecuencias positivas que ello tiene para la liquidez, profundidad y eficiencia del mismo.

El segundo elemento esencial del desarrollo de los mercados de valores en España es la base de inversores. El aumento de la riqueza patrimonial ha generado una mentalidad inversora y los ahorradores colocan su dinero en el mercado de acciones, bien directamente o a través de instituciones de inversión colectiva.

Las empresas españolas cotizadas de mayor capitalización cuentan en la actualidad con tantos accionistas como todos los existentes en España en los años setenta. Sólo las tres primeras compañías por capitalización

del IBEX 35® tienen más de cuatro millones de accionistas. La recuperación del desfase abismal que nos relegaba hace veinte años, como al resto del continente, respecto del modelo anglosajón ha sido espectacular.

El aumento de la cultura de la renta variable en España ha alcanzado, al amparo de unas circunstancias favorables, un desarrollo sin precedentes. El hecho de que hoy una de cada tres familias comparta el riesgo y las oportunidades que ofrece el mercado de valores es buena prueba de los nuevos hábitos del ahorrador español, y sobre todo de su madurez. Más de ocho millones de españoles invierten en Bolsa.

Los datos muestran cómo el mercado de valores español ha sabido situarse, durante estos años, en una posición de privilegio en Europa, en vanguardia con los grandes mercados mundiales por tamaño, liquidez, transparencia y tecnología.

2.4. Los mercados de derivados y renta fija y los sistemas de compensación y liquidación en España

Los mercados financieros actuales no pueden entenderse sin los productos derivados. Parece mentira, pero hace sólo 15 años las opciones y los futuros eran todavía un arcano, un tipo peculiar de instrumento financiero que parecía estar sólo al alcance de unas cuantas mentes privilegiadas que se empeñaban en cantar sus excelencias en cuanto se presentaba la menor ocasión.

La teoría de valoración de opciones a partir del modelo de Black y Scholes es también reciente. Nacida hace apenas treinta años, ya forma parte, junto con la teoría de selección de carteras, del cuerpo teórico sobre el que se sustenta la moderna teoría financiera. Es un ejemplo paradigmático de la velocidad a la cual la investigación académica se traslada a la práctica diaria de los mercados. Identificados en muchos casos con riesgo financiero, controvertidos en ocasiones, los productos derivados están diseñados con el objetivo de transferir riesgo de unos inversores a otros y, por tanto, ofrecen la posibilidad de mantener las carteras de activos financieros a cubierto de contingencias de mercado.

En 1989 nació en España el mercado de derivados, MEFF, al tiempo que entraba en vigor la Ley de Reforma del Mercado de Valores. Coinciden en ese año dos de los hitos más importantes de la moderna historia financiera española, y probablemente representan el punto de partida de la profunda transformación sufrida por los mercados de valores españoles a lo largo de los años noventa.

MEFF es un mercado que ha acompañado el extraordinario desarrollo de los mercados de valores españo-

les y, paso a paso, ha logrado consolidarse entre los más modernos del mundo, con una capacidad de innovación tecnológica y competitividad reconocida desde todos los ámbitos.

Hoy, MEFF es el complemento insustituible de los mercados de contado, mantiene una línea de productos competitiva y ha profundizado en los servicios de acceso a los principales mercados de derivados del mundo prestados a sus miembros.

AIAF es el mercado financiero de deuda (o renta fija) en el que cotizan y se negocian los activos que las empresas de tipo industrial, las entidades financieras y las administraciones públicas territoriales emiten para captar fondos para financiar su actividad.

En los últimos años ha adquirido una dimensión comparable a la de mercados de renta fija radicados en otros países de nuestro entorno, con la particularidad de ser uno de los escasos mercados oficiales y organizados de Europa dedicados exclusivamente a este tipo de activos financieros.

IBERCLEAR es el depositario central de valores español, encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las bolsas de valores españolas, en el mercado de deuda pública en anotaciones, en AIAF mercado de renta fija, así como en Latibex, el mercado de valores latinoamericanos en euros. Para ello, utiliza dos plataformas técnicas, SCLV y CADE, que se caracterizan por un elevado nivel de automatismo en sus procedimientos y un alto grado de interconexión con las entidades.

2.5. La integración de los mercados españoles. La creación de BME

En España, la respuesta a la nueva realidad económica ha sido el fortalecimiento de los mercados nacionales. Robustecer los diversos recursos que se poseen para enfrentarse a los retos supranacionales de un sistema financiero global. En este sentido, el camino elegido por la Bolsa española y el conjunto de mercados financieros es muy positivo.

La constitución de BME es un paso importante que permite al mercado español colocarse en una posición muy sólida ante la competencia internacional, a la vez que se convierte, por tamaño y capacidad de prestación de servicios, en árbitro de las opciones estratégicas en liza en Europa.

El 20 de junio de 2001 se firmó el protocolo de integración de los mercados financieros españoles. Las sociedades rectoras de las cuatro bolsas españolas;

MEFF Holding de Productos Financieros Derivados; AIAF Mercado de Renta Fija; SENAF; la Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación; «IBERCLEAR», y FC&M Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos, firmaron un protocolo con el fin de constituir una sociedad que agrupara a todas las entidades firmantes y que actuara como centro integrador del conjunto de los mercados españoles y como instrumento decisivo de su proyecto internacional.

Es importante resaltar que en ese contexto tuvo lugar el acuerdo de fusión de los dos depositarios de valores de España: el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y la Central de Anotaciones del Banco de España. Este acuerdo dio lugar al nacimiento de IBERCLEAR.

En una fase posterior, y mediante la disposición adicional decimonovena de la Ley 24/2001 de Medidas Fiscales, Administrativas y el Orden Social de 27 de diciembre de 2001, se modificó la Ley del Mercado de Valores con el fin de establecer la habilitación legal necesaria para la creación de una sociedad que pueda adquirir, directa o indirectamente, la totalidad del capital de todas o algunas de las sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y mercados secundarios españoles.

El 15 de febrero de 2002 se constituyó la sociedad con un capital inicial de 1,3 millones de euros y 130 accionistas.

Posteriormente, el 18 de junio del mismo año, en Junta General Extraordinaria, se aprobó la oferta general de canje de todas las sociedades afectadas en la constitución del *holding*, así como la ampliación de capital correspondiente para atender la oferta de canje y todos los acuerdos que el Consejo de Administración adoptó en su reunión del 7 de mayo. La ampliación de capital se hizo por un importe de 300,46 millones de euros, mediante la emisión de 75.115.888 acciones de 4 euros de valor nominal cada una.

El Consejo de Ministros del 27 de septiembre de 2002 dio la autorización definitiva para la constitución de la sociedad. Esta autorización fue el paso final en el proceso de constitución de Bolsas y Mercados Españoles.

Cabe destacar la rapidez con la que se ha acometido el proceso de consolidación en España, gracias a la coincidencia de una voluntad unánime. En poco más de un año, mejorando los plazos fijados, se concluyó la valoración de las compañías, se efectuó el canje de las acciones y se aprobó toda la compleja normativa necesaria. Y todo ello fue posible gracias al apoyo y el consenso de todos los participantes en el proceso: cul-

minar todos los pasos jurídicos, administrativos y organizativos desde la firma del protocolo de integración el 20 de junio de 2001 hasta la autorización definitiva del Gobierno, el 27 de septiembre de 2002, fue un éxito de todos.

BME celebró Junta General Extraordinaria de Accionistas en septiembre de 2003, en la que se acordó un aumento de capital de 65,4 millones de euros que permitió a la compañía integrar en esta sociedad el 39,7 por 100 del capital de IBERCLEAR, propiedad hasta entonces del Banco de España.

El aumento de capital aprobado por la Junta General consistía en la emisión de 8.178.341 acciones ordinarias de 4 euros de valor nominal cada una, con una prima de emisión de 4 euros. Como consecuencia de esta ampliación, el Banco de España pasó a ser titular del 9,78 por 100 del capital social de Bolsas y Mercados Españoles.

Con la citada ampliación de capital, BME culminaba el proceso de consolidación de su estructura societaria y le permitía ostentar la totalidad del capital de las sociedades filiales que componen el grupo: las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia así como IBERCLEAR, el Grupo Mf y FC&M.

BME aprobó a finales de 2003 la transformación de su filial FC&M en BME Consulting. Esta filial está especializada en proyectos de desarrollo y exportación de tecnología y de consultoría en el ámbito de los mercados de capitales, derivados y *commodities* nacionales e internacionales, principalmente en Europa y Latinoamérica.

III. LA IMPORTANCIA DE BME. REALIDAD EMPRESARIAL Y FUNCIÓN SOCIAL

Como ya se ha mencionado, Bolsas y Mercados Españoles es la sociedad que integra todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. BME es una compañía cuyas actividades afectan a millones de personas. Por sus sistemas de negociación, liquidación e información transita la confianza de muchos inversores en la ejecución segura y transparente de sus órdenes.

Este carácter formal de las actividades de BME, que emana de las leyes que rigen el funcionamiento de los mercados, es irrenunciable, e indudablemente condiciona la gestión del proyecto empresarial que BME encarna en el nuevo entorno de competencia definido por la integración financiera europea. Por eso, en este nuevo marco de referencia para las organizaciones bursátiles, la solvencia financiera y la gestión responsable de los recursos económicos de empresas como BME alcanzan hoy, si cabe, una relevancia especial: aportan

seguridad al cumplimiento de los fines sociales que tienen asignados.

Uno de los elementos más trascendentes que caracterizan a BME es el peso determinante que tienen en la economía los mercados en los que opera. Desde este punto de vista, BME soporta el atractivo inversor de la economía y las principales empresas españolas de cara al capital extranjero y, además, debe responder con eficacia al cambio en los hábitos de los inversores españoles.

En el marco de una tendencia internacional a la desintermediación de la actividad financiera, ambos grupos han apostado claramente por la vía de los instrumentos negociados en mercados de valores para canalizar su ahorro hacia sectores demandantes de financiación, especialmente las empresas, financieras y no financieras, y el sector público. En este ámbito de actuación, BME es una sociedad anónima con la responsabilidad de gestionar y hacer funcionar mercados en los cuales se valora diariamente y se garantiza la liquidez de una buena parte de la riqueza financiera de la economía española, que asciende a más de un billón de euros.

Otro aspecto capital de la función de BME es su capacidad para proporcionar financiación a la economía. En 2004, los mercados de valores españoles proporcionaron a los emisores financiación bruta por importe de más de 360.000 millones de euros.

BME se encarga de gestionar mercados donde se negocian instrumentos derivados que permiten graduar y gestionar el riesgo de las carteras de valores españoles en manos de inversores privados e institucionales, nacionales y extranjeros. Son, además, plataformas donde se fijan precios que sirven de referencia de valoración para las acciones no cotizadas y para el coste de financiación de los proyectos de inversión e iniciativas empresariales del conjunto de la economía. Son pues muchos los argumentos que determinan el protagonismo de las actividades del grupo Bolsas y Mercados Españoles en la vida económica.

Por todo ello la fortaleza financiera de la compañía BME tiene un valor especial en el entorno descrito: es una garantía de solvencia, eficacia y tamaño sobre la que descansa una parte importante del progreso y bienestar futuro de la economía española.

BME no sólo es una compañía que ofrece servicios financieros, sino que es, en si misma, representante del sistema financiero español en su conjunto. Pero además, y aún más significativo, Bolsas y Mercados Españoles es el espejo de la economía española.

Los mercados de valores simbolizan la economía. El nivel de su actividad ofrece, de manera instantánea, una

buena idea de la situación socio-económica del país. La confrontación activa entre las posiciones de compra y venta en un mercado determina el valor de los activos de un modo equitativo y visible para todos. Dicho precio de carácter público es una información esencial para una economía. De ahí el papel fundamental de la Bolsa y, en consecuencia, de Bolsas y Mercados Españoles.

La posición central de las bolsas con respecto a la creación de riqueza social es un hecho reconocido. Los responsables financieros de las grandes compañías necesitan conocer las posibilidades de aprovechar esta fuente de financiación emitiendo acciones, del mismo modo que los ministros de finanzas llevan a cabo privatizaciones de compañías estatales. La concienciación social de la necesidad de invertir ha provocado un gran interés en las acciones y otros productos relacionados. Otro de los beneficios ha sido el aumento de la inversión en acciones y, con ello, el hecho de que las fuerzas del mercado hayan actuado para dar forma a prácticas de gobierno corporativo de mayor calidad.

Además, la evolución de los índices bursátiles forma ya parte de la vida cotidiana, se les da cobertura cada pocos minutos en la radio, a intervalos regulares en televisión y constantemente en Internet. Los mercados de capitales han dado paso a una considerable expansión de la prensa especializada. Los nombres de los principales índices de renta variable han pasado a gozar de un amplio reconocimiento popular. Cuando los mercados suben o bajan más de un punto porcentual son noticia a nivel nacional. Sin lugar a dudas, ha aparecido en escena un modelo financiero diferente. No hay otra esfera económica que tenga tanta influencia en la sociedad, lo cual es también significativo.

Con la constitución de esta sociedad, se ha dado un paso de gigante y se ha creado la infraestructura necesaria para posicionarse en el escenario del nuevo mercado unificado del euro. Esta potenciación de la capacidad conjunta, unida a la dimensión real del mercado español, será sin duda un instrumento relevante de cara a procesos futuros de negociación internacional, donde se podrá contar con la fuerza del tamaño y de una interlocución única.

Se ha creado una compañía fuerte, dinámica y eficiente al servicio de los accionistas, miembros y clientes, y se va a convertir en un ejemplo de innovación, fortaleza y capacidad para enfrentarse a los más importantes gestores mundiales de mercados financieros.

IV. UNA COMPAÑÍA MODERNA E INTEGRADA

Tras la transformación del mercado de valores español, BME se constituye como una compañía moderna,

integrada y de gran tamaño, con un importante potencial de crecimiento.

El modelo de integración elegido por BME es el de un operador de mercado de valores que gestiona toda la cadena de procesamiento de títulos desde la contratación a la liquidación. Es la tendencia que apuntan otros operadores de mercados del mundo.

Se ha pasado de un modelo de negocio basado en cooperativas de intermediarios, en las que los *brokers* o bancos miembros y propietarios perseguían la búsqueda de beneficio, a un modelo en el que la gestión de los mercados se lleva a cabo por compañías privadas. De los tradicionales gestores de mercados se pasa a empresas proveedoras de multitud de servicios, con una tecnología muy avanzada, facilitadoras de acceso rápido y seguro a los mercados.

La separación de la condición de miembro del mercado y accionista, abriendo la posibilidad de dar entrada a nuevos partícipes en su capital social, permite a la Bolsa española gozar de una mayor capacidad de acción e iniciativa.

Con la creación de BME, la agrupación de todas las fases de la contratación y registro, compensación y liquidación de valores ofrece claras potencialidades de un mayor aprovechamiento y coordinación de los recursos que permiten una racionalización de los servicios y una reducción de costes. Se consigue una mayor eficacia en la toma de decisiones al existir una gestión unificada, así como al aglutinar los recursos de todas las empresas, producir un mayor desarrollo de oportunidades de negocio, crear valor y ganar tamaño.

Se trata de una estrategia de fortalecimiento local para enfrentarse a los retos supranacionales. La unión de esfuerzos permite a los mercados españoles alcanzar una dimensión de primer nivel en el ámbito europeo, mejorar su competitividad y acumular sinergias para ofrecer más y mejores productos financieros adecuados a las necesidades cada vez más sofisticadas de los inversores.

Además, el nuevo modelo trae consigo nuevos objetivos comerciales. El dinamismo de estas compañías es una de las razones que explican la diferencia cualitativa en el papel que desempeñan los mercados dentro del ámbito macroeconómico. Éstos no podrían haber crecido como lo hicieron si sus operaciones no fueran de calidad y no hubieran sido reconocidos como los centros más eficientes para la cotización oficial y para negociar valores mobiliarios e instrumentos derivados.

Bolsas y Mercados Españoles se sitúa, por volúmenes negociados, entre los cuatro primeros mercados de

valores europeos, con la estructura más equilibrada entre acciones, renta fija y derivados.

BME se identifica con una nueva concepción de empresa de servicios financieros que alinea su estrategia corporativa con el potencial de sus diferentes áreas de negocio. Su objetivo es promover la mejora continua de sus actividades y la innovación en sus proyectos para alcanzar la máxima calidad desde criterios de rentabilidad.

La creación de nuevos productos, la inversión en tecnología, el impulso a los servicios financieros, el fomento de la inversión, la promoción de sus diferentes filiales o la formación a la comunidad inversora se constituyen como ejes de actuación de BME. En definitiva, BME se centra en la consecución de sus objetivos de proyecto empresarial y de obtención de la mayor rentabilidad para sus accionistas.

V. LOS OBJETIVOS DE BME

El importante esfuerzo realizado por la Bolsa y los mercados financieros españoles en los últimos años sitúa a BME en un magnífico punto de partida para afrontar la creciente competencia y complejidad de la industria de valores. El sistema financiero es global y las oportunidades que va a ofrecer en el próximo futuro son tan amplias como sus incertidumbres.

Los retos a los que se enfrenta la compañía son importantes y, al mismo tiempo, prometedores. Con la experiencia adquirida en las transformaciones de la última década y el sentido de responsabilidad de la industria de valores nacional, BME está en condiciones de superar los próximos desafíos.

— Desde un punto de vista interno, la sociedad debe avanzar en el desarrollo de las *sinergias del grupo*, *ganar tamaño* y profundizar en los *volúmenes de negocio*, aumentar la *diversidad de productos y servicios* que ofrece a la comunidad financiera, exportar su *tecnología*.

— Desde un punto de vista más amplio, BME se enfrenta a una intensa *competencia internacional*, a la configuración de un *nuevo mapa bursátil* y a la *reforma del mercado de capitales europeo*, reflejada en *numerosas directivas* que afectan a toda la industria de valores.

Durante los próximos meses, el objetivo principal de la sociedad es seguir avanzando en el desarrollo de las sinergias del grupo. Un proceso que comenzó con la constitución de la sociedad y que consiste en desarrollar las mejoras operativas, funcionales y estructurales

que sean consistentes con la consecución de unos mayores niveles de eficiencia global y con su potenciación de cara al exterior.

Habrà que realizar toda la reorganización necesaria del grupo para implementar una eficaz gestión de la compañía y que no sea simplemente un *holding* de sociedades desorganizadas.

El mercado español continuará en esta línea de ganar tamaño, profundidad y eficiencia, como lo ha estado haciendo hasta ahora. En este sentido, BME también aporta la solvencia financiera necesaria en un sector basado en desarrollos tecnológicos cada vez más exigentes y que cada día necesita prestar nuevos servicios a precios más competitivos.

Los mercados españoles se han situado entre los más avanzados tecnológicamente del mundo, poniendo en marcha herramientas informáticas que permiten a los inversores de todo el mundo y sus intermediarios acceder de una manera ágil, sencilla y transparente a los mercados nacionales e internacionales a través de sistemas de última generación. Nuestra intención es seguir investigando, desarrollando y exportando estas tecnologías, totalmente españolas, y contribuir a la expansión internacional del grupo.

Bolsas y Mercados Españoles quiere impulsar un mercado español fuerte, moderno y dinámico que responda a los nuevos retos de la industria de valores y a las demandas de todos los intermediarios en este mercado y, además, ofrecer a sus accionistas un valor seguro, con un potencial de futuro y una inversión acorde con sus expectativas.

El objetivo natural de toda compañía de maximizar su valor cumpliendo sus objetivos sociales requiere para su consecución la visión global y la capacidad de coordinación que aporta Bolsas y Mercados Españoles.

El mapa bursátil europeo esta aún por configurar, y este hecho se convierte en una fuente adicional de incertidumbre sobre un elemento clave como es la posición corporativa de cada Bolsa. Es un proceso largo que en los últimos años ha centrado el debate del sector y que ha supuesto adquisiciones, fusiones y alianzas entre los mercados. Los cambios, en este sentido, no han finalizado, y BME va a ser una pieza fundamental en el futuro mapa de los mercados de valores europeos.

Las directivas sobre los mercados financieros insisten particularmente en la transparencia, la fiabilidad y la difusión de información al mercado como elementos fundamentales del correcto funcionamiento del sistema, pero en el momento más importante para los inversores, la formación del precio, es justamente donde las directivas no profundizan en la garantía de dicha formación. Bien al contrario, la introducción, en la nueva Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MIFID) que se planea, de la internalización de los flujos de órdenes como método normalizado de formación de precios supone, en mi opinión, renunciar, en el momento más crítico y delicado del proceso inversor, a la transparencia y objetividad que se demanda en los eslabones anteriores de la cadena de ese proceso inversor.

La fragmentación de los procesos de formación de precios es un riesgo importante y un serio problema para los mercados en su sentido más amplio, y la negativa experiencia americana en este terreno debería ser una señal de alerta en Europa. El resultado final debe ser la convergencia de los intereses de todos los participantes, reguladores, inversores, sociedades cotizadas, el conjunto de la industria de valores y, por supuesto, de las propias bolsas.

Estos son algunos de los retos a los que BME se enfrenta en el futuro y creemos que será capaz de cumplir los objetivos que se ha planteado, con realismo pero con la ambición que exige su responsabilidad.

Marco financiero

Javier Hernani

A través de sus diferentes áreas de negocio, Bolsas y Mercados Españoles (BME) ofrece una amplia y diversificada oferta de productos y servicios. Renta variable, derivados, renta fija, compensación y liquidación, difusión de información y soluciones tecnológicas y servicios aportan especialización y alto valor añadido a la comunidad financiera, con soluciones que satisfacen las necesidades de inversores, emisores e intermediarios con calidad y proyección global.

RENTA VARIABLE

La renta variable se contrata a través de las cuatro bolsas españolas y está soportada informáticamente por la plataforma electrónica de negociación SIBE. Como respuesta a la economía global y a un desarrollo sin precedentes del sistema financiero, los cambios introducidos en el funcionamiento interno del mercado español y el esfuerzo de intermediarios y reguladores han permitido configurar el nuevo modelo de mercado actual.

Los más importantes intermediarios financieros internacionales operan en la Bolsa española junto a una industria de valores nacional del máximo prestigio y profesionalidad. La presencia de los inversores extranjeros en la contratación y en la propiedad de las acciones es muy destacada, y los estándares de funcionamiento de los mercados de valores españoles se sitúan a la vanguardia de las prácticas internacionales más comunes. El mercado español ha pasado de ser básicamente local a ser plenamente competitivo a escala internacional.

Es fundamental para el desarrollo del área de renta variable la función del IBEX 35[®], índice de referencia compuesto por los principales valores de la Bolsa española y un barómetro muy importante para conocer el dinamismo de la economía del país.

Dentro de la renta variable, merece destacar el mercado Latibex. Creado en 1999, Latibex es el único mercado internacional sólo para valores latinoamericanos. Actualmente es el tercer mercado por capitalización de Latinoamérica, después de Brasil y México, y es un marco idóneo para los emisores y para los intereses de los inversores de ambos lados del Atlántico.

DERIVADOS

La negociación de opciones y futuros financieros, a través de MEFF, da respuesta al área de derivados. MEFF comercializa futuros y opciones cuyos subyacentes están referenciados a activos individuales, al índice IBEX 35[®] y a diferentes índices bursátiles europeos. Los inversores tienen en los derivados de MEFF unas eficaces herramientas para la gestión del riesgo y para la construcción y cobertura de carteras adaptables a cada perfil.

Su plataforma electrónica, S/MART, negocia y proporciona servicio de compensación y liquidación a 100 miembros de diferentes países. Su experiencia en la gestión del riesgo, como cámara de contrapartida para opciones y futuros, ha posibilitado la creación de MEFFCLEAR como cámara de contrapartida central para la negociación de repos y contado de deuda pública.

RENTA FIJA

El área de renta fija integra uno de los mercados organizados de deuda corporativa más dinámicos de Europa, AIAF, en el que participan unos 100 miembros. El mercado de deuda corporativa aporta a BME un elemento diferenciador frente al resto de mercados europeos como sólida fuente de financiación del sector privado y de organismos públicos autonómicos y locales en España.

BME también negocia, a través del SIBE, renta fija del sector privado y de organismos públicos admitida a negociación en las cuatro bolsas españolas.

Por otra parte, la plataforma electrónica para la negociación de deuda pública, SENAF, concentra, además, la práctica totalidad de la negociación de *repos* por procedimientos electrónicos y ha incorporado recientemente la negociación de letras del Tesoro y *switches*.

COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Compensación y liquidación es un área con gran impacto en el valor agregado de los procesos de los mercados de valores. IBERCLEAR presta en este campo un servicio de óptima calidad a los participantes y emisores, con uno de los precios más competitivos de Europa.

BME gestiona, a través de IBERCLEAR como depositario central de valores de España, los sistemas de registro, compensación y liquidación de las operaciones realizadas con renta variable, deuda corporativa y deuda pública en los mercados de ámbito nacional.

DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN

En materia de difusión de información, BME no sólo garantiza la distribución puntual y pormenorizada de los datos de todos sus mercados, sino que, además, incorpora la singularidad y la ventaja competitiva de contar desde hace más de una década con las compañías Infobolsa y Databolsa, especializadas en la prestación de todo tipo de servicios de información de mercados, desde terminales en tiempo real a soluciones a medida para inversores, entidades financieras y medios de comunicación.

SOLUCIONES TECNOLÓGICAS Y SERVICIOS

BME facilita el acceso a mercados internacionales y ejecuta proyectos de desarrollo y exportación de tecnología y consultoría en el ámbito de los mercados de capitales en más de 23 mercados de 16 países.

Visual Trader es la filial de BME que da acceso a los principales mercados de valores del mundo, así como a los mercados de derivados. Este instrumento refleja la estrategia de crecimiento global del mercado español que potenciará significativamente la presencia de la Bolsa española entre los inversores extranjeros.

BME Consulting es la filial especializada en proyectos de desarrollo y exportación de tecnología y de con-

sultoría para mercados de capitales, derivados y *commodities* nacionales e internacionales en Europa y Latinoamérica, fomentando la creación de nuevas oportunidades de negocio para Bolsas y Mercados Españoles.

* * *

Todas estas áreas de negocio de BME fortalecen la situación financiera del grupo. Durante el año 2004, BME ha mostrado con claridad el potencial de su principal palanca de crecimiento y rentabilidad: la inmediata traducción en beneficios para la compañía del incremento de actividad registrada en el mercado. La eficiencia de la estructura de costes es la clave para conseguir este objetivo. En este sentido, durante el año 2004 se ha comenzado a reflejar el impacto positivo de las políticas de ahorro de costes y búsqueda de sinergias que se pusieron en marcha ya en el ejercicio 2003, con el mejor aprovechamiento de recursos comunes y la mayor capacidad de negociación con proveedores estratégicos. Los costes de explotación se han reducido un 1 por 100. Este comportamiento moderado global se asienta en particular sobre una reducción del 7 por 100 en los costes operativos.

De esta manera, unos ingresos de explotación de casi 200 millones, un 13 por 100 superiores a los de 2003, permiten alcanzar un EBITDA consolidado de 112,9 millones de euros, un 27 por 100 superior al del año precedente. El descenso de ingresos financieros se debe fundamentalmente a la política de dividendos implementada, que ha reducido los recursos líquidos disponibles. A pesar de este efecto, el beneficio bruto y el beneficio neto suben un 17 y un 18 por 100 respectivamente.

Podemos concluir que las cifras de la cuenta de resultados demuestran que el ejercicio 2004 ha constituido un paso más en la dirección correcta: optimizar un modelo integrado que permite, por el lado de los costes, una mayor contención y búsqueda de sinergias, y por el lado de los ingresos, contar con una estructura diversificada capaz de otorgar a la compañía una mayor estabilidad en su generación de fondos.

BME cuenta con una importante fortaleza financiera, unos recursos propios que ascienden a 529 millones de euros a 31 de diciembre de 2004, netos del dividendo a cuenta acordado en diciembre y después del reparto de reserva por prima de emisión, por importe de 18,9 y 49,9 millones respectivamente. La generación de fondos ordinaria de la compañía aporta una elevada autofinanciación que ha permitido siempre a BME financiar sus proyectos de inversión sin necesidad de recurrir al endeudamiento externo.

Las políticas de máxima prudencia contable que BME continúa aplicando sitúan el activo material neto total

del grupo en 11 millones, una cifra inferior a los ingresos operativos de un mes estándar, o al *cash-flow* generado por la compañía en dos meses también estándar. Es de destacar que esta situación se produce a pesar de que, en los últimos años, BME ha acometido inversiones relevantes en equipos de procesos de datos que sitúan su capacidad instalada en niveles de máxima eficiencia operativa.

BME tiene previsto a lo largo de este ejercicio 2005 trasladar las sedes de distintas filiales radicadas en Madrid a un edificio común. Con este fin, se ha saneado el activo fijo correspondiente a instalaciones que no podrán ser aprovechadas por un importe de 1,516 millones. Este traslado permitirá a la compañía alcanzar ahorros significativos en sus costes operativos en próximos ejercicios.

Hasta el momento, los costes incurridos por la adquisición de aplicaciones informáticas, gastos de establecimiento, etc., se amortizan íntegramente en el ejercicio en que se originan. En consecuencia, el activo inmaterial está totalmente amortizado a 31 de diciembre de 2004, con la excepción del fondo de comercio de consolidación.

En este sentido, hay que señalar que la futura aplicación de las NIC (en concreto la NIC 38 sobre activos inmateriales) nos obligará a cambiar esta política contable, activando conceptos como *software* de aplicaciones, adquirido o desarrollado internamente, que sean identificables, generen beneficios económicos futuros y su coste pueda estimarse con facilidad.

En cuanto a la metodología de consolidación, BME consolida todas sus filiales por integración global, con la excepción de Infobolsa, que ha sido incorporada por integración proporcional (50 por 100).

En cuanto a *las ratios fundamentales* que pueden ilustrar mejor la marcha de la compañía, podemos destacar las siguientes:

- El beneficio por acción sube un 19 por 100.
- El resultado neto 2004 coloca al ROE en el 15,1 por 100, contra un 11,7 por 100 del año pasado, como consecuencia de los mejores resultados y de la distribución del dividendo extraordinario.
- La ratio de eficiencia expresa las unidades de coste necesarias para obtener los ingresos totales de la compañía. Hemos mejorado en cinco puntos, hasta un 43 por 100, como resultado de haber obtenido mayores ingresos con una base de coste contenida.

— El margen sobre ventas, medido como el EBITDA sobre ingresos operativos totales, se sitúa en un 57 por 100, mejorando en 6 puntos la ratio del año pasado.

— El número de empleados a fin de año es un 5 por 100 inferior al de principios de año, lo cual contribuye a la mejora de la ratio de ingresos por empleado en un 17 por 100.

BME se *compara muy favorablemente* con sus principales referentes sectoriales en todas las ratios que miden la *eficiencia y rentabilidad* de la empresa:

- BME presenta el *pay-out* 2004 más alto.
- Alcanza un ROE superior al 15 por 100, sólo superado por la Bolsa de Londres.
- Presenta la mejor ratio de eficiencia (43 por 100), un empleo de los recursos disponibles que mejora en más de 10, 20 y 30 puntos a las otras compañías.
- El EBITDA obtenido supera a los costes totales, mientras que sus referentes presentan la posición contraria.
- Consigue estos objetivos con un número de empleados proporcionalmente mucho menor, con la excepción de la Bolsa de Londres, la cual utiliza un alto nivel de *outsourcing* de servicios cuya contrapartida es situar su ratio de eficiencia en el 75 por 100.

En cuanto a la *política de retribución al accionista*, cabe destacar:

- En total, durante el ejercicio 2004, los accionistas de BME han recibido 87,8 millones de euros en dividendos, 1,0499 euros brutos por acción, un 17,5 por 100 sobre el nominal más la prima de emisión por acción fijados en la constitución de la sociedad.
- Se alcanza una ratio de *pay-out* del 55 por 100.
- El total de fondos repartidos desde la constitución de la compañía asciende a casi 157 millones, un 34 por 100 del capital más la prima de emisión iniciales.
- La rentabilidad por dividendo (*yield*), medida sobre el precio medio ponderado de las transacciones registradas sobre la acción BME durante el ejercicio 2004, alcanza el 4 por 100. Medida sobre el nominal más prima de emisión por acción (6 euros), estaríamos hablando de una rentabilidad del 8 por 100.

Contratación de renta variable

Jorge Yzaguirre Scharfhausen

I. INTRODUCCIÓN

En este capítulo sobre renta variable se desarrolla la contratación de acciones, derechos de suscripción preferente, *warrants* y certificados. Este mercado ha experimentado un crecimiento considerable en los últimos años.

La renta variable ha experimentado notables cambios en su modelo de mercado. Indudablemente, el contexto internacional (y europeo en particular) ha sido y sigue siendo un condicionante fundamental en la evolución de este mercado tanto en términos cuantitativos como cualitativos. Más recientemente, en este sentido, un marco de referencia clave es la recién aprobada *Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MIFID)*, que influirá de forma decisiva en la evolución de los mercados de renta variable.

Mirando al pasado, el actual modelo de mercado de renta variable, en sus características básicas, es fruto de tal contexto armonizador en Europa, al que España no ha sido ajeno. De forma general, este modelo de mercado será descrito en este capítulo. Al mencionado modelo de mercado le avalan las cifras conseguidas por la renta variable en los últimos años en términos de efectivo negociado.

Como mercado específico de la renta variable española, se constituye en diciembre de 1999 el mercado Lati-bex, mercado de valores latinoamericanos que cotizan en euros. Este mercado se caracteriza porque en él cotizan (presencia de especialistas) y negocian valores cuyos mercados de origen están al otro lado del Atlántico con las normas de contratación, cánones y liquidación de la renta variable española. En este sentido, el mercado Latibex se constituye como un *punto único en Europa* que conecta el área euro con la realidad empresarial latinoamericana.

No podemos hablar de la renta variable española sin hacer mención al estandarte que mejor representa esta

línea de negocio; nos referimos al índice IBEX 35® como mejor indicador de tendencia de este mercado que sirve además como subyacente a significativos productos derivados.

De cara al futuro, la renta variable española enfrenta nuevos retos y desafíos, condicionados sin duda por el entorno europeo y por el cambiante panorama internacional. En este sentido, la renta variable se ve sin duda alguna beneficiada por el aprovechamiento de sinergias y la eficiencia que la constitución del grupo BME implica.

II. ENTORNO INSTITUCIONAL

El SIBE es la actual plataforma de contratación que comunica a las cuatro plazas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) y asegura un único punto de liquidez por valor. En este sentido, las instituciones más directamente relacionadas con el mercado español electrónico de renta variable son las siguientes:

Bolsa de Barcelona (Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, SAU). Tiene como objeto admitir, supervisar y administrar el mercado secundario oficial. Dicta las normas de contratación a sus miembros. Adicionalmente al mercado de renta variable y renta fija, negocia en exclusiva la deuda pública de Cataluña, realizando también la liquidación de la misma. Es propietaria al 100 por 100 del *Centro de Cálculo de Bolsa* (servicios informáticos), *Borsatel* (edición y comercialización de servicios y publicaciones bursátiles) y *Databolsa* (difusión de información de mercado y financiera).

Bolsa de Bilbao (Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao, SAU). Admite, supervisa y administra el mercado secundario oficial. A tal fin dicta normas de contratación a sus miembros. Además del mercado de

renta variable y renta fija, negocia en exclusiva la deuda pública del País Vasco, realizando también la liquidación de la misma.

Bolsa de Madrid (Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, SAU). Entre sus funciones está la admisión, supervisión y administración del mercado secundario oficial de renta variable, de renta fija privada y deuda pública. Es propietaria de las siguientes empresas: *Compañía Informática de Bolsa* (desarrollo informático de sistemas de contratación, dando soporte al sistema español además de a diferentes países latinoamericanos), *Visual Trader Systems, S.L.* (canaliza órdenes de instituciones financieras al mercado español y la transmisión de órdenes hacia mercados exteriores. Su participación es del 90 por 100), *Infobolsa* (participada al 50 por 100 por Bolsa de Madrid y 50 por 100 por Deutsche Börse; comercializa servicios de información en tiempo real de los mercados financieros).

Bolsa de Valencia (Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia, SAU). Tiene como objetivo admitir, supervisar y administrar el mercado secundario oficial. Es responsable de dictar las normas de contratación a sus miembros. Negocia, además de renta variable y de renta fija, los pagarés de la Generalitat Valenciana y obligaciones y bonos de Bancaja, que se liquidan en la propia Bolsa. Participa con el 10 por 100 en *Visual Trader Systems, S.L.*

Las cuatro bolsas españolas, de forma compartida con diferentes bolsas latinoamericanas, gestionan el Sistema Organizado de Negociación Latibex, Mercado de Valores Latinoamericanos en euros.

Sociedad de Bolsas, S.A. es una sociedad participada al 25 por 100 por las cuatro Bolsas españolas y tiene como objeto gestionar y operar el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). Esta compañía es la fuente primaria de los datos de mercado provenientes de las cuatro bolsas españolas. Supervisa y controla las actuaciones de los miembros del mercado, vela por el exacto cumplimiento de todas las normas técnicas y jurídicas aplicables al mismo, y adopta, en su caso, las medidas que sean necesarias para salvaguardar su efectividad inmediata. Es, asimismo, la sociedad que gestiona los índices IBEX®.

III. EL CONTEXTO INTERNACIONAL

El entorno internacional es cada vez más un factor condicionante cuando hablamos del sistema financiero español en general, y de la renta variable en particular. En efecto, los cada vez más interrelacionados mercados tienen el origen de sus características en las ya referidas globalización y modernización tecnológica. No

obstante, aun dentro del panorama internacional, la importancia cuantitativa y cualitativa de las bolsas es muy diferente, así como su evolución a lo largo del tiempo (gráfico 1).

La renta variable española está enmarcada necesariamente en el contexto europeo (área euro), y este hecho se plasma en la armonización de los modelos de mercado impulsada ya desde 1999 por las diferentes bolsas europeas. En efecto, el actual modelo de mercado tiene características (subasta de cierre, rangos estáticos y dinámicos, subastas por volatilidad, órdenes automáticas, etc.) armonizadas con el resto de bolsas europeas desde hace tiempo.

IV. FUNCIÓN FINANCIERA DE LA RENTA VARIABLE EN ESPAÑA

La función básica y tradicional que, en el sistema financiero español, ha tenido la renta variable española es la de poner en contacto a ahorradores y prestatarios, contribuyendo así al crecimiento de la economía ya que este mercado supone un medio de canalización del ahorro hacia la inversión productiva.

En este sentido, la renta variable española sirve como:

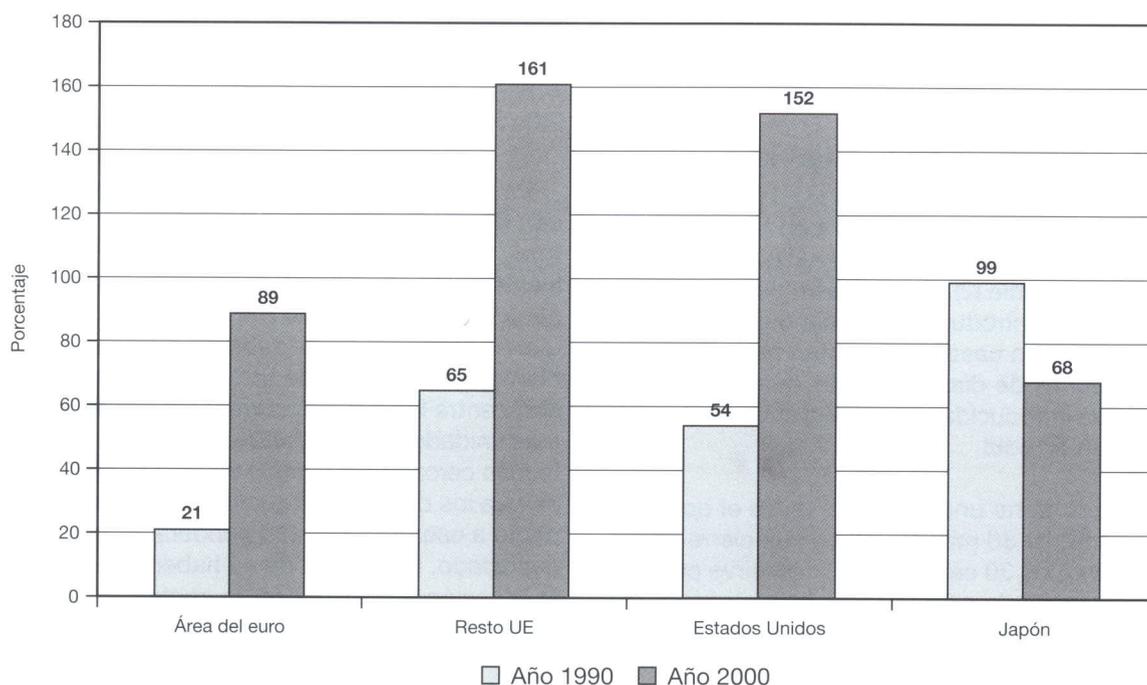
- Instrumento de financiación para las empresas.
- Instrumento de inversión para los ahorradores.

La compra/venta de acciones facilita la movilidad de la riqueza permitiendo a los compradores de valores mobiliarios la posibilidad de convertirlos en efectivo en el momento que lo deseen (y efectivo en valores para los vendedores), dada la elevada liquidez del mercado español.

Además, el mercado accionario español resuelve, cada vez con mayor eficiencia, el problema de la valoración de acciones a través de la libre conjunción de la oferta y la demanda; la transparencia informativa, en este sentido, es un compromiso constante del grupo BME, que apuesta por una gran transparencia del libro de órdenes, situándose a la cabeza de las plazas europeas en términos de transparencia (pre-negociación y post-negociación).

Por otro lado, la sencillez del producto por antonomasia de la renta variable, la acción (1), hace que este mercado haya calado desde hace años profundamente en la cultura financiera española. Esto significa que la función financiera de la renta variable no está acotada para grandes patrimonios y a reconocidos profesionales, sino que también el minorista conoce y participa activamente en este mercado.

GRÁFICO 1
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DE ACCIONES NACIONALES EN PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: WFE y BCE.

V. ACTUAL MODELO DE MERCADO

El actual modelo de mercado en la renta variable española es fruto del consenso armonizador en distintas plazas europeas como mencionamos anteriormente. Este modelo de mercado se estructura como sigue.

1. Estructura del modelo de mercado

En este epígrafe se describen las principales líneas estratégicas del modelo de mercado que se configura en torno al SIBE. El principal objetivo de este mercado es la adaptación a un mercado financiero europeo más integrado, la modernización del sistema de contratación y la adecuación a las nuevas necesidades que el entorno financiero actual demanda. El mercado español se caracteriza por ser un sistema dirigido por órdenes, si bien es cierto que, sobre algunos valores, existen proveedores de liquidez (especialistas). Es un mercado con información en tiempo real en sus pantallas y difusión automática de la información de la contratación, con lo que la transparencia está, por tanto, absolutamente garantizada.

Para la mayoría de las acciones que cotizan en el SIBE, la modalidad de contratación general se basa en un mer-

cado continuo dirigido por órdenes, con una subasta de apertura al inicio de la sesión y con una subasta de cierre al final de ésta.

Para los valores menos líquidos, existe una modalidad de contratación diferente (*modalidad de fijación de precios únicos: fixing*) a través de la cual los valores que en ella cotizan están prácticamente toda la sesión en subasta, existiendo dos períodos de asignación de títulos.

Además, existen diferentes segmentos del mercado que, con mecanismos de contratación específicos, tratan de cubrir las peculiaridades que ciertos valores tienen, y permiten la diversidad en un mercado que, por otra parte, descansa sobre un mismo sistema electrónico. Estos segmentos son el *nuevo mercado* (cuya principal particularidad es que está compuesto por valores de empresas tecnológicas de alta volatilidad) y el segmento Latibex (compuesto por valores latinoamericanos que cotizan en euros en el SIBE).

También existe un mercado que permite comunicar operaciones de gran volumen durante la sesión abierta del mercado de órdenes, que es el *mercado de bloques*.

Por último, existe un *mercado de operaciones especiales* después del cierre del mercado de órdenes,

mediante el cual se comunican operaciones autorizadas o comunicadas que deben cumplir unos requisitos de efectivo y precio.

2. Fases del mercado para la contratación continua

2.1. Inicio de la sesión (subasta de apertura)

El inicio de la sesión comienza con la subasta de apertura, que es una fase en la que el libro de órdenes es parcialmente visible (2). Durante este período los participantes pueden introducir, modificar o cancelar órdenes pero, en ningún caso, se ejecutan negociaciones. Todas las órdenes de días anteriores que permanecen en el libro y las introducidas durante la subasta de apertura participan en ésta.

Este período tiene una duración (para el *open* y el *nuevo mercado*) de 30 minutos (3) con un cierre aleatorio (*random end*) de 30 segundos, el cual sirve para evitar manipulaciones de precios. Tras este cierre aleatorio, se produce la asignación de títulos, en la cual se negocian los títulos susceptibles de ser ejecutados al precio de equilibrio fijado en la subasta. Mientras este proceso de asignación se produce, no se pueden introducir, modificar, ni cancelar órdenes. No obstante, puede producirse excepcionalmente una extensión de la subasta de apertura.

Una vez finalizada la asignación de títulos, los miembros reciben información detallada de la ejecución total o parcial de sus órdenes. Todas las órdenes no ejecutadas en la asignación de títulos permanecerán en el libro de órdenes. El mercado es informado del precio de apertura, del volumen negociado, de la hora de cada negociación y de la identidad de los miembros contratantes. A partir de ese momento, comienza la situación de mercado abierto.

2.2. Mercado abierto

En este período, las órdenes podrán ser introducidas, modificadas o canceladas realizándose, en su caso, negociaciones al precio que, en cada caso, se fije según las reglas de ejecución del mercado abierto, que, en general, siguen el criterio de prioridad de precio y prioridad temporal de las órdenes. El horario del mercado abierto para el *open* y el *nuevo mercado* es de 9:00 a 17:30 horas. En el caso del segmento de contratación Latibex (4), el mercado abierto es de 11:30 a 17:30 horas.

El libro de órdenes es abierto y conocido para los miembros del mercado (está identificado el código del

miembro comprador y del miembro vendedor). Durante el período de mercado abierto, se van produciendo negociaciones. No obstante, este período puede interrumpirse temporalmente debido a que se produzca una subasta de volatilidad.

2.3. Fin de la sesión (subasta de cierre)

La sesión finaliza con una subasta de cinco minutos, con las mismas características que la subasta de apertura, entre las 17:30 y las 17:35 horas, con un cierre aleatorio de 30 segundos. El precio resultante de esta subasta es el precio de cierre de la sesión. En caso de que no exista precio de subasta, o bien de que se negocien en ésta menos de 500 títulos, el precio de cierre será, entre los precios correspondientes a las 500 últimas unidades de contratación negociadas, el que resulte más cercano a su precio medio ponderado y, en caso de que los dos precios guarden la misma diferencia respecto a ese precio medio ponderado, el último de ellos negociado. En el caso de no haberse negociado durante la sesión 500 unidades de contratación, el precio de cierre será el de la sesión anterior. No obstante, puede producirse excepcionalmente una extensión de la subasta de cierre.

La subasta de cierre se introdujo en el SIBE el 1 de junio de 2000 con el fin de establecer un sistema más eficiente en la fijación de precios de cierre.

2.4. Modalidad de fijación de precios únicos: fixing

La modalidad de fijación de precios únicos —*fixing*—, consiste en un mercado reservado para valores con menor liquidez, y su sistema de contratación se basa en subastas. En concreto, se realizan dos subastas.

— *Primera subasta*: desde el comienzo de la subasta de apertura del *open* (8:30 horas) hasta las 12 horas (con un cierre aleatorio de 30 segundos).

— *Segunda subasta*: desde el final de la asignación de la primera subasta hasta las 16 horas (con un cierre aleatorio de 30 segundos).

Se difundirá la misma información que en las subastas del mercado *open*. Durante este período, los participantes pueden introducir, modificar o cancelar órdenes. Los participantes en el mercado reciben información del precio de la subasta, y si éste existiese, del volumen asociado a ese precio a la compra y a la venta. Si no existiese precio de subasta, se mostraría el mejor precio de compra y de venta con volúmenes asociados. El libro de órdenes no es accesible en esta fase.

En todo caso, estas subastas se rigen por las mismas normas que rigen, en general, para todas las subastas.

2.5. Mercado de bloques

El mercado de bloques permite comunicar operaciones de gran volumen de títulos de 9:00 a 17:30 horas (5) distinguiéndose dos modalidades.

— Valores incluidos en el IBEX 35®: bloques convenidos.

— Todos los valores: bloques parametrizados.

La distinción entre estas dos modalidades son los diferentes criterios de volumen y horquilla requeridos para realizar operaciones de bloques en cada una de estas categorías.

2.6. Mercado de operaciones especiales

Es un mercado de comunicación de operaciones autorizadas o comunicadas que deben cumplir unos requisitos de efectivo y horquilla en sus precios. Este mercado se abre a las 17:40 y permanece abierto hasta las 20:00 horas. En este mercado también se introducen las operaciones procedentes del ejercicio o vencimiento de los contratos de opciones y futuros contratados en MEFF RV, así como operaciones vinculadas con el mercado de productos derivados sobre acciones españolas (conocidas como operaciones delta).

3. Tipología de órdenes

3.1. Tipología básica de órdenes

— *Órdenes de mercado*: son órdenes en las que no se especifica límite de precio y que negociarán al mejor precio del lado contrario del libro de órdenes al ser introducidas. Si la orden no se ejecuta en su totalidad contra la primera orden del lado contrario, seguirá ejecutándose a tantos precios del lado contrario como sea necesario hasta ser completada (6).

Estas órdenes pueden introducirse tanto en subastas como en mercado abierto. Si una orden de mercado no se negocia en la subasta, permanece en el libro como «orden de mercado». Si no existe contrapartida para una orden de mercado, ésta se situará en el libro de órdenes en espera de contrapartida.

— *Órdenes por lo mejor*: son órdenes sin precio que quedan limitadas al mejor precio del lado contrario del

libro de órdenes. Si el valor está en mercado abierto y no hay ninguna orden en el lado contrario, la orden es rechazada. Si la orden se introduce cuando el valor está en subasta, participa en ésta con la misma prioridad que una orden de mercado.

Las órdenes por lo mejor no activan subastas por volatilidad.

— *Órdenes limitadas*: son órdenes a ejecutar a su precio límite o mejor. Si es de compra, se ejecutará a ese precio o a un precio inferior que haya en el lado contrario del libro. Si es de venta, se ejecutará al precio límite o a un precio superior que haya en el lado contrario del libro.

Estas órdenes permiten:

— expresar el deseo de negociar hasta/desde un precio determinado;

— ejecutar una orden contra órdenes existentes en el mercado a un precio no peor que el precio límite y dejar el resto en el mercado al precio límite.

Estas órdenes pueden introducirse tanto en mercado abierto como en subastas. Las órdenes limitadas se ejecutan a los mejores precios del lado contrario del libro del mercado (siempre y cuando estos precios sean iguales o mejores al precio de la orden limitada entrante). Una vez situada en el libro de órdenes, la orden limitada es siempre ejecutada a su precio límite (excepto si es incluida en una subasta y su precio es más favorable que su precio límite).

3.2. Condiciones de ejecución de órdenes en mercado abierto

Las órdenes limitadas, las órdenes por lo mejor y las órdenes de mercado pueden tener las siguientes condiciones de ejecución:

— *Ejecutar o anular*: esta orden se ejecuta inmediatamente por la cantidad posible y el sistema rechaza el resto del volumen de la orden.

— *Volumen mínimo*: esta orden, en el momento de su entrada en el mercado, debe ejecutar una cantidad mínima especificada. Si no ejecuta esa cantidad mínima, es rechazada por el sistema.

— *Todo o nada*: esta orden debe ser ejecutada en su totalidad al ser introducida o rechazada antes de negociar. Esta orden es un tipo especial de orden con volumen mínimo en la que dicho volumen mínimo es igual al total de la orden.

Éstas son condiciones de ejecución instantánea y no pueden ser introducidas en las subastas. Las órdenes con condiciones *ejecutar o anular y todo o nada* no activan subastas de volatilidad. Las órdenes con condición de *volumen mínimo* pueden activar subastas de volatilidad si antes de llegar al precio de activación de la interrupción por volatilidad han negociado el mínimo establecido en la orden.

3.3. Órdenes de volumen oculto

Estas órdenes permiten a los participantes introducir órdenes sin revelar la cantidad completa al mercado. Esta posibilidad es especialmente interesante para órdenes de gran tamaño. De esta manera, el operador puede evitar movimientos de precios adversos.

Al introducir la orden, el operador debe mostrar una parte del volumen de la orden (mostrado), que será como mínimo de 250 títulos. Este volumen mostrado es incluido en el libro de acuerdo con el momento de su introducción.

La entrada de nuevos volúmenes mostrados (lotes) de una orden de volumen oculto sólo mantiene prioridad de precios, no la prioridad de tiempo. Una vez que el volumen mostrado es negociado, salta al mercado otro lote (con un volumen igual al mostrado especificado) como una orden nueva.

Si en un momento hay varias órdenes de volumen oculto en el libro de órdenes de un valor, los volúmenes mostrados se sitúan en el libro de órdenes de acuerdo con su prioridad precio-tiempo.

Asimismo, es necesario señalar que, en las subastas, las órdenes de volumen oculto participan con su volumen total. Por otra parte, las órdenes de volumen oculto pueden llevar las condiciones de ejecución: *ejecutar o anular, todo o nada y volumen mínimo*.

4. Plazos de vigencia de las órdenes

Las órdenes en el SIBE pueden tener los siguientes plazos de vigencia:

— *Válidas por un día*: tienen una validez hasta el fin de la sesión en curso. En caso de no negociarse en el transcurso de la sesión, la orden o el resto no negociado se cancela automáticamente.

— *Válidas hasta una fecha*: tienen una fecha concreta a ser introducida por el operador (como máximo será de 90 días de calendario). Al cierre de la sesión de dicha

fecha introducida por el operador, se cancelará automáticamente la orden o resto no negociado.

— *Válidas hasta su cancelación*: serán válidas durante 90 días de calendario, transcurridos los cuales, la orden o resto no negociado se cancelará automáticamente.

Las órdenes con plazo de validez superior al día mantendrán su prioridad en el sistema en función de su precio y tiempo de introducción con respecto a las órdenes que se manifiesten en el transcurso de la sesión.

5. Modificación de las órdenes

Una vez introducida una orden en el sistema, se le asignará un número de orden, que permanece invariable durante toda su vida. A cada modificación que se realice de una orden le corresponderá un nuevo número de historia, que se genera de forma consecutiva para poder seguir su evolución. En los casos en los que la modificación de una orden tenga un impacto sobre la prioridad de ésta, ello implicará la generación de un nuevo número de prioridad.

6. Unidades de precio (*tick*)

La contratación se realizará en euros, con dos decimales. En el mercado de órdenes, nuevo mercado y Latibex, los precios podrán variar en la forma siguiente:

- Valores hasta 50 euros: de 0,01 en 0,01 euros.
- Valores más de 50 euros: de 0,05 en 0,05 euros.

En la modalidad de bloques, se admitirá cualquier precio (expresado en seis enteros y dos decimales).

7. Capacidad de negociación de los participantes

En cuanto a la capacidad de negociación de los participantes, podemos distinguir entre órdenes por cuenta ajena o por cuenta propia:

- órdenes por cuenta ajena (orden de terceros);
- órdenes por cuenta propia.

En cualquier caso, el participante (miembro del mercado) que introduce la orden es responsable de ella.

8. Reglas básicas de negociación

8.1. Subastas. Reglas de fijación del precio de equilibrio

En cuanto a las reglas de fijación del precio de equilibrio que rigen en las subastas, éstas quedan establecidas según las siguientes cuatro reglas:

1) Se elige el precio al que se negocie un mayor número de títulos.

2) Si hay dos o más precios a los cuales puede negociarse un mismo número de títulos, el precio será el que deje menor desequilibrio. El desequilibrio se define como la diferencia entre el volumen ofrecido y el volumen demandado susceptible de negociarse a un mismo precio.

3) Si las dos condiciones anteriores coinciden, se escogerá el precio del lado que tenga mayor volumen (mayor peso).

4) Si las tres condiciones anteriores coinciden, se escogerá como precio de la subasta el más cercano al último negociado. En el caso de que dicho precio esté dentro de la horquilla de los precios potenciales de subasta (mayor y menor límite), se tomará el último negociado. Si no hay último precio, o éste se encuentra fuera de la horquilla de precios del rango estático, se elegirá como precio último el precio estático (consultar epígrafe V.9).

8.2. Mercado abierto. Reglas básicas de negociación

En mercado abierto, rigen varios criterios básicos que se resumen en los siguientes puntos:

— *Prioridad precio-tiempo de las órdenes*: las órdenes se sitúan en el libro atendiendo a esta prioridad, que consiste en que las órdenes que tienen mejor precio (más alto en compras y más bajo en ventas) se sitúan en primer lugar. A igualdad de precio, las órdenes que se sitúan en primer lugar (y, por tanto, tienen prioridad), son aquellas que se han introducido primero (más antiguas).

— *Mejor precio del lado contrario*: las órdenes entrantes en el sistema se ejecutan al mejor precio del lado contrario, esto es, si es una orden de compra susceptible de ser negociada, se negociará al/los precio/s de la/s primera/s orden/es que esté/n situada/s en el lado de las ventas del libro de órdenes. Igualmente, si una orden de venta se introduce en el sistema y es susceptible de ser negociada en ese momento, se realizará la operación al/los precio/s de la/s primera/s orden/es que esté/n situada/s en el lado de las compras del libro.

9. Subastas por volatilidad y rangos de precios

9.1. Subastas por volatilidad

La duración de las subastas por volatilidad en el SIBE es de cinco minutos más un cierre aleatorio de 30 segundos, durante los cuales en cualquier momento, y sin previo aviso, se acaba la subasta y se produce el proceso de asignación de títulos (cruce de operaciones al precio de equilibrio calculado en la subasta). Es necesario señalar que las subastas por volatilidad nunca tienen extensión; tan sólo tienen posible extensión la subasta de apertura y la subasta de cierre (7).

Las subastas por volatilidad se pueden producir por ruptura del rango estático o por ruptura del rango dinámico.

9.2. Rangos estáticos y dinámicos

Los rangos estáticos y dinámicos se calculan con la volatilidad histórica más reciente de los valores. Son únicos por valor, con lo que se tienen en cuenta las especificidades propias de cada valor de acuerdo a su comportamiento más reciente. Estos rangos son públicos y serán actualizados periódicamente, con lo que se irán ajustando a las nuevas características que cada valor adquiera a medida que pasa el tiempo.

— *Rangos estáticos*: definen la variación máxima permitida (simétrica) respecto del precio estático, y se expresan en porcentaje. El precio estático es el precio fijado en la última subasta —precio de asignación de la subasta (8)—. Los rangos estáticos están activos durante toda la sesión.

Existen unas categorías estandarizadas de posibles rangos estáticos y éstas son las siguientes: 4, 5, 6, 7 y 8 por 100, existiendo un rango excepcional del 10 por 100 para los valores pertenecientes al nuevo mercado —valores con elevado potencial de crecimiento y alta volatilidad (9)—.

— *Rangos dinámicos*: definen la variación máxima permitida (simétrica) respecto del precio dinámico, y se expresan en porcentaje. El precio dinámico es el precio fijado en la última negociación; puede ser el resultado de una subasta (momento en el que coincidirá con el precio estático) o de una negociación realizada en mercado abierto. Existen unas categorías estandarizadas sobre posibles rangos dinámicos y éstas son las siguientes: 1; 1,5; 2; 2,5; 3; 3,5; 4 y 8 por 100. Los rangos dinámicos sólo estarán activos en mercado abierto y en subasta de cierre.

No obstante, aunque el funcionamiento de estos rangos va a ser el habitual del mercado, excepcionalmen-

te la Comisión de Contratación y Supervisión podrá modificar tales rangos para un valor, segmento o, en su caso, para el conjunto del mercado cuando las condiciones de ese momento así lo exijan.

Es necesario señalar que, por definición, los rangos dinámicos son inferiores o iguales a los rangos estáticos (nunca superiores). Asimismo, se establece un rango estático único y excepcional del 10 por 100 para los valores que componen el nuevo mercado y se establece también un rango único (tanto estático como dinámico) del 8 por 100 para los valores que componen Latibex —segmento de contratación para valores latinoamericanos que cotizan en euros (10).

9.3. Subastas por volatilidad por rango estático

La subasta por volatilidad por rango estático se inicia como consecuencia de que un valor intente negociar en uno de los límites (superior o inferior) definidos por el rango estático de precios —máxima variación simétrica respecto al precio estático (11).

9.4. Subastas por volatilidad por rango dinámico

La subasta por volatilidad por rango dinámico se produce como consecuencia de que un valor intente negociar en uno de los límites (superior o inferior) o fuera de estos límites definidos por el rango dinámico de precios —máxima variación simétrica respecto al precio dinámico (12).

9.5. Extensiones de subasta de apertura y de cierre

Tanto la subasta de apertura como la de cierre pueden tener extensiones. Las extensiones de subasta tienen una duración de dos minutos más un cierre aleatorio de 30 segundos. Como se ha señalado anteriormente, las subastas por volatilidad nunca tienen extensiones.

Antes de pasar a detallar cómo se producen las extensiones de subasta, vamos a señalar una situación que puede ocurrir en la que, bien por rango estático o por dinámico, salta una subasta por volatilidad en un período de tiempo inferior a cinco minutos del inicio de la subasta de cierre; esta subasta por volatilidad solapará con la de cierre general del mercado.

¿Por qué puede pasar un valor (o conjunto de valores) a extensión de subasta de apertura? Si el precio resultante de la subasta de apertura está en el límite del rango estático, dicho valor pasa a extensión de subasta de apertura (dos minutos adicionales de subasta más el cierre aleatorio).

Por otro lado, ¿cuándo se queda un valor (o conjunto de valores) en extensión de subasta de cierre? Si el precio resultante de la subasta de cierre está en el límite del rango estático, o en el límite o fuera del rango dinámico (13), dicho valor pasa a extensión de subasta de cierre —dos minutos adicionales de subasta más el cierre aleatorio (14).

10. Difusión de la información (*trader-feer*)

El SIBE dispone de un sistema de difusión de información especializada destinado a difundir en tiempo real información detallada de lo que sucede en el mercado, tanto desde el punto de vista de las negociaciones que se van sucediendo en éste como del libro de órdenes del sistema. Este objetivo se justifica con la intención de proveer un servicio que refleje fielmente la transparencia del mercado, como así ha sido desde la puesta en marcha del mercado continuo español.

Este flujo de información incluye, desde el punto de vista de contenidos, una detallada descripción de todas las acciones relevantes que se producen en el mercado, tanto desde la perspectiva de la propia contratación como desde la de comunicados y hechos relevantes.

Así, este flujo de información informa en tiempo real a las entidades receptoras de cada negociación que se produce en el mercado, de cada alteración que tiene el índice IBEX 35®, o cualquier índice gestionado en el sistema SIBE, y de la evolución que va teniendo el libro de órdenes a lo largo de la sesión.

Se ofrecen los siguientes contenidos:

— *Negociaciones/retrocesiones*: se emitirá un mensaje cada vez que se produzca una negociación/retrocesión, tanto en el mercado principal de órdenes como en el mercado de operaciones especiales y/o bloques. Se informa del precio de la negociación, del volumen de ésta, y de los miembros intervinientes en ella.

— *Libro de órdenes*: se emitirá un mensaje cada vez que se produzca un cambio en las mejores veinte posiciones de compra y/o venta. En este sentido, la información agrupada por precios se emitirá en mensajes que aglutinan grupos de cinco precios. En el caso de la información detallada de órdenes, se emitirán mensajes que incluirán todas las posiciones, hasta veinte, del lado de las compras y/o de las ventas en función de los cambios acontecidos.

— *Información de índices*: se emitirán mensajes denominados de situación que incluirán la información relevante de todos los índices que se gestionan en el

mercado continuo, con detalle de valores de éstos y volúmenes contratados por las entidades que componen cada índice.

VI. CIFRAS CLAVE DE LA RENTA VARIABLE ESPAÑOLA

En términos de volumen negociado, la renta variable española ha experimentado un gran crecimiento, que supone un aval tanto cuantitativo como cualitativo al modelo de mercado ya descrito. En términos cuantitativos, el gráfico 2 muestra cuál ha sido el crecimiento experimentado por el efectivo negociado anual de la renta variable española, así como el número de operaciones efectivamente realizadas en este mercado.

Este crecimiento sostenido del volumen negociado se ha visto incrementado sustancialmente en el ya cerrado año 2004. En efecto, si hacemos una comparación entre las principales bolsas europeas continentales del efectivo negociado, así como del número de operaciones cruzadas, obtenemos unos resultados muy positivos para el caso español (gráfico 3).

Continuando con cifras que sustentan el mercado de la renta variable en España, hay que hacer mención al

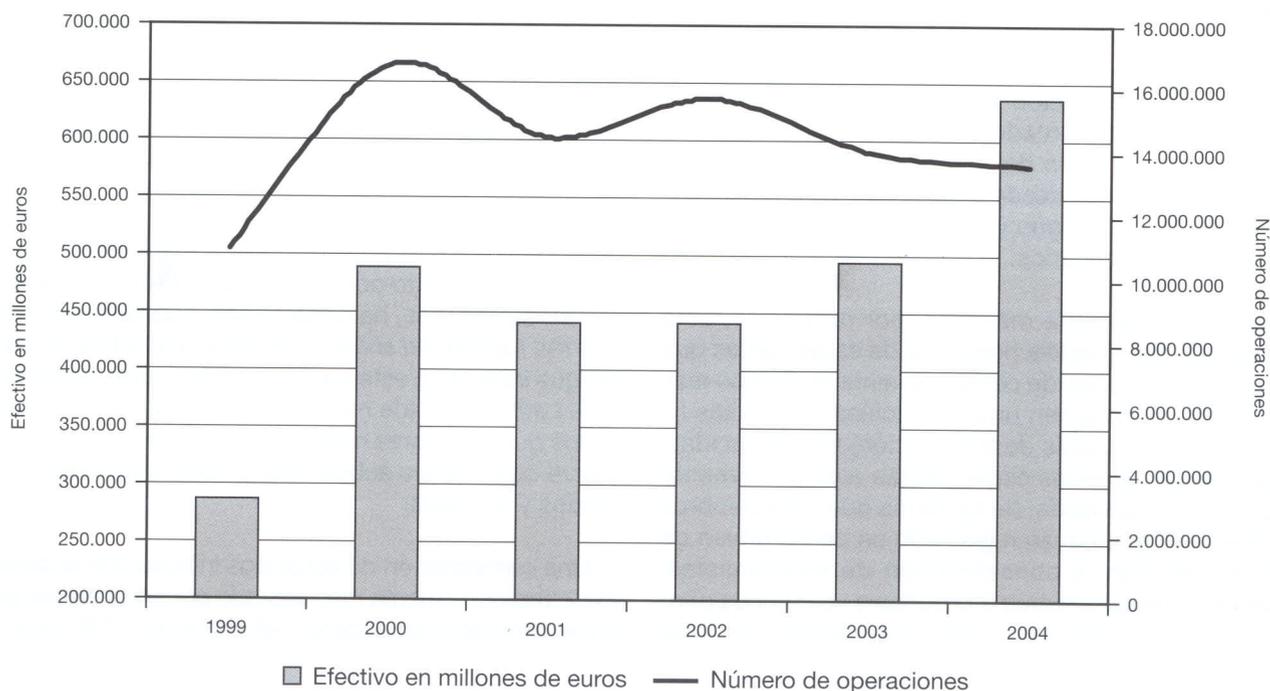
número de incorporaciones (salidas a Bolsa) que se ha producido últimamente. Por hablar de los años más recientes, durante el período 2002-2004 se han incorporado a la renta variable un total de siete compañías (15) con una capitalización total (a 30 de diciembre de 2004) de 26.600 millones de euros. Algunas de estas compañías, por otro lado, han logrado obtener una elevada liquidez, como así lo demuestra el hecho de que varias de ellas pertenecen actualmente al IBEX 35®.

En términos cualitativos, estas cifras suponen el reconocimiento y la confianza que los inversores (nacionales y extranjeros) han depositado de forma creciente en la renta variable española. En este sentido, cabe destacar que el 26 por 100 de la propiedad de las acciones españolas la ostentan inversores individuales y el 35 por 100 de las acciones españolas pertenece a inversores no residentes, porcentajes muy superiores a la media europea según la Federación Europea de Bolsas (WFE).

VII. UN MERCADO ÚNICO EN EUROPA: EL MERCADO LATIBEX

En 1999 nace el mercado Latibex: mercado de valores latinoamericanos que cotizan en euros en el SIBE. Además de ser el único mercado internacional sólo para

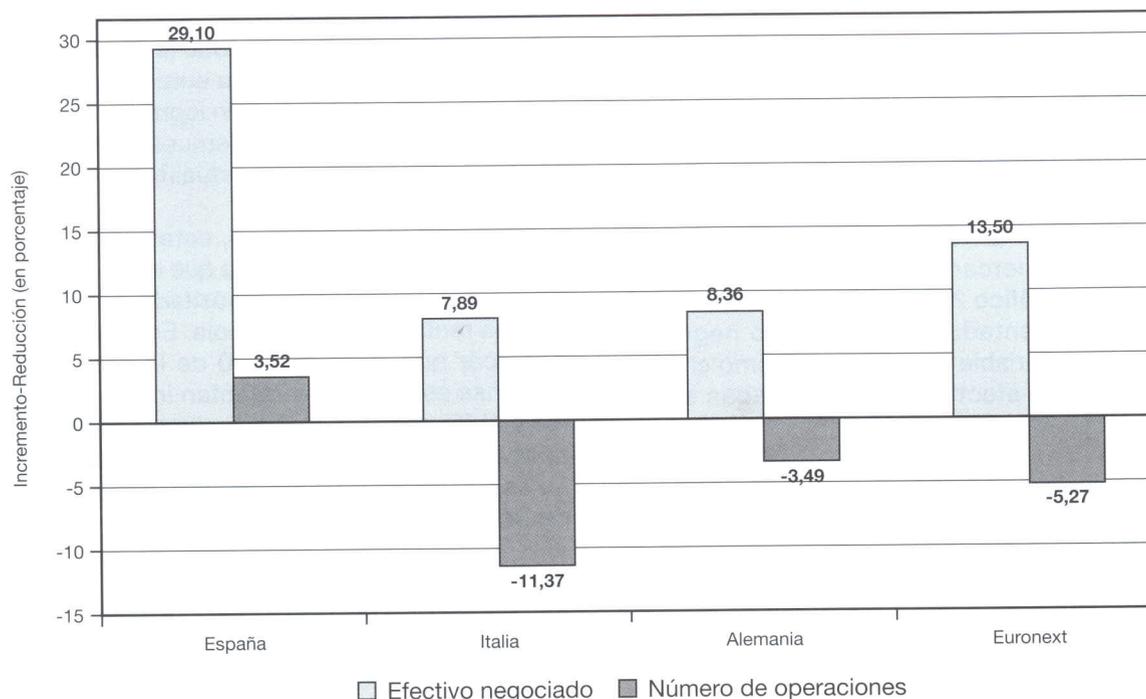
GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN ANUAL DE LA RENTA VARIABLE (1999-2004)



Fuente: Sociedad de Bolsas, S.A.

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN 2003-2004 (PORCENTAJE DE VARIACIÓN DE 2003 A 2004) EN EFECTIVO Y NEGOCIACIONES



Fuente: Borsa Italiana, Deutsche Börse, Euronext y Sociedad de Bolsas, S.A.

valores latinoamericanos, es (como se ha dicho en la introducción) el tercer mercado por capitalización de Latinoamérica, después de Brasil y México.

En este mercado actualmente cotizan 34 compañías de México, Brasil, Chile y Perú. Los costes, acceso, moneda, compensación y liquidación, así como las garantías de este mercado, son exactamente los mismos que para el resto de valores de la renta variable española, con lo que desde la zona euro se pueden realizar operaciones según los estándares europeos en valores latinoamericanos.

La liquidez de este mercado, por otra parte, está garantizada por la activa presencia de especialistas que proveen cotizaciones de compra y venta en tiempo real, con lo que se obtienen unas horquillas de precios (y, por tanto, unos costes de transacción) muy reducidas. La actuación de estos especialistas está plenamente regulada y supervisada, de tal forma que los miembros del mercado que hayan registrado un compromiso de liquidez tendrán la consideración de especialistas, teniendo unos parámetros (horquillas y volúmenes principalmente) y unos requisitos que cumplir en todo momento en el mercado. Estos parámetros serán diferentes dependiendo de que el mercado para ese valor esté en subasta o se trate de una situación de mercado abierto. En todo momento, el Departamento de

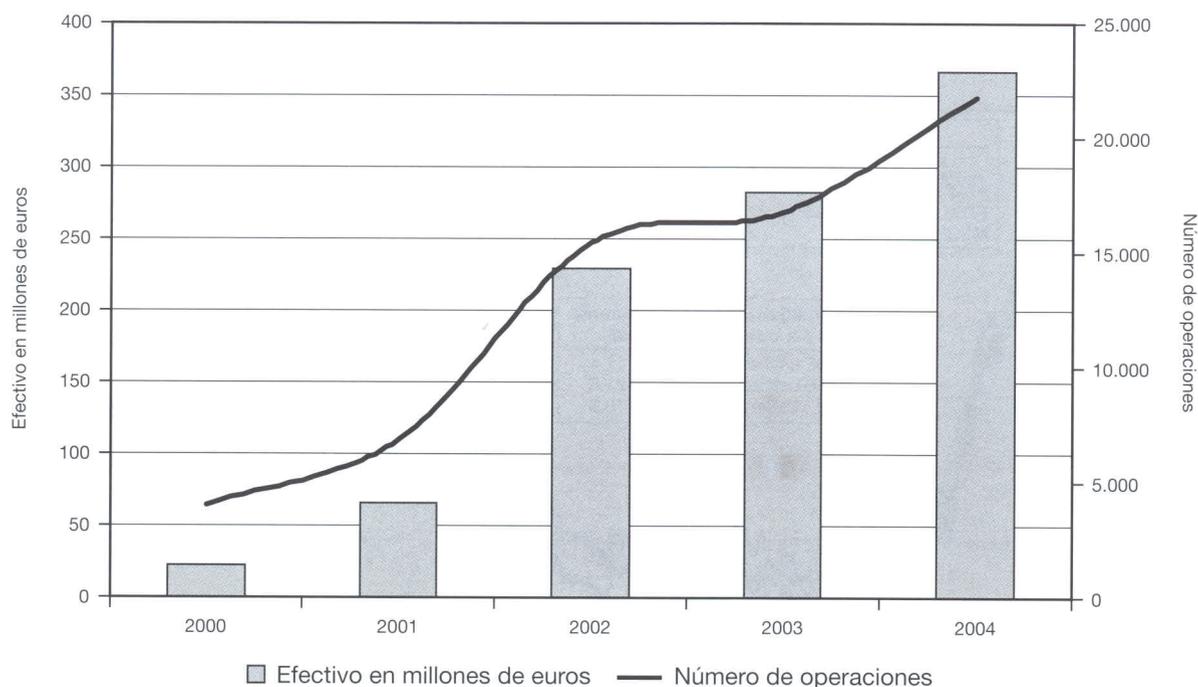
Supervisión velará por el cumplimiento de las obligaciones contractuales adquiridas por el especialista.

En cuanto a la evolución anual de este mercado en términos de efectivo negociado (2000-2004), el gráfico 4 muestra unos resultados que son contundentes sobre el crecimiento en la contratación que ha experimentado este mercado (una tasa media anual de crecimiento en efectivo negociado del 127 por 100).

Además, la tendencia y la evolución de este mercado vienen representadas por dos índices bursátiles que el grupo BME, junto con la prestigiosa entidad de índices bursátiles FTSE, ha desarrollado. Hablamos del índice FTSE *Latibex All share*, que agrupa a todos los valores que integran a este mercado, y del índice negociable FTSE *Latibex Top* (de más reciente creación), que agrupa los quince valores más representativos del mercado, y sirve como activo subyacente y como *benchmark* para fondos y *warrants*.

Una comparación de estos dos índices con el *benchmark* tradicionalmente más utilizado por los analistas para el mercado latinoamericano —el índice MSCI (16) Latam— se muestra en el gráfico 5. En términos de rentabilidad, ambos índices superan al MSCI Latam durante el período 2002-2004, y las correlaciones de estos índices con el referido MSCI son muy elevadas (en torno al 75 por 100).

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN ANUAL DEL MERCADO LATIBEX (2000-2004)



Fuente: Sociedad de Bolsas, S.A.

Sin duda alguna, las expectativas de este mercado para el futuro son optimistas de acuerdo con su patrón de crecimiento, y con el de sus índices de referencia seguidos hasta el momento.

VIII. EL IBEX 35®: INSTRUMENTO DE REFERENCIA DE LA RENTA VARIABLE

El IBEX 35® se configura como el índice de referencia de la renta variable española. Es el índice oficial del mercado continuo español, está compuesto por los 35 valores más líquidos del mercado español y sirve además como subyacente de productos tales como fondos, depósitos, *warrants*, futuros y opciones.

El IBEX 35® es un buen indicador de tendencia del mercado, y es representativo del mercado español de renta variable, como así lo demuestran las cifras mostradas en el gráfico 6.

El logro de este índice se basa en el hecho de que con relativa poca capitalización sobre el total del mercado (el 66 por 100), consigue acaparar casi el 95 por 100 del efectivo total negociado en éste (datos de 2004).

Sobre el IBEX 35® decide el Comité Asesor Técnico, quien no solo supervisa el correcto cálculo y funciona-

miento de los índices, sino que también elige a los valores que forman parte de él así como los que dejan de hacerlo. Este Comité estudia y aprueba las redefiniciones de los índices IBEX® basándose en su liquidez (17).

Si hacemos una comparación de este índice con otros índices internacionales, obtenemos resultados similares a otros índices europeos (gráfico 7).

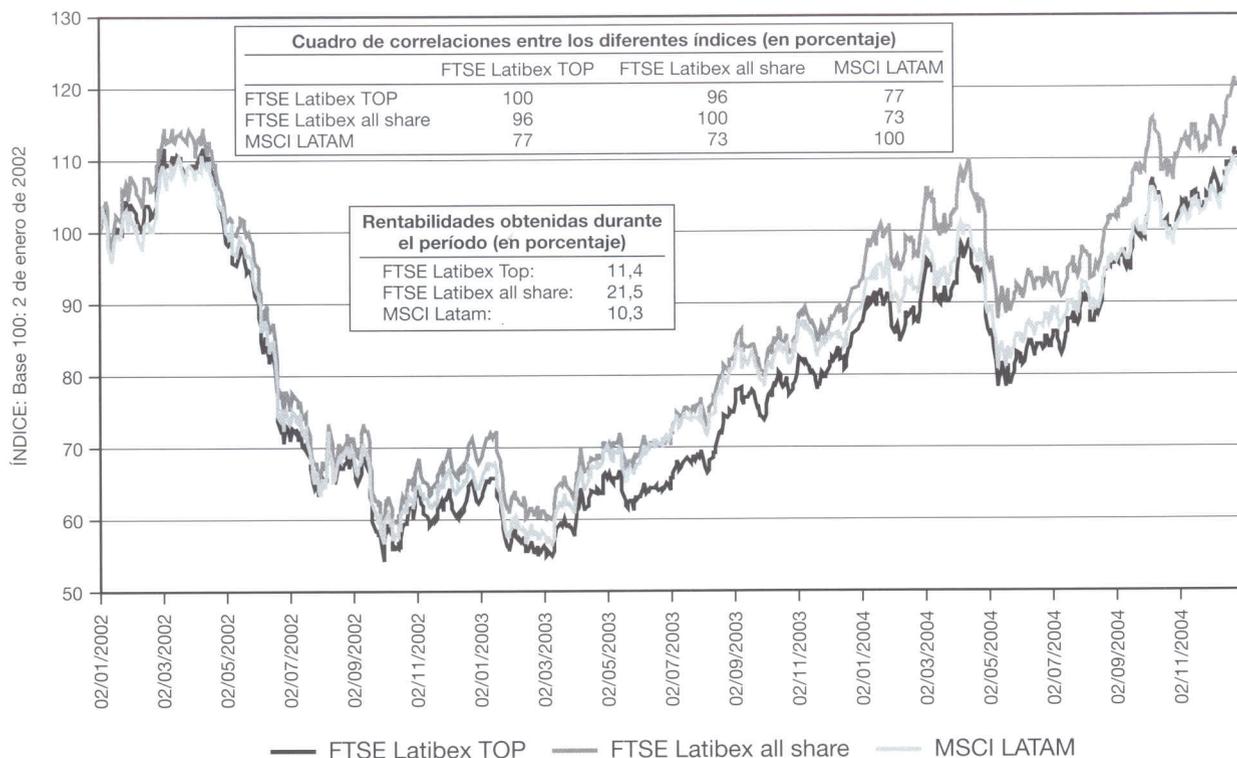
El gráfico 7 muestra, en primer lugar, que la liquidez (medida como el *spread* efectivo) del IBEX 35® está en línea con otros mercados europeos (18). Esto es cierto para los índices tomados con todos sus valores, así como si consideramos solamente los 30 valores de mayor ponderación de cada índice respectivo (segundas columnas del gráfico).

Esto significa que, a pesar de tendencias coyunturales de unos índices respecto a otros, parece claro que el IBEX 35® se configura como uno de los principales *benchmarks* europeos para la renta variable, como así lo demuestra su aceptable liquidez.

Como conclusión, se puede decir que el IBEX 35® «ha cumplido hasta ahora, de manera sobresaliente, la principal función para la que fue creado, que no era otra que la de ser un índice cotizante que representase adecuadamente el mercado bursátil español» (19).

GRÁFICO 5

**COMPARATIVA DE ÍNDICES LATINOAMERICANOS:
FTSE LATIBEX TOP, FTSE LATIBEX ALL SHARE Y MSCI LATAM
(ENERO 2002 A DICIEMBRE 2004)
Base 100: 2 de enero de 2002**



Fuente: Bloomberg y Sociedad de Bolsas, S.A.

GRÁFICO 6

**REPRESENTATIVIDAD DEL IBEX 35®
(En porcentajes)**



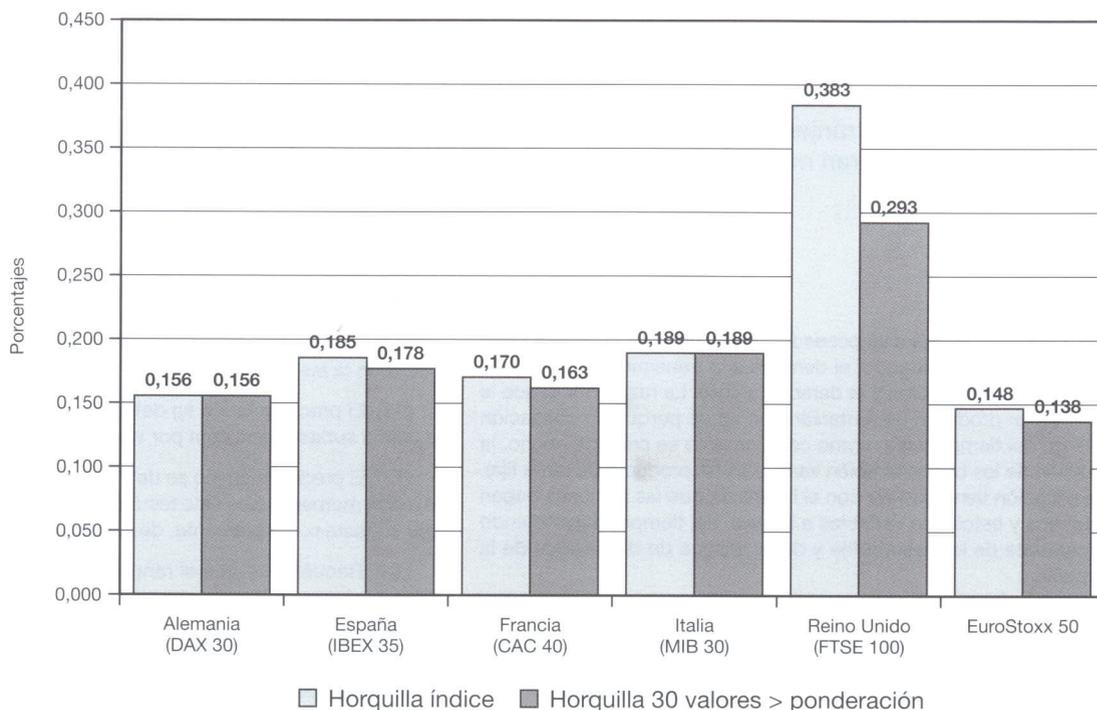
Datos anuales 2004 (capitalización a 31 diciembre).

Fuente: Sociedad de Bolsas, S.A.

GRÁFICO 7

SPREADS EFECTIVOS (*) DE DISTINTOS PAÍSES EUROPEOS (20/02/2003 - 24/04/2003)

PARA CADA ÍNDICE:
PRIMERA COLUMNA:
 SPREAD EFECTIVO DEL ÍNDICE
SEGUNDA COLUMNA:
 SPREAD EFECTIVO DE LOS 30 VALORES CON MAYOR PONDERACIÓN EN EL ÍNDICE



(*) *Spread efectivo*: ha sido calculado con datos intradía de los valores pertenecientes a los diferentes índices en un período de cálculo de dos meses (20 febrero a 24 abril 2002). Con esta muestra, la horquilla calculada es una media de la *horquilla de los valores* (ponderados por su representatividad en el índice respectivo). La *horquilla de los valores* está calculada con la siguiente fórmula: $\{(Ask - Bid)/[(Ask + Bid)/2]\} \times 100$.
 Fuente: Sociedad de Bolsas, S.A.

IX. EL MÓDULO DE WARRANTS, CERTIFICADOS Y OTROS PRODUCTOS: UN MERCADO EN EXPANSIÓN

El 11 de noviembre de 2002 se lanzó el módulo de *warrants*, certificados y otros productos en el SIBE. Dentro del SIBE, el modelo de mercado de este módulo difiere en algunos aspectos del existente en el mercado de acciones; en concreto, la presencia de los especialistas es mucho más importante que para las acciones (en la actualidad, sólo presentes en el mercado Latibex). Este hecho es lógico si consideramos que el mercado de *warrants*, certificados y otros productos es un mercado de valoración (los especialistas están valorando en tiempo real los productos que están a su cargo, dotando al mercado de cotizaciones de compra y venta).

En cuanto al tipo de producto característico de este mercado, los *warrants*, certificados y otros son productos cuya evolución y valoración está vinculada a un activo subyacente que normalmente suele ser una acción, un índice bursátil o una cesta de acciones o índices. Por otro lado, estos productos negocian, compensan y liquidan de la misma forma que las acciones.

En cuanto a la evolución de la contratación a lo largo del tiempo, estos productos han incrementado su efectivo negociado anual durante el período 2003-2004 más de un 12 por 100, superando los 1.900 millones de euros de efectivo negociado en el año 2004, con casi 340.000 operaciones.

Los datos anteriores de efectivo negociado indican la fuerte tendencia creciente de este mercado, que se perfila como en clara expansión.

X. PERSPECTIVAS DE LA RENTA VARIABLE ESPAÑOLA DE CARA AL FUTURO

En los siempre impredecibles mercados financieros, aventurarse a dar una estimación de cuál es el futuro de la renta variable española es, cuando menos, atrevido. No obstante, considerando todos los aspectos tratados en este capítulo, todas las variables «macro» que rodean a la renta variable actualmente hacen pensar en un futuro optimista en términos de volúmenes contratados.

El contexto internacional, según ya mencionamos, será uno de los factores clave que influyan en la evo-

lución global de la renta variable, no sólo española sino también europea. Por otro lado, y en términos numéricos, los volúmenes negociados han seguido una clara tendencia creciente. Quizás en términos cualitativos sí podemos encontrar un argumento sólido como el mencionado anteriormente: la confianza y credibilidad de las que este mercado ha sido objeto por parte de inversores nacionales y extranjeros que, en la actualidad, siguen apostando en gran medida por la renta variable española.

NOTAS

(1) La acción otorga a su poseedor cuatro tipos de derechos básicos: el derecho al dividendo, el derecho a la transmisión, el derecho preferente de suscripción y el derecho a voto. La razón por la que la acción es un producto de renta *variable* no es porque su cotización a lo largo del tiempo varía, como comúnmente se cree (de hecho, la cotización de los bonos también varía, y es un producto de renta fija). La explicación tiene que ver con el hecho de que las acciones pagan dividendos y estos son variables a lo largo del tiempo, dependiendo básicamente de los resultados y de la política de dividendos de la compañía.

(2) Sólo se muestra el precio de equilibrio de la subasta, así como los volúmenes de compra y venta susceptibles de ser negociados a dicho precio. Si no existiese precio de subasta, se mostraría el mejor precio de compra y de venta con sus volúmenes asociados.

(3) Para el segmento de contratación Latibex, la subasta de apertura tiene una duración de tres horas (de 8:30 a 11:30 horas).

(4) Valores latinoamericanos que cotizan en euros en el SIBE.

(5) Es necesario señalar que si un valor está en subasta de volatilidad, no podrán realizarse operaciones de bloques durante ese período.

(6) En el caso de que estemos en una subasta, la orden quedará posicionada al mejor precio, respetando la prioridad temporal de órdenes.

(7) No obstante, hay una posibilidad en la que el valor pueda continuar en situación de subasta tras terminar la subasta por volatilidad (también en la extensión de subasta de apertura). Éste es el caso en el que, en el momento de la asignación tras los cinco minutos y el cierre aleatorio, haya una situación de mercado tal que el volumen de órdenes de mercado más órdenes por lo mejor sea superior al volumen de órdenes del lado contrario susceptibles de ser asignadas. En esta situación, el sistema no realiza la asignación de títulos y, en estos casos excepcionales, el valor sigue en subasta quedando en manos de la decisión de la Comisión de Contratación y Supervisión, quien (a

través del Departamento de Supervisión y Control) ejecutará la decisión de asignar, siempre que la situación sea corregida. En el caso de la extensión de subasta de cierre, el sistema asignará automáticamente al terminar la extensión de dos minutos de duración.

(8) Nótese que el precio estático a las 8:30 de la mañana es el precio de referencia (precio de cierre de la sesión anterior).

(9) Nótese que, en cualquier caso, se trata de porcentajes inferiores al sistema tradicional del 15 por 100 máximo de variación (25 por 100 para los valores del nuevo mercado). Esto es lógico, pues refleja el mayor ajuste de estos rangos de variación a las oscilaciones que, como máximo, tienen los valores; además, hay que destacar la propiedad de que estos rangos son específicos y únicos por valor.

(10) Es necesario señalar que los valores de *fixing* no tienen rango dinámico, pues se trata de una modalidad de contratación que está siempre en subasta y, por tanto, deja de tener sentido un rango dinámico, ya que no hay precios sucesivos de negociación, sino dos asignaciones (a las 12:00 y a las 16:00).

(11) El precio estático se define como aquel precio resultante de la última subasta (sea ésta por volatilidad o de apertura o de cierre).

(12) El precio dinámico se define como el último precio negociado en cada momento (sea éste resultante de una asignación realizada en una subasta o, simplemente, de la resultante última negociación).

(13) Recuérdese que el rango dinámico también funciona en la subasta de cierre.

(14) La extensión de subasta de cierre finaliza siempre con una asignación, independientemente de que haya una situación de mercado tal que el volumen de órdenes de mercado más órdenes por lo mejor sea superior al volumen de órdenes del lado contrario susceptibles de ser asignadas. Sin embargo, si esta situación de mercado se diera en la extensión de la subasta de apertura, el valor sigue en subasta, quedando en manos de la decisión de la Comisión de Contratación y Supervisión, quien, a través del Departamento de Supervisión y Control, ejecutará la decisión de asignar siempre que la situación sea corregida.

(15) Arcelor, Enagas, Natraceutical, Antena 3 TV, Fadesa, Tele 5 y Cintra.

(16) MSCI: Morgan Stanley Capital International.

(17) Para obtener información más detallada sobre los criterios de selección y otra información al respecto, consúltese las *Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices de Sociedad de Bolsas, S.A.*, en www.sbolsas.com.

(18) Quizá con excepción del Reino Unido, que muestra unas horquillas mucho peores debido posiblemente a la mayor fragmentación de su mercado.

(19) Blas Calzada Terrados (ex-presidente de la CNMV y del Comité Asesor Técnico del IBEX 35[®]).

Contratación de productos derivados

Fernando Centelles

I. INTRODUCCIÓN: EL PAPEL DE LOS DERIVADOS EN EL SISTEMA FINANCIERO

La justificación económica de la existencia de los productos financieros derivados se basa fundamentalmente en la demanda por parte de los mercados de una herramienta ágil y eficiente que facilite la gestión del riesgo.

La operativa en los mercados financieros implica la toma de decisiones sin conocer cuál va a ser la evolución futura del precio del activo, por lo que se está asumiendo un riesgo que llamamos de precio o de mercado. Efectivamente, la compra o venta de un activo supone asumir el riesgo de una evolución adversa en su precio. Incluso antes de ejecutar una operación, desde el momento en que tenemos expectativas de adquirir un activo en una fecha futura, nos vamos a ver afectados por la evolución de su precio.

Una forma intuitiva de eliminar ese riesgo es fijar a fecha de hoy las condiciones en las que se va a comprar o a vender el activo en una fecha futura, de tal manera que desaparezca la incertidumbre sobre el precio al que se va a realizar la operación. Así, un concepto tan sencillo como es el de transacción económica a plazo pasa a ser una eficiente herramienta para la gestión del riesgo de mercado.

Este tipo de contratación a plazo empieza a ser utilizado de forma sistemática en el momento en que, a lo largo de la Edad Media, se configura el concepto de mercado como un punto de encuentro entre compradores y vendedores. En este contexto, agricultores y comerciantes estaban interesados en garantizar el precio al que iban a poder vender o comprar una determinada cosecha en una fecha futura. Para ello realizaban una transacción económica a plazo que les permitía fijar en un momento determinado el precio de una compra-venta futura.

De este modo, conseguían eliminar o cubrir el riesgo de precio. Sin embargo, esta operativa plantea una serie de limitaciones o inconvenientes que se derivan de la existencia de los riesgos de liquidez y de contrapartida. Efectivamente, en una operación a plazo transcurre un período de tiempo desde el momento en que se acuerda la transacción hasta la fecha de intercambio del activo por el precio pactado. Puede ocurrir que durante ese plazo una de las partes quiera deshacerse de las obligaciones contraídas (por ejemplo, de entregar un determinado activo). Para ello, deberá encontrar a un tercero que esté dispuesto a asumirlas, por lo que puede incurrir en un alto coste de búsqueda y negociación (riesgo de liquidez). Además, en esta negociación directa a plazo existe la posibilidad de que, llegada la fecha de vencimiento del contrato, alguna de las partes incumpla con las obligaciones contraídas. Este riesgo adicional, denominado de crédito o de contrapartida, será mayor cuanto mayor sea el plazo de tiempo existente entre el acuerdo y la ejecución de la transacción económica.

Para evitar estos inconvenientes de la negociación directa, surge la operativa a plazo en el entorno de los mercados organizados. En este nuevo esquema existe un marco de negociación y registro de las operaciones, para lo que se facilitan unos contratos normalizados. Dicha estandarización afecta al nominal de los contratos, a sus fechas de vencimiento y a las características de los activos subyacentes. De este modo, al estar todos los agentes operando con un mismo contrato, aumenta sustancialmente el potencial número de compradores y vendedores y, por lo tanto, se reduce el riesgo de liquidez.

La segunda diferencia fundamental entre la contratación a plazo de forma directa o en un mercado organizado es la existencia de una cámara de contrapartida. Su función principal consiste en eliminar el riesgo derivado de un posible incumplimiento de lo pactado por alguno de los agentes que operan en el mercado. Para

ello, en toda transacción la cámara de contrapartida se interpone entre las partes contratantes, de forma que en ningún caso existe una relación directa entre comprador y vendedor, sino que, jurídicamente, el esquema que se plantea es el siguiente:



Como consecuencia, los participantes en un mercado organizado adquieren una serie de derechos y obligaciones frente a la cámara de contrapartida, ya que ésta actúa como vendedor frente al comprador y como comprador frente al vendedor. Así se garantiza el buen fin de todas y cada una de las operaciones, puesto que, en caso de incumplimiento de alguna de las partes, la cámara va a asumir las obligaciones contraídas.

Por lo tanto, el riesgo de contrapartida se traslada desde compradores y vendedores a la cámara de contrapartida. Evidentemente, el adecuado funcionamiento de este esquema se basa en el diseño de un riguroso sistema de garantías que permita a la cámara gestionar convenientemente el riesgo de contrapartida asumido.

II. MEFF: EL MERCADO OFICIAL ESPAÑOL DE PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS

La década de los años setenta del pasado siglo supone el despegue definitivo del proceso de creación de mercados organizados de productos derivados sobre activos financieros. Con la declaración por parte del presidente norteamericano Nixon de la no convertibilidad del dólar, variables que habían permanecido hasta entonces relativamente estables, como eran el tipo de cambio y el tipo de interés, empiezan a estar sometidas a una fuerte volatilidad. La necesidad de contar con una herramienta que permitiese gestionar eficazmente el riesgo generado por esta circunstancia llevó a los principales mercados de productos derivados en Estados Unidos (Chicago Mercantile Exchange y Chicago Board of Trade) a diseñar los primeros contratos de futuros sobre estas variables.

A este proceso, que tiene su continuidad en Europa en los años ochenta, se incorpora puntualmente España junto con las principales economías del continente. Así, MEFF se crea en 1989, simultáneamente con el mercado alemán, con anterioridad a los mercados italiano y portugués y con sólo dos años de retraso con respecto al mercado francés.

Además, esta iniciativa se plantea en nuestro país en el momento adecuado, ya que la importante reforma del

sistema financiero acometida en 1988 posibilitó la configuración del marco legal necesario que asegurase el adecuado funcionamiento de este mercado.

Desde sus inicios, MEFF se planteó como una entidad con una única personalidad jurídica que asumía las funciones tanto de mercado como de cámara de contrapartida.

Como mercado, MEFF debe facilitar el encuentro entre compradores y vendedores en las mejores condiciones para ambos. Esta tarea implica el diseño de los contratos estandarizados que van a ser objeto de negociación (condiciones generales de los contratos) y el desarrollo de una normativa interna que fije las reglas de intercambio (el reglamento del mercado y las circulares). En el caso de MEFF, las transacciones se realizan a través de un sistema informático que posibilita tanto la negociación como disponer en tiempo real de toda la información correspondiente a los posteriores procesos de compensación y liquidación de las posiciones.

Como ya se ha explicado, en su función de cámara de contrapartida, MEFF se interpone en toda transacción entre comprador y vendedor, asegurando su buen fin. Para gestionar el riesgo de incumplimiento asumido por la cámara, ésta cuenta entre otras con dos herramientas básicas que se complementan entre sí.

1) La liquidación diaria de pérdidas y ganancias: procedimiento por el que, al final de cada sesión de negociación, la cámara carga o abona las pérdidas y ganancias realizadas durante el día por todos los participantes del mercado.

2) Los depósitos de garantías: cantidades de dinero o activos financieros que todos los participantes en el mercado que asumen obligaciones deben depositar para asegurar el adecuado cumplimiento de las mismas.

Además, el acceso directo al mercado está restringido a aquellas entidades que previamente han adquirido la condición de miembro, y a través de las cuales deben acceder necesariamente todos los clientes finales. Esta condición de miembro no es única sino que, dependiendo de las distintas funciones y responsabilidades que quiera asumir, un miembro de MEFF puede ser:

— *Miembro negociador*: su función es exclusivamente transmitir órdenes de compra y venta al mercado por cuenta propia o por cuenta de sus clientes. Por lo tanto, no lleva a cabo la liquidación diaria ni el depósito de garantías por las operaciones realizadas. En resumen, no responde ante MEFF por las posiciones tomadas por sus clientes. Esto no quiere decir que las

operaciones llevadas a cabo por este tipo de miembros no se liquiden, sino que deberán firmar un contrato con otro tipo de miembro para que les gestione la liquidación diaria y el depósito de garantías y que, por tanto, responda ante MEFF por un incumplimiento del cliente.

— *Miembro negociador por cuenta propia*: como su nombre indica, las órdenes transmitidas al mercado deben ser exclusivamente por cuenta propia. Deberá adoptar una forma jurídica mercantil que le otorgue personalidad jurídica propia y capacidad de contratar por sí mismo; no puede ser persona física, aunque no será necesario que sea empresa de servicios de inversión ni entidad de crédito.

— *Miembro liquidador*: además de negociar, se encarga de la liquidación diaria de las operaciones que haya realizado él mismo y de las operaciones realizadas por otros miembros negociadores con los que haya acordado llevar a cabo su liquidación. Este miembro sí va a responder ante MEFF por un incumplimiento de uno de sus clientes. Sin embargo, no va a custodiar las garantías depositadas.

— *Miembro liquidador custodio*: además de negociar y realizar la liquidación diaria, asume la función de custodiar las garantías. Es decir, recibe las garantías depositadas por la toma de posiciones en el mercado y se encarga de gestionirlas (invertirlas en deuda del Estado a un día y devolverlas con los intereses generados una vez cumplidas las obligaciones).

Estas tres herramientas (el acceso al mercado a través de una estructura de miembros, la liquidación diaria de pérdidas y ganancias y el depósito de garantías) constituyen un primer paso en el proceso de gestión del riesgo de contrapartida asumido por la cámara. Sin embargo, para que esta gestión implique una eliminación total del riesgo, existen otros mecanismos complementarios indispensables.

III. LA GESTIÓN DEL RIESGO DE CONTRAPARTIDA

La estructura de miembros del mercado permite establecer un primer filtro en la gestión del riesgo por parte de la cámara. Ésta ya no tiene que asegurarse la solvencia de miles de clientes, sino sólo de los miembros a través de los que operan, ya que éstos responden solidariamente con sus clientes ante MEFF por las posiciones tomadas.

La liquidación diaria de pérdidas y ganancias permite a la cámara reducir en gran medida el riesgo de crédito asumido, puesto que los participantes en el mercado no deben esperar a la fecha de vencimiento para

hacer frente a las posibles pérdidas, sino que lo van a hacer con carácter diario.

Aun así, sigue existiendo la posibilidad de que un cliente que ha asumido hoy la pérdida de su posición no haga frente mañana a la pérdida generada por una evolución adversa de los precios. Ante este incumplimiento, la cámara asumirá la posición del titular incumplidor y la cerrará en el mercado. Para cubrir las pérdidas que esta operativa pueda generar, cuenta con las garantías depositadas.

Por lo tanto, MEFF va a calcular estas garantías (denominadas garantías diarias) como una estimación de la máxima pérdida que una posición puede generar en un día. Para realizar este cálculo, se debe estimar cuál puede ser la máxima fluctuación del precio de un activo en ese período de tiempo.

Por ejemplo, si un inversor compra un contrato de futuro IBEX[®] Mini a 9.000, está fijando hoy el precio de una compra futura. En este caso, el riesgo asumido es el de una caída del precio del índice IBEX 35[®]. Actualmente, MEFF considera que este precio no debería caer en un día más de 600 puntos, por lo que, para cubrir el riesgo generado por esta posición, exige el depósito de una garantía equivalente a 600 euros.

Sin embargo, en circunstancias excepcionales, es posible que el IBEX 35[®] supere este límite en una misma sesión y que, por lo tanto, la cámara no cuente con fondos suficientes para hacer frente a las pérdidas generadas por la posición.

Por ello, MEFF cuenta con una herramienta de gestión del riesgo adicional como son las garantías extraordinarias, las cuales le permiten exigir al cliente que haga frente a las pérdidas generadas por su posición sin necesidad de esperar al final de la sesión y evitando que la cámara quede en descubierto.

En el ejemplo anterior, además de la estimación de la fluctuación máxima que el índice IBEX 35[®] puede experimentar en una sesión (600 puntos), MEFF fija un límite anterior de 450 puntos. En el momento en que el mercado alcanza este límite, el cliente comprador del contrato de futuro deberá abonar a la cámara los 450 euros de pérdida que lleva acumulados en esa sesión sin necesidad de esperar a la liquidación de las posiciones al final del día.

Por lo tanto, un cliente que decide tomar una posición en los contratos negociados en MEFF debe ser consciente de que:

a) Debe comunicar las órdenes a través de un miembro del mercado.

b) Una vez tomada la posición, debe hacer frente a la liquidación diaria de pérdidas y ganancias, al depósito de la garantía diaria y, en determinadas circunstancias, al depósito de garantías extraordinarias.

Hasta aquí hemos hablado de las distintas herramientas con que cuenta MEFF para la gestión del riesgo de contrapartida y que afectan directamente al inversor. Como complemento a estas medidas, existen otros procedimientos que afectan a una pieza clave en este mercado: los miembros.

Con el esquema planteado, la cámara no cubre el riesgo de una posición desde el momento en que se abre (por ejemplo a las 11:00h) hasta que, una vez cerrada la sesión a las 17:35h, se realizan los procedimientos de liquidación diaria y depósito de garantías. ¿Qué ocurre si el comprador del contrato de futuro IBEX® Mini no hace frente a estos procedimientos el mismo día en que ha realizado la transacción?

Como ya hemos comentado, ante un incumplimiento del cliente, el miembro a través del que ha realizado la operación va a responder solidariamente con él. Para cubrir este riesgo adicional MEFF exige que, al adquirir la condición de miembro del mercado, se deposite una garantía inicial. Evidentemente, esta garantía se va a solicitar sólo a aquellos miembros que tienen responsabilidad ante MEFF, es decir, los miembros liquidadores y liquidadores custodios.

Además, la adquisición de la condición de miembro implica un acceso directo al mercado, pero no para transmitir a este un número ilimitado de órdenes (y por lo tanto de riesgo). Así, existen dos límites que afectan a la operativa de los miembros:

— *Límite operativo diario (LOD)*: limita el riesgo adicional que un miembro puede asumir a lo largo de una sesión de mercado. Se establece en función de la garantía inicial aportada, así como de la solvencia del miembro (medida a partir de sus recursos propios).

— *Límite a la posición abierta (LPA)*: el riesgo derivado de la posición abierta soportada por un miembro no puede superar el 20 por 100 de sus recursos propios. Esta herramienta tiene por objetivo limitar el desembolso al que se debe hacer frente ante una situación de exigencia de garantías extraordinarias.

El conjunto de todas estas herramientas planteadas permite a MEFF llevar a cabo una gestión integral del riesgo de contrapartida que implica actuar como cámara en el mercado de productos derivados. Para ello, MEFF cuenta con un fuerte apoyo tecnológico que le permite realizar el control del riesgo asumido en tiempo real.

IV. LOS PRODUCTOS NEGOCIADOS

Los productos derivados son instrumentos financieros a plazo sobre otros activos ya existentes, denominados subyacentes. Por ejemplo, a partir del activo subyacente «acciones de Repsol» se diseña una transacción económica a plazo dando lugar a un producto derivado.

Por tratarse de un instrumento financiero, estos activos reciben el nombre de productos financieros derivados.

1. Los futuros financieros

La negociación de un contrato *forward* implica fijar hoy las condiciones de una compra-venta en una fecha futura. Este tipo de operativa se basa en que, llegada la fecha de vencimiento, ambas partes (comprador y vendedor) tienen obligación de realizar la transacción económica acordada.

Si esta negociación se lleva a cabo en un mercado organizado, la operación recibe el nombre de contrato de futuro. En este contexto, el inversor que abre una posición debe hacer frente diariamente a la liquidación diaria de pérdidas y ganancias, así como al depósito de garantías. Todo ello durante el período de tiempo en que mantenga la posición abierta en el mercado.

No obstante, la apertura de una posición no implica la necesidad de mantenerla hasta la fecha de vencimiento, sino que el inversor siempre cuenta con la posibilidad de cerrarla realizando la operación contraria (venta si fue una compra y viceversa). El cierre de una posición en el entorno de un mercado organizado implica la eliminación de todos los riesgos asumidos, ya que la existencia de una única contrapartida (la cámara) permite el neteo de las posiciones. Sin embargo, en un mercado OTC, si el cierre de la posición se hace contra una contrapartida distinta a la de la apertura, se está eliminando el riesgo de mercado asumido por la posición, pero no el riesgo de crédito.

En MEFF se negocian en estos momentos contratos de futuro sobre diferentes activos subyacentes de renta variable, tales como el Índice IBEX 35® y 11 acciones negociadas en el Sistema de Interconexión Bursátil (Aladis, BBVA, Endesa, Gas Natural, Iberdrola, Inditex, Popular, Repsol, Santander, Telefónica Móviles y Telefónica). Al tratarse de un mercado organizado, existen unos contratos estandarizados con las características que se recogen en el cuadro núm. 1.

En el caso de los futuros sobre IBEX 35®, uno de los primeros negociados en MEFF, la representatividad del activo subyacente con respecto al conjunto de la Bolsa española, así como la adecuación del diseño del con-

CUADRO NÚM. 1
ESPECIFICACIONES DE LOS CONTRATOS DE FUTURO

	<i>FUTUROS IBEX®</i>	<i>FUTUROS IBEX® MINI</i>	<i>FUTUROS ACCIONES</i>
Activo subyacente	Índice IBEX 35®	Índice IBEX 35®	Acciones emitidas y totalmente desembolsadas que coticen en el SIBE
Multiplicador	10 euros	1 euro	NA
Nominal del contrato	Precio x 10 euros	Precio x 1 euro	100 acciones
Forma de cotización	En puntos, de 1 en 1	En puntos, de 5 en 5	En euros por acción, con una fluctuación mínima de un céntimo de euro
Fecha de vencimiento	Tercer viernes de mes	Tercer viernes de mes	Tercer viernes de mes de vencimiento
Vencimientos negociados	Todos los meses	Todos los meses	Trimestrales
Último día de negociación	Fecha de vencimiento	Fecha de vencimiento	Fecha de vencimiento
Liquidación diaria de PyG	T + 1	T + 1	T + 1
Precio de liquidación diaria	Media <i>bid-ask</i> al cierre	El mismo que el futuro IBEX 35®	Precio de cierre de la acción en el SIBE más la base estimada según procedimiento establecido por circular
Liquidación a vencimiento	Por diferencias	Por diferencias	Por entrega
Precio de liquidación a vencimiento	Media aritmética del Índice IBEX 35® entre las 16:15 y las 16:45 en la fecha de vencimiento, tomando el primer valor de cada minuto (30 observaciones)	Media aritmética del Índice IBEX 35® entre las 16:15 y las 16:45 en la fecha de vencimiento, tomando el primer valor de cada minuto (30 observaciones)	Precio de cierre de la acción en la fecha de vencimiento
Garantía mínima	Actualmente 6.000 euros/contrato para una posición simple. Para posiciones combinadas, análisis de cartera	Actualmente 600 euros/contrato para una posición simple. Para posiciones combinadas, análisis de cartera	Variable en función de la cartera
Horario de mercado	De 9:00 a 17:35	De 9:00 a 17:35	De 9:00 a 17:35

trato a las necesidades de los usuarios, le ha permitido convertirse en una referencia para la gestión de la renta variable española, superando el volumen de negociación en 2004 los 4,3 millones de contratos o los 5,5 millones si consideramos además el contrato de futuro IBEX® Mini (lo que supone un nominal de 364.831 millones de euros). Precisamente, el lanzamiento de este contrato en el año 2001 permitió adaptar el producto a los pequeños inversores, ampliando así el número de usuarios.

Este alto nivel de contratación se ha visto avalado por un progresivo aumento de la posición abierta, que ha alcanzado durante el año pasado máximos históricos por encima de los 70.000 contratos, equivalentes a un nominal de 6.650 millones de euros.

Con respecto a los futuros sobre acciones individuales, la corta pero intensa trayectoria de este pro-

ducto en el mercado español de productos derivados le ha permitido consolidarse entre los más importantes del mundo y convertirse en un complemento insustituible del mercado de contado. Así, el volumen de contratos negociado durante el año 2004 ha superado los 12 millones y le ha permitido marcar un nuevo máximo histórico en posición abierta por encima del millón y medio de contratos. Por otra parte, estos niveles ya han sido superados durante los nueve primeros meses del año 2005.

Por último, si analizamos los distintos tipos de inversores en el período enero-septiembre de 2005 en función del producto negociado, cabe destacar el volumen correspondiente a la cuenta propia tanto para el futuro IBEX® Plus como para los futuros sobre acciones, que alcanza o incluso supera la mitad de los contratos negociados. Sin embargo en el caso de los futuros IBEX® Mini,

CUADRO NÚM. 2
CONTRATACIÓN DE FUTUROS SOBRE RENTA VARIABLE

	FUTUROS IBEX 35®	FUTUROS IBEX 35® MINI	FUTUROS ACCIONES
a) Media diaria número de contratos:			
2002.....	15.524	2.886	50.379
2003.....	14.127	4.266	49.771
2004.....	17.350	4.711	48.027
2005 (*).....	19.031	4.372	72.047
b) Media diaria nominal (en euros):			
2002.....	1.099.273.225	20.285.576	51.086.903
2003.....	952.661.008	28.269.889	50.034.835
2004.....	1.415.174.904	38.336.195	57.808.429
2005 (*).....	1.828.707.308	41.867.930	97.057.884

(*) Datos hasta 30 de septiembre de 2005.

CUADRO NÚM. 3
POSICIÓN ABIERTA EN FUTUROS SOBRE RENTA VARIABLE

	FUTUROS IBEX 35®	FUTUROS IBEX 35® MINI	FUTUROS ACCIONES
2002.....	40.544	3.194	1.290.911
2003.....	58.859	4.016	1.309.590
2004.....	72.888	10.368	1.608.127
2005 (*).....	64.834	4.966	1.615.093

(*) Datos hasta 30 de septiembre de 2005.

por el propio diseño del contrato, este porcentaje corresponde a las personas físicas.

El segundo inversor por importancia serían los clientes no residentes en los futuros IBEX® Plus, la cuenta propia en los futuros IBEX® Mini y las entidades de inversión en el caso de los futuros sobre acciones (gráficos 1, 2 y 3).

2. Las opciones financieras

Los contratos de opción, al igual que en el caso de los futuros, implican formalizar una transacción económica a plazo.

Como ya hemos comentado, los futuros suponen que, llegada la fecha de vencimiento, ambas partes tienen la obligación de realizar la transacción económica acordada. Sin embargo, las opciones plantean una operativa con una estructura ligeramente distinta, que permite aportar un mayor grado de flexibilidad para alguna de las partes.

Para ello, en el momento del acuerdo, el comprador de la opción desembolsa una cantidad de dinero que entrega al vendedor. Este pequeño cambio implica que, en la fecha de vencimiento, ambas partes no tienen obligación, sino que el comprador de la opción puede decidir si quiere realizar o no la transacción económica.

GRÁFICO 1

PERFIL INVERSORES ENE-SEPT 2005 FUTUROS IBEX
(En porcentaje)

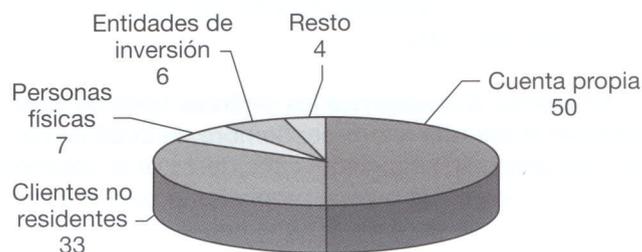


GRÁFICO 2

PERFIL INVERSORES ENE-SEPT 2005 FUTUROS IBEX MINI
(En porcentaje)

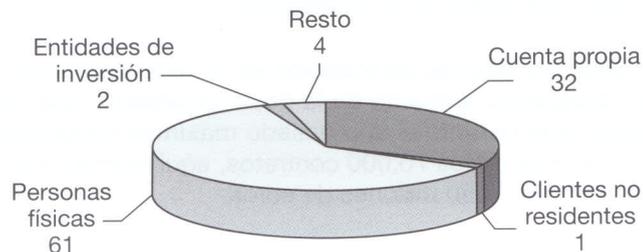
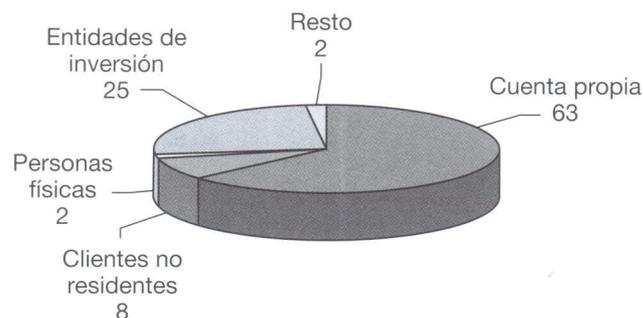


GRÁFICO 3
PERFIL INVERSORES ENE-SEPT 2005 FUTUROS ACCIONES
 (En porcentaje)



Si esta decisión es de comprar un activo, estamos hablando de una opción de compra o *call*. Si, por el contrario, la decisión es de vender, nos referimos a una opción de venta o *put*. En ambos casos, la cantidad a desembolsar en el momento del acuerdo es el precio (denominado prima) que se paga por esa mayor flexibilidad o capacidad de decidir.

El vendedor de la opción ingresa la prima en el momento en que se formaliza el acuerdo. A cambio queda a expensas de lo que decida el comprador,

estando obligado a vender en el caso de un *call* y a comprar en el caso de un *put*.

La negociación de opciones en el entorno de un mercado organizado normalmente no implica el procedimiento de liquidación diaria de pérdidas y ganancias. Por lo tanto, para la gestión del riesgo por las obligaciones contraídas la cámara debe basarse en el depósito de garantías.

El comprador de una opción realizará la transacción económica siempre que ésta le suponga un beneficio y, en caso contrario, el no ejercicio de la opción implicará la pérdida de la prima desembolsada en el momento del acuerdo. Por lo tanto, al no tener obligaciones frente a la cámara, no se le va a exigir el depósito de garantías.

Sin embargo, el vendedor de una opción sí que contrae obligaciones, por lo que deberá depositar unas garantías por la posición tomada.

En estos momentos se negocian en MEFF contratos de opción sobre el Índice IBEX 35® y sobre dieciocho acciones cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil (Abertis, Acerinox, Altadis, Bankinter, BBVA, Endesa, Gas Natural, Iberdrola, Inditex, Indra, Popular, Repsol, Santander, Sogecable, Telefónica Móviles, Telefónica, TPI y Unión Fenosa) con las características que se presentan en el cuadro núm. 4.

CUADRO NÚM. 4
ESPECIFICACIONES DE LOS CONTRATOS DE OPCIÓN

	OPCIONES IBEX® MINI	OPCIONES ACCIONES
Activo subyacente	1 Futuro IBEX® Mini	Acciones emitidas y totalmente desembolsadas que coticen en el SIBE
Multiplicador	1 euro	NA
Nominal del contrato	Precio de ejercicio x 1 euro	100 acciones
Forma de cotización	En puntos, de 1 en 1	En euros por acción, con una fluctuación mínima de un céntimo de euro
Estilo de la opción	Europea	Americana
Liquidación de las primas	T + 1	T + 1
Fecha de vencimiento	Tercer viernes de mes	Tercer viernes de mes de vencimiento
Vencimientos negociados	Todos los meses	Trimestrales
Último día de negociación	Fecha de vencimiento	Fecha de vencimiento
Liquidación a vencimiento	Por diferencias	Por entrega
Precio de liquidación a vencimiento	Media aritmética del Índice IBEX 35® entre las 16:15 y las 16:45 en la fecha de vencimiento, tomando el primer valor de cada minuto (30 observaciones)	Precio de cierre de la acción en la fecha de vencimiento, compensándose en efectivo las diferencias con respecto al precio de ejercicio
Garantía mínima	Variable en función de la cartera	Variable en función de la cartera
Horario de mercado	De 9:00 a 17:35	De 9:00 a 17:35

CUADRO NÚM. 5
CONTRATACIÓN DE OPCIONES SOBRE RENTA VARIABLE

	OPCIONES IBEX® MINI	OPCIONES ACCIONES
a) Media diaria número de contratos:		
2002.....	21.382	74.507
2003.....	11.879	45.335
2004.....	11.743	32.671
2005 (*).....	17.485	40.627
b) Media diaria nominal (en euros):		
2002.....	157.968.181	86.014.499
2003.....	78.265.255	50.251.321
2004.....	93.479.287	42.285.761
2005 (*).....	163.847.311	60.934.717

(*) Datos hasta 30 de septiembre de 2005.

CUADRO NÚM. 6
POSICIÓN ABIERTA EN OPCIONES
SOBRE RENTA VARIABLE

	OPCIONES IBEX® MINI	OPCIONES ACCIONES
2002.....	462.696	2.209.022
2003.....	297.393	1.033.747
2004.....	372.940	1.213.001
2005 (*).....	929.509	3.136.333

(*) Datos hasta 30 de septiembre de 2005.

Las características de los contratos de opción permiten compararlos con un seguro, donde se desembolsa una cantidad de dinero (prima) para evitar el perjuicio que supondría una determinada circunstancia. El interés en contratar este seguro dependerá fundamentalmente de la probabilidad que se asigne a que ocurra la situación desfavorable.

En el caso de las opciones financieras, esta situación desfavorable tiene que ver con la variabilidad de precios de los activos subyacentes (índices y acciones) y se mide a través de un concepto que denominamos volatilidad.

Tras el lanzamiento de estos productos en los primeros años de la década de los noventa, los altos niveles de volatilidad experimentados por los mercados como consecuencia de las diversas crisis financieras en la segunda mitad de la década se vieron acompañados por fuertes crecimientos en los volúmenes de negociación. Sin embargo, los dos últimos años se han caracterizado por una progresiva reducción de los niveles de volatilidad, hasta alcanzar mínimos históricos. Este entorno de menor riesgo se ha traducido en una disminución de la demanda de las herramientas para

gestionarlo, lo que explica la evolución de los volúmenes de negociación de las opciones en este período. Sin embargo, los datos correspondientes a los nueve primeros meses de 2005 muestran ya una inversión en esta tendencia.

Con respecto al perfil de los inversores en este tipo de productos entre enero y septiembre de 2005, al igual que en el caso de los futuros, la cuenta propia y los clientes no residentes explican una parte importante de la negociación. En el caso de las opciones sobre IBEX®, estas dos categorías de inversores suponen un 67 por 100, mientras que en el caso de las opciones sobre acciones esta cifra aumenta hasta el 88 por 100 (gráficos 4 y 5).

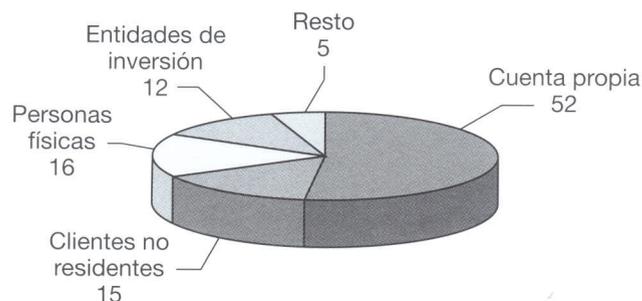
V. ESTRATEGIA DURANTE EL AÑO 2004 Y PERSPECTIVAS DE FUTURO

A lo largo de sus diecisiete años de funcionamiento, el mercado español de productos derivados se ha ido configurando como uno de los principales motores de modernización y crecimiento del sistema financiero español.

Con la llegada del siglo XXI, se inicia un importante proceso de globalización e integración de los mercados en el ámbito mundial que ha llevado a MEFF a operar en un entorno muy competitivo. En este contexto, la atención a sus actuales miembros y el necesario proceso de internacionalización de la compañía se han convertido en los pilares básicos de su estrategia durante el año 2005.

Se trata, por lo tanto, de ampliar los canales de acceso a los productos negociados en MEFF. La incorporación de un nuevo tipo de miembro a finales del año 2003, los negociadores por cuenta propia, supuso un

GRÁFICO 4

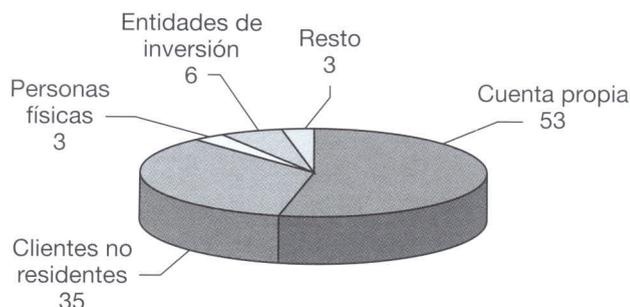
**PERFIL INVERSORES ENE-SEPT 2005 OPCIONES IBEX MINI
(En porcentaje)**


paso importante en la consecución de este objetivo. Posibilitar el acceso directo al mercado a una serie de entidades (a las que se les exigen menores recursos propios y que cuentan con una mayor flexibilidad legal) que sólo pueden operar por cuenta propia ha tenido como consecuencia una mejora de la liquidez de los contratos negociados. Así, entre enero de 2004 y septiembre de 2005 se han admitido veintitrés nuevos miembros de los que ocho han sido negociadores por cuenta propia. La continuación de este proceso es uno de los objetivos de la compañía para los próximos años.

La creciente incorporación de clientes y miembros de mercado de diferentes países ha llevado a la compañía a realizar un esfuerzo para adaptar determinadas prácticas a los estándares internacionales. Como consecuencia, a partir del 21 de noviembre de 2005, MEFF pone a disposición de sus miembros la nueva versión 6.0 de su sistema de negociación, compensación y liquidación, que permite la gestión de las *give-ups* según el sistema internacional, así como una simplificación en el manejo y utilización de las funcionalidades ya existentes.

Precisamente, la tecnología ha sido una de las claves que ha posibilitado el importante crecimiento experimentado por el mercado desde sus inicios hasta alcanzar su dimensión actual. Contar con un sistema electrónico de negociación le permite a MEFF ofrecer a sus clientes importantes ventajas de accesibilidad, rapidez en la ejecución y fiabilidad, pero también implica altos niveles de exigencia tecnológica e informática. En su continuo esfuerzo por mejorar las condiciones de acceso al mercado, MEFF ha llevado a cabo una ampliación de la red de comunicaciones para poder distribuir hasta 500 mensajes por segundo (multiplicado por cinco su capacidad anterior).

GRÁFICO 5

**PERFIL INVERSORES ENE-SEPT 2005 OPCIONES ACCIONES
(En porcentaje)**


Además de este mercado continuo, MEFF ofrece un servicio telefónico de búsqueda de cotizaciones para órdenes combinadas, donde se negocian conjuntamente posiciones en productos derivados y de contado. Desde julio de 2004 las operaciones en el mercado de contado resultantes se transmiten automáticamente a Sociedad de Bolsas para su correspondiente registro en el SIBE, lo que ha permitido aportar una mayor agilidad a esta operativa.

Durante el año 2005 este servicio telefónico se ha ampliado en el mes de febrero con la puesta en marcha de un mercado de bloques, cuyo objetivo es proveer un sistema de cotización bajo petición para operaciones a partir de un determinado volumen. Esta iniciativa ha sido posible gracias al compromiso adquirido por BBVA, Banco Santander, Banesto, Lehman Brothers, Oddo Options, Société Général y Timber Hill de actuar como creadores de mercado en este segmento.

La creación de este mercado de bloques, que persigue una mayor adaptación a las necesidades de los usuarios, se ha visto complementada por un incremento de los vencimientos admitidos a negociación. Tras el aumento en 2004 desde 1 a 2,5 años, en febrero de 2005 el máximo vencimiento admitido se ha ampliado hasta un plazo de cinco años.

Todas estas iniciativas sitúan a MEFF como uno de los principales mercados de productos derivados en Europa, con capacidad para continuar dando un buen servicio a sus clientes y logrando día a día posicionarse como una empresa fuerte, competitiva y rentable.

Además, su integración en Bolsas y Mercados Españoles (BME) permite al sistema financiero español contar con una estructura de mercados completa, eficaz y potente en todas las áreas de actividad relevantes.

AIAF mercado de renta fija

Francisco Oña

I. INTRODUCCIÓN

A pesar de su aún corta existencia, AIAF Mercado de Renta Fija se ha consolidado en los últimos años como una sólida referencia en la industria financiera y como una de las principales fuentes de financiación de la economía privada. Basta comprobar la evolución de la financiación neta aportada a través de AIAF al sector privado, que ha pasado de 9.000 millones de euros en el año 2000 a los 110.000 millones de euros registrados en el ejercicio 2004.

Este ritmo ascendente en cuanto a la financiación aportada por AIAF a la economía privada se ha producido en paralelo al descenso experimentado durante los últimos años por el sector público en cuanto a sus necesidades de financiación, de modo que en 2004 se ha superado, también por primera vez, el saldo vivo de la deuda pública, traspasando la barrera de los 300.000 millones de euros.

Para reforzar este objetivo de canalización de recursos al sector privado, y para atender de forma eficaz a las necesidades reales del mercado, la sociedad rectora de AIAF, con la participación de todos los que operan en él, ha venido perfilando a lo largo de los últimos años todo un amplio abanico de iniciativas y ha definido un modelo con capacidad incluso de ser trasladado, en su caso, a otros países. Su naturaleza de mercado oficial y organizado le diferencia de los de la mayoría de los países europeos, que no disponen de un mercado específico oficial de renta fija privada.

Tras haberse realizado las modificaciones legales necesarias y la práctica armonización fiscal respecto a otros activos, el mercado de renta fija privada ha sabido responder con un servicio de calidad, con unos mecanismos que garantizan la transparencia y la liquidez de las emisiones, y con una ampliación permanente de la gama de activos y productos que se ofrecen a

emisores e inversores, adecuados a las distintas necesidades de plazo, de estructura financiera y de riesgo crediticio.

En paralelo, se ha desarrollado una moderna arquitectura informática y de comunicaciones para atender a todos los procesos y operaciones que tienen lugar en el mercado, tratando de facilitar al máximo los mecanismos de supervisión y control, y consecuentemente, la transparencia y liquidez del mercado.

Esta estrategia de diversificación y modernización de los activos de renta fija que pueden listarse en AIAF ha cristalizado en los dos últimos años, y especialmente en 2004, en una franca mejora de la posición relativa de la renta fija española en Europa, fundamentalmente, a través, de la *titulización*, que se consolida como una fórmula de gran utilidad en todo el mundo, y es ya para los emisores corporativos uno de los segmentos de mayor vitalidad en nuestro mercado, al mismo tiempo que una adecuada herramienta para que las entidades bancarias puedan obtener fondos y mejorar sus ratios.

II. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO

AIAF es el mercado oficial español de renta fija privada. En él tiene lugar la contratación de valores de renta fija de empresas e instituciones privadas, y de algunas corporaciones locales y comunidades autónomas. Operan en el mercado los miembros del mismo, ya sea por cuenta propia o por cuenta de sus clientes.

Nació en 1987, impulsado por el Banco de España para establecer nuevos mecanismos que encauzaran el vigor y las innovaciones que comenzaban a utilizar las empresas en España por aquel entonces a través de la emisión de valores de renta fija, como consecuencia de sus necesidades de financiación.

Como características principales que lo definen, podemos destacar que es un mercado, además de oficial, secundario, organizado, regulado y descentralizado de valores de renta fija.

1. Mercado secundario

AIAF Mercado de Renta Fija es un mercado secundario en el que se negocian títulos de renta fija, como son los pagarés de empresa, bonos, obligaciones, cédulas hipotecarias, bonos de titulización, participaciones preferentes, etc., que previamente han sido puestos en circulación por el emisor en el mercado primario y admitidos a cotización en él.

Entre las funciones que realiza AIAF Mercado de Renta Fija, por ser un mercado secundario, destacan tres: proporciona liquidez a los valores emitidos, por lo que facilita la inversión en su suscripción, ya que se hace posible la desinversión sin necesidad de esperar a la amortización del título; determina el precio de los valores en el mercado secundario, función que se conoce como proceso de formación de precios, y contribuye a la reducción de los costes de transacción, es decir, de los costes de búsqueda del comprador o vendedor, y los costes de información acerca del valor para fijar su precio.

Como mercado secundario, su actividad tiene una fuerte relación con el mercado primario, es decir, con el momento de la emisión y suscripción de los valores que, a continuación, serán admitidos a cotización en AIAF Mercado de Renta fija. En la teoría, y desde el punto de vista formal, el mercado primario queda bien diferenciado del mercado secundario; el primero comprende la emisión y suscripción de los valores, y, una vez en circulación, las siguientes transmisiones comprenderán el mercado secundario, una vez admitidas a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija. Sin embargo, en la práctica, esta distinción no siempre es tan clara cuando tratamos con emisiones de renta fija. En ocasiones, la negociación de los valores comienza en un momento anterior a su desembolso y, de esta manera, se produce una interconexión entre los procesos de emisión, en el mercado primario, y de redistribución/contratación, en el mercado secundario.

2. Mercado organizado, regulado y oficial

Podemos clasificar los mercados secundarios en organizados y no organizados. La diferencia radica en que los organizados son mercados de funcionamiento regular, reconocido y abierto, y en los que los precios se difunden públicamente.

AIAF Mercado de Renta Fija es un mercado organizado. Fue autorizado como mercado secundario organizado no oficial por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de agosto de 1991. Es un mercado abierto al público, aunque las operaciones deben realizarse por medio de los miembros del mercado, y los precios que se fijan en él gozan de difusión pública.

Posteriormente, en el año 1996, AIAF Mercado de Renta Fija es incluido en la lista de mercados regulados que operaban en cada uno de los estados de la Unión Europea y que cada autoridad nacional debía comunicar a las autoridades europeas en cumplimiento de lo establecido en la Directiva 93/22/CEE, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

Finalmente, a efectos del cumplimiento de la normativa española, AIAF Mercado de Renta Fija es reconocido como mercado oficial en la disposición transitoria sexta de la Ley 37/1998, de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

AIAF Mercado de Renta Fija tiene el carácter de mercado regulado por cumplir unos requisitos de organización, funcionamiento, admisión de instrumentos financieros a negociación, publicidad y transparencia que determinan una estructura adaptada a las reglas que imperan en los mercados de valores, y cumple con los más altos estándares internacionales en la materia establecidos por los supervisores y reguladores europeos

3. Mercado descentralizado

Como regla general, la negociación y la contratación de los valores de renta fija admitidos a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija no se realizan en un lugar físico concreto, ni con la utilización de un medio exclusivo de cotización, sino que la llevan a cabo los miembros del mercado desde sus propias mesas de contratación y con un sistema abierto y flexible para la difusión de precios y la negociación, que tiene lugar fundamentalmente por vía telefónica (artículo 28 del Reglamento de AIAF Mercado de Renta Fija). Por consiguiente, se dice que es un mercado descentralizado, hecho que le proporciona una gran flexibilidad.

III. HISTORIA DEL MERCADO

En un principio, la actividad de rector del mercado fue llevada a cabo por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), que fue el origen del Mercado y tramitó, solicitó y obtuvo la autorización del funcionamiento de AIAF Mercado de Renta, como mercado secundario organizado no oficial de valores en el año 1991, y desde entonces hasta el año 1995 fue la enti-

dad rectora del mercado. En 1995, en paralelismo con las transformaciones vividas por otras sociedades rectoras de mercados de valores españoles, se constituyó una sociedad anónima, AIAF Mercado de Renta Fija, S.A., que sustituyó desde ese momento a la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) en las labores de gestor del mercado.

1. De «asociación de intermediarios» a sociedad rectora del mercado

En el verano de 1987, el Banco de España propició la celebración de unas sesiones, que posteriormente fueron conocidas con el nombre de «Reuniones de Cerdilla», por la localidad en que tuvieron lugar, a las que convocó a los representantes de las entidades emisoras y financieras más activas del mercado de renta fija en general.

De estas jornadas surgió la idea de crear la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), como entidad y organización destinada a constituirse en organismo rector de lo que se denominará primero Mercado de la AIAF o Mercado AIAF de Renta Fija, y en la actualidad AIAF Mercado de Renta Fija.

Formalmente, la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros se constituyó en Madrid el día 1 de julio de 1987, al amparo de la Ley 19/1977, de 1 de abril, de asociaciones profesionales, y disposiciones que la desarrollan. Se organizó con ochenta y dos entidades financieras como miembros fundadores.

El objeto de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) consistía en «proponer toda suerte de iniciativas en beneficio de un mejor funcionamiento del mercado de activos financieros en España, y la realización de las actuaciones que se estime convenientes en defensa de los intereses de las personas y entidades que desarrollan actividades profesionales de mediación

en dicho mercado. En especial, y con este propósito, la asociación lleva a cabo: a) La definición de directrices y normas de conducta, de obligatorio cumplimiento para todos los miembros de la asociación, en ejercicio de las actividades de intermediación en el mercado de pagarés de empresa y otros activos financieros; b) Recomendar a los miembros de la asociación la utilización de sistemas de compensación que faciliten el control de las transacciones y liquidación de los títulos y activos incluidos en el sistema; c) Promover cualesquiera otras iniciativas para la innovación, seguridad y transparencia del mercado de activos financieros en España» (Estatutos de la Asociación).

Con posterioridad, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de agosto de 1991 autorizó, de acuerdo con lo previsto en el artículo 77 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el funcionamiento de AIAF Mercado de Renta Fija como mercado secundario organizado no oficial de valores de ámbito nacional, promovido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros. Con esta autorización, las autoridades consideran que AIAF Mercado de Renta Fija se ajusta a los principios establecidos en la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, para las bolsas de valores y para el mercado de deuda pública en anotaciones, y que aporta suficientes garantías para el ordenado funcionamiento de los mercados financieros y la seguridad de los inversores. El control y supervisión de AIAF Mercado de Renta Fija queda encomendado a la CNMV, y se le considera como uno de los mercados contenidos en la letra c) del número 1 del artículo 17 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, Reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, es decir, que se le considera un mercado español organizado de funcionamiento regular, reconocido y abierto al público, de tal manera que los valores que en él se negocian sean activos aptos para la inversión del 90 por 100 del activo de las sociedades y fondos de inversión.

CUADRO NÚM. 1

HITOS EN LA HISTORIA DE AIAF MERCADO DE RENTA FIJA

Jul-87	Constitución de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF)
Ago-91	AIAF MRF es autorizado como un mercado secundario no oficial
Sep-95	Constitución de AIAF Mercado de Renta Fija, S.A.
Ene-96	Directiva 93/22 EC. AIAF MRF es incluido en la lista de mercados regulados
Nov-98	Ley 37/1998 otorga la calificación de mercado oficial a AIAF MRF
Abr-00	AIAF MRF adquiere un aparticipación mayoritaria en SENAF
Mar-01	AIAF, SENAF y MEFF se fusionan para crear Grupo mF
Feb-02	BME, Bolsas y Mercados Españoles, comienza sus actividades

En 1995, transcurridos ocho años desde que se constituyó la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, y consolidado el desarrollo de AIAF Mercado de Renta Fija, se observó que su estructura jurídica, basada en una asociación de carácter profesional constituida al amparo de la Ley 19/1987, de 1 de abril, no resultaba del todo adecuada al devenir de los mercados financieros, máxime si se tiene en cuenta la estructura de sociedad anónima que se manifiesta en la mayoría de los restantes mercados. Por ello, el día 22 de septiembre de 1995 se constituye, en escritura pública, la entidad AIAF Mercado de Renta Fija, S.A., y se procede a su inscripción en el Registro Mercantil.

El día 1 de enero de 1996 se traspasa la actividad del Mercado a AIAF Mercado de Renta Fija, S.A., que a partir de esa fecha pasa a ser su entidad rectora, autorizado por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 27 de julio de 1995.

El control y supervisión de AIAF Mercado de Renta Fija quedan encomendados, igual que hasta ese momento, a la CNMV, que, en el ejercicio de sus competencias generales, deberá, al menos:

a) Tramitar cualquier añadido o modificación de los Estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, de los Estatutos de la Sociedad AIAF, Mercado de Renta Fija, Sociedad Anónima y del Reglamento del Mercado, proponiendo en su caso, su aprobación al ministro de Economía y Hacienda. La CNMV continúa teniendo competencia en relación con los Estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) en cuanto a la vinculación existente entre los miembros de la asociación y los miembros del mercado.

b) Conocer cualquier cambio que se produzca en el accionariado de la sociedad AIAF, Mercado de Renta Fija, S.A., en la composición de la Comisión Directiva de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y del Consejo de Administración de la sociedad AIAF, Mercado de Renta Fija, S.A., así como la designación de las personas que ocupen la Dirección General y la Secretaría General de esta última.

c) Conocer la relación de miembros del mercado, así como sus variaciones.

d) Aprobar cualquier modificación sustantiva que se produzca en el desarrollo y prestación de servicios relacionados con la compensación y liquidación de efectivos y valores.

e) Establecer la información periódica regular que deberá recibir la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre el desarrollo y funcionamiento del mercado. Asimismo, podrá recabar cuanta información con-

sidere necesaria y realizar las inspecciones precisas para asegurar el cumplimiento de los reglamentos y funcionamiento del mercado.

AIAF Mercado de Renta Fija, S.A.U. está regida y administrada por la Junta General de Accionistas y por el Consejo de Administración.

La Junta General de Accionistas es el órgano supremo de la Sociedad.

El Consejo de Administración es el órgano de administración de la Sociedad. En la actualidad esta integrado por catorce miembros.

El presidente y vicepresidente/s son nombrados por el Consejo de Administración de entre sus propios miembros. Asimismo, el Consejo de Administración puede designar dentro de su seno una Comisión Ejecutiva para desempeñar las funciones que se le deleguen.

El funcionamiento del Consejo de Administración se desarrolla con arreglo a lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas y en los Estatutos de la Sociedad.

2. Órganos de gobierno y administración del Mercado

Los órganos de gobierno y administración de AIAF Mercado de Renta Fija son los siguientes:

El Consejo de Administración de la Sociedad Rectora, en calidad de organismo rector del mercado y sin perjuicio de las competencias de la Junta General de accionistas y de la CNMV.

La Comisión de Supervisión y Vigilancia, en calidad de órgano de supervisión y vigilancia del mercado.

La Dirección General de la Sociedad, en calidad de órgano técnico de gestión, asesoramiento, impulso y ejecución.

El Consejo de Administración está regulado en el artículo 3 del Reglamento del Mercado. Es el organismo rector de éste, y desempeña las funciones que son propias de tal condición.

Por su parte, la Comisión de Supervisión y Vigilancia está regulada en la Instrucción 2/1996, de 30 de diciembre, de AIAF Mercado de Renta Fija, sobre las competencias y normas de funcionamiento de la Comisión de Supervisión y Vigilancia.

Son funciones de la Comisión de Supervisión y Vigilancia las siguientes: velar por el cumplimiento de las

normas y Reglamento del Mercado; controlar el desarrollo de la contratación, procurando el ordenado funcionamiento de los procesos de negociación, compensación y liquidación de operaciones; vigilar la adecuada formación de precios en el mercado y su difusión, buscando como objetivo maximizar la transparencia en la operativa; determinar, con el asesoramiento cuando proceda de las comisiones técnicas y de los órganos técnicos, los criterios de interpretación del Reglamento o de la operativa del mercado para la resolución de incidencias; publicar los criterios de interpretación para la resolución de incidencias, con el objeto de que sean conocidos por todos los miembros del mercado; recibir información de los órganos técnicos de éste sobre las incidencias ocurridas; resolver las incidencias que puedan suscitarse en la negociación y contratación; acordar la paralización definitiva de la negociación y/o ampliar el horario de negociación, en caso necesario, para garantizar su ordenado desarrollo, claro está, con la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que podrá imponer el levantamiento o denegar la ampliación, respectivamente, si lo estimase oportuno; poner en conocimiento del organismo rector todas aquellas infracciones que puedan suponer una lesión en los principios inspiradores de la regulación de los mercados de valores y del régimen de funcionamiento de AIAF Mercado de Renta Fija, y prestar al organismo rector cuanta asistencia le solicite en el ejercicio de sus funciones de gestión del mercado.

Por último, la Dirección General del Mercado es la correspondiente a la sociedad rectora.

3. Posición de AIAF en la estructura actual de los mercados españoles

Con fecha 4 de octubre de 2001 se firmaba en Madrid la escritura pública por la que quedaba constituido el holding denominado MEFF AIAF SENAF Holding de Mercados Financieros, S.A. En éste quedaban integradas las respectivas sociedades rectoras de los mercados MEFF (de derivados), AIAF (de renta fija corporativa) y SENAF (sistema organizado de negociación de deuda pública). Para esta operación se utilizó la sociedad *holding* que tenía el grupo MEFF. En la citada escritura pública se realizaron las oportunas modificaciones estatutarias de esta sociedad, se modificó su denominación social y se aumentó el capital social para dar entrada en el accionariado a los accionistas de las sociedades rectoras de AIAF y de SENAF mediante un canje de acciones. En esta fecha culminaba un proceso de integración de larga andadura y que sirvió de impulso adicional al procedimiento de integración de todos los mercados españoles mediante la creación de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (Bolsas y Mercados Españoles).

IV. MIEMBROS DE AIAF

Para operar en AIAF Mercado de Renta Fija es necesario ser miembro del mismo.

El artículo 10,1 del Reglamento de AIAF Mercado de Renta Fija establece que «podrán ser miembros del Mercado aquellos que reúnan la condición de sujetos del mercado conforme a la Ley del Mercado de Valores».

En este sentido, el artículo 37 de la Ley del Mercado de Valores, en su apartado 1, dispone que:

Podrán ser miembros de los mercados secundarios oficiales de valores, con sujeción a los requisitos previstos en esta Ley o los que se fijan reglamentariamente para cada tipo de mercado, las siguientes entidades:

- a) Las sociedades y agencias de valores.
- b) Las entidades de crédito españolas.
- c) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, siempre que, además de cumplir los requisitos previstos en el Título V para operar en España, en la autorización dada por las autoridades de su país de origen se les faculte para prestar los servicios de inversión contemplados en los apartados b) o c) del número 1 del artículo 63.

d) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, siempre que, además de cumplir los requisitos para operar en España previstos en el Título V de esta Ley, en la autorización dada por las autoridades de su país de origen se les faculte para prestar los servicios de inversión contemplados en los apartados b) o c) del número 1 del artículo 63. El Ministro de Economía y Hacienda podrá denegar o condicionar el acceso de estas entidades a los mercados españoles por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de las reglas de ordenación y disciplina de los mercados de valores españoles.

La enumeración de estas entidades en el citado artículo 37 es la trasposición en la Ley del Mercado de Valores de la Directiva de Servicios de Inversión en lo referente a las denominadas empresas de inversión.

Asimismo, las entidades que deseen adquirir la condición de miembro de AIAF Mercado de Renta Fija deberán cumplir con las condiciones económicas establecidas por el organismo rector, y adherirse al sistema de compensación y liquidación del mercado. Las mencionadas condiciones económicas están reguladas mediante circulares del mercado.

Los derechos que adquieren las entidades por su condición de miembros del mercado están recogidos principalmente en el artículo 11 del Reglamento del mercado, sin perjuicio de otros que pudieran derivarse de la legislación aplicable, y son los siguientes: a) realizar transacciones en el mercado por cuenta propia y/o de sus clientes, en su caso; b) cotizar y cruzar operaciones con otros miembros, bien directamente o a través de mediadores-*brokers*. A tal fin, son responsables de dar precios exactos y actualizarlos. Deben ajustar, en todo caso, su actuación a lo establecido en el presente Reglamento y en la legislación aplicable; c) cotizar y cruzar operaciones con sus clientes con respecto, en todo caso, a lo establecido en los artículos 30 al 35 del Reglamento y en la legislación aplicable; d) cotizar en el sistema normalizado de acuerdo con los artículos 27 al 29 del Reglamento, y en los sistemas homologados, de acuerdo con los artículos 36 al 38 del Reglamento; e) recibir información del mercado en igualdad con el resto de los miembros; f) recibir información relativa a las transacciones efectuadas; g) obtener para cada fecha y valor detalle exacto del saldo vivo de los valores registrados en sus cuentas; h) presentar sus reclamaciones por los procedimientos establecidos en el Reglamento.

De la misma forma, las entidades que adquieren la condición de miembros del mercado asumen principalmente las obligaciones contenidas en el artículo 12 del Reglamento y, claro está, sin perjuicio de otras que pudieran derivarse de la legislación aplicable, y son las siguientes: a) cumplir el Reglamento y las circulares que lo desarrollan; b) comunicar al mercado la información exigible respecto a sí mismo y, en su caso, a sus clientes; c) comunicar las operaciones efectuadas y las que sean exigibles para la confirmación, compensación y liquidación; d) informar de volúmenes, precio y TIR en los casos, condiciones y plazos determinados por el Reglamento. Se entiende por volumen el importe total nominal cruzado, y por precio, el cambio de la operación; e) formular las propuestas de posición de acuerdo con lo establecido en los artículos 28, 32, 35, 37 y 40 del Reglamento; f) cotizar precios de compra en firme o indicativamente, según los casos, y dar contrapartida de acuerdo con lo establecido en el Reglamento; g) Mantener un «registro de operaciones por cuenta propia» y un «registro de operaciones por cuenta de terceros». En el registro de operaciones por cuenta de terceros cada miembro debe hacer constar, por su orden, todas y cada una de las operaciones contratadas en el mercado con sus clientes y que afecten a la titularidad de los valores. Los miembros obtienen o están en disposición de obtener para cada fecha y para cada valor detalle exacto del saldo vivo de los valores registrados. Cada miembro solo responde de sus registros; h) los miembros tienen la obligación de expedir y entregar a sus clientes resguardos justificativos de las operaciones efectuadas por cuenta de

éstos y dadas de alta en el registro de terceros. Los justificantes deben contener, al menos, los siguientes datos: identificación completa del valor adquirido, nombre y apellidos, razón o denominación social del inversor, domicilio, número de identificación fiscal, valor nominal, precio de adquisición y retención practicada, en su caso; además de los justificantes expedidos, los miembros deben facilitar a sus clientes, a petición de éstos, los documentos acreditativos de los saldos de los distintos valores que mantengan a nombre y por cuenta de ellos, en una fecha determinada; i) colaborar con el organismo rector en el control y supervisión para el buen funcionamiento del mercado; j) cumplir y velar por el cumplimiento de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores, en particular en sus artículos 78 al 83 y normas de desarrollo.

V. VALORES NEGOCIABLES

1. Valores negociables en AIAF Mercado de Renta Fija

Los valores negociables en AIAF Mercado de Renta Fija son los de renta fija, y en particular los que enumera el artículo 8 del Reglamento del Mercado. Sin embargo, la enumeración que realiza el citado artículo no es limitativa, ya que, en su apartado 2, establece que «previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, corresponde al Organismo Rector aprobar las distintas clases de valores que pueden ser cotizados y negociados en el Mercado de acuerdo con la normativa vigente». Los valores que actualmente se negocian en AIAF Mercado de Renta Fija, ya sea por constar expresamente en el Reglamento o por haber sido aprobados conforme al citado apartado 2 del artículo 8 del Reglamento, son los siguientes:

Pagarés de empresa. Son activos a corto plazo, de duración de una semana a 36 meses. Se emiten al descuento, con rendimiento implícito. Las emisiones se realizan al amparo de un programa que establece un saldo máximo de emisión. El procedimiento de emisión es por adjudicación directa o adjudicación por subasta. No tienen retención fiscal si el tenedor es sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, si están representados mediante anotaciones en cuenta, y cotizan en un mercado oficial como es el caso de AIAF Mercado de Renta Fija (cuadro núm. 2).

Bonos y obligaciones. Son activos a medio y largo plazo los bonos de 3 a 5 años y las obligaciones de más de 5 años. Los rendimientos pueden ser explícitos (fijos o variables), implícitos (cupón cero) o mixtos. Pueden responder a deudas principales o subordinadas. No tienen retención fiscal si el tenedor es sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, si están representados

CUADRO NÚM. 2

EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE PAGARÉS

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Número de emisores	18	26	34	44	47	53	61
Volumen emitido	6.262,34	49.329,90	66.755,57	96.654,95	99.875,29	152.635,46	208.416,73
Media por emisor.....	347,91	1.897,30	1.963,40	2.196,70	2.125,01	2.879,91	3.416,67
Número de emisiones.....	1.942	6.292	15.936	27.866	28.620	30.412	36.612
Media por emisor.....	108	242	469	633	609	574	600

mediante anotaciones en cuenta y cotizan en un mercado oficial como es el caso de AIAF Mercado de Renta Fija.

Activos de titulización. Son valores negociables soportados por un conjunto de activos que proporcionan flujos económicos. Los citados activos deberán ser de naturaleza homogénea, con existencia de bases de datos históricos que no tengan impedimentos legales para su transmisión, y con gestión técnica de éstos. Los activos titulizables podrán recaer sobre hipotecas (en la actualidad son la mayoría) o sobre activos en general. Cuando tienen una duración a medio y largo plazo se les denomina bonos de titulización, y a corto plazo, son pagarés de titulización.

Cédulas hipotecarias. Son valores emitidos por entidades de crédito y garantizados por la totalidad de los préstamos hipotecarios concedidos por ésta. Pueden tener rendimientos explícitos(fijos o variables) o implícitos(cupón cero o descuento). Su tratamiento fiscal es similar al de los bonos.

Participaciones preferentes. Son valores negociables que forman parte del capital social del emisor, pero otorgan a sus titulares unos derechos muy diferentes a los correspondientes a las acciones ordinarias. Sus principales características son las siguientes. Carecen de restricciones a la libre transmisión; carecen de derechos políticos, salvo en supuestos excepcionales; no son canjeables ni convertibles en acciones ordinarias del emisor o del garante; carecen del derecho de suscripción preferente en futuras ampliaciones de capital; atribuyen el derecho a percibir un dividendo predeterminado de carácter fijo, no acumulativo, y cuya distribución se efectúe en función del beneficio distribuible del emisor o del garante; tienen preferencia en el pago con respecto a las acciones ordinarias del emisor; son amortizables a voluntad del emisor; y, son susceptibles de negociación, compensación y liquidación conforme a las normas de AIAF Mercado de Renta Fija.

Bonos matador. Son emisiones en pesetas realizadas por un no residente. Como consecuencia de que las pesetas ya no existen, estos valores han perdido su razón de ser.

Cédulas territoriales. Estos valores están regulados específicamente en el artículo 13 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. El capital e intereses de estos valores están especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las comunidades autónomas, los entes locales, así como a los organismos autónomos y a las entidades públicas empresariales dependientes de los mismos o a otras entidades de naturaleza análoga del espacio económico europeo. El importe total de las cédulas emitidas por una entidad de crédito no podrá ser superior al 70 por 100 del importe de los préstamos y créditos no amortizados que tenga concedidos a las administraciones públicas antes referidas. Los tenedores de las cédulas tendrán derecho preferente sobre los derechos de crédito de la entidad emisora frente al Estado, las comunidades autónomas, los entes locales, así como a los organismos autónomos y a las entidades públicas empresariales dependientes de los mismos o a otras entidades de naturaleza análoga del espacio económico europeo, para el cobro de los derechos derivados del título que ostenten sobre dichos valores.

GRÁFICO 1

OPERACIONES Y TIPOS DE INSTRUMENTOS

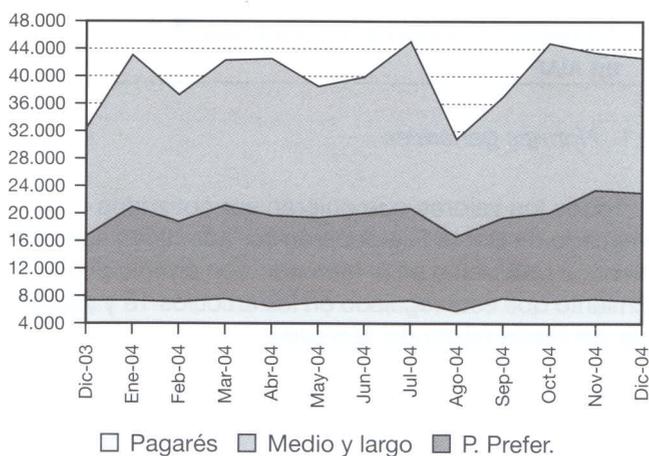
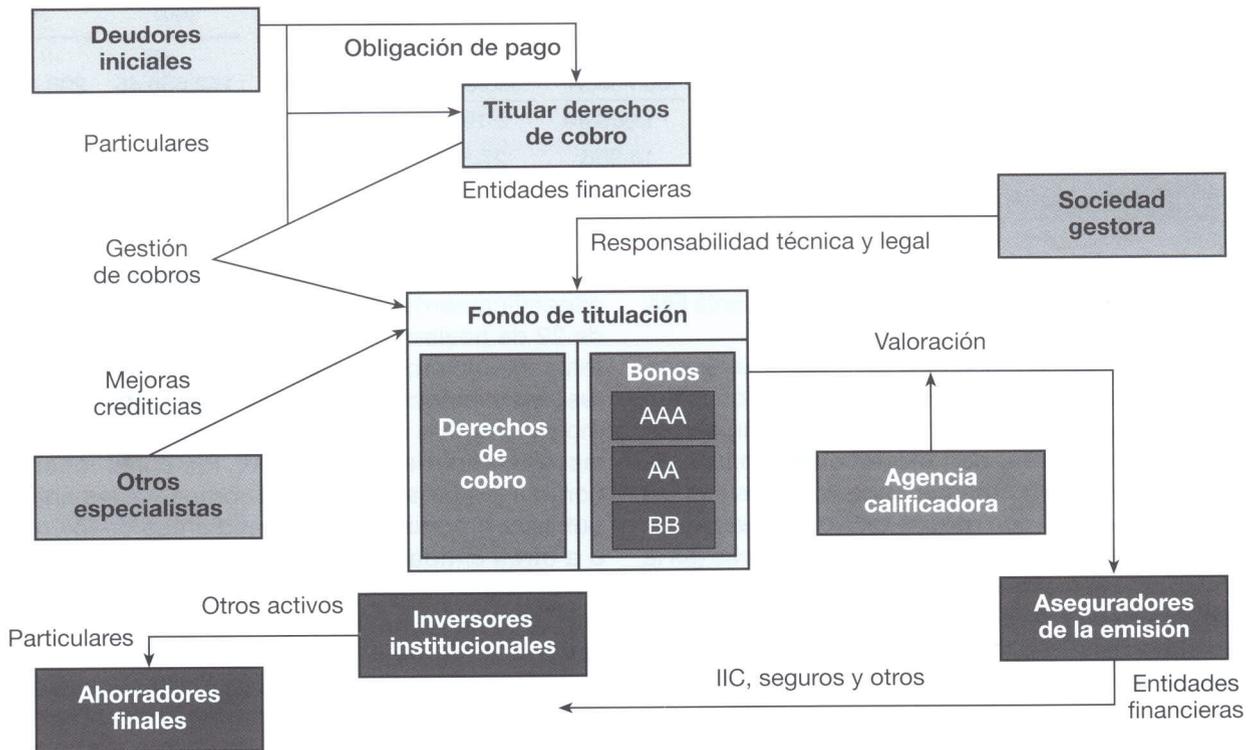


GRÁFICO 2
ESQUEMA DE UNA TITULIZACIÓN



Para que los valores que hemos expuesto se negocien en AIAF Mercado de Renta Fija tendrán que, en primer lugar, emitirse, y posteriormente admitirse a cotización en el Mercado. La emisión es lo que constituye el mercado primario. Y como es obvio, el mercado primario es imprescindible para que pueda existir el secundario. Por ello, AIAF Mercado de Renta Fija, como mercado secundario, se interesa especialmente por el desarrollo y crecimiento del mercado primario.

2. Admisión de valores a cotización en AIAF

2.1. Normas generales

Todos los valores que quieran ser cotizados en AIAF Mercado de Renta Fija deberán ser admitidos expresamente a cotización en el mercado con arreglo al procedimiento que está regulado en los artículos 18 y siguientes del Reglamento del Mercado.

La admisión a cotización es competencia del organismo rector del mercado, sin perjuicio de la supervisión de todo el proceso de admisión, que es competencia de la CNMV.

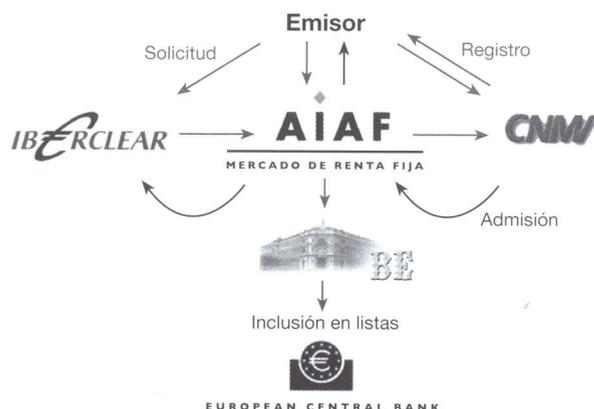
Cumplidos por el emisor los requisitos exigidos en cada caso, el expediente es examinado por los órganos técnicos del mercado que dan traslado e informan al organismo rector del mercado. Este último, si lo encuentra conforme, remite a la CNMV la propuesta de admisión a negociación de los correspondientes valores. Obtenido el visto bueno de la supervisión de la CNMV, el organismo rector del mercado procede a la pertinente admisión.

AIAF Mercado de Renta Fija comunica individualmente al emisor la admisión de los valores de que se trate, e informa con carácter general al mercado a través del *Boletín Diario de Operaciones*, como medio de publicidad.

La admisión se podrá llevar a cabo a través de dos procedimientos distintos: admisión definitiva y admisión en dos fases. Ambos procedimientos de admisión se inician a solicitud del emisor de los valores cuya cotización se pretende. Asimismo, ambos procedimientos pueden ser utilizados a elección del emisor cualquiera que sea la clase de valor de que se trate, a excepción de las emisiones de pagarés de empresa y valores asimilados, que solamente podrán tramitarse por el procedimiento de admisión definitiva. La distinción entre los citados procedimientos radica básicamente en la documentación e información que se debe solicitar al mercado.

GRÁFICO 3

ESQUEMA DEL PROCESO DE ANOTACIÓN/ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE LOS VALORES



De acuerdo a un criterio cronológico, la admisión a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija se realiza una vez que los valores han sido emitidos y desembolsados. Sin embargo, no debe esperarse a este momento para realizar los trámites de admisión a cotización en el mercado (gráfico 3).

Desde un punto de vista práctico y operativo, es conveniente ponerse en contacto con AIAF Mercado de Renta Fija desde los inicios de los preparativos de la emisión con el fin de lograr que los valores sean admitidos a cotización en la fecha más próxima posible a la de desembolso.

A continuación exponemos el procedimiento y la documentación necesaria para la admisión a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija de los valores emitidos.

2.2. Empréstitos sujetos a la Ley de Sociedades Anónimas o a la Ley 211/64

Esta clase de valores podrá ser admitida a cotización con arreglo a los dos procedimientos expuestos en el apartado anterior: admisión definitiva, y admisión en dos fases.

A efectos de la *admisión definitiva*, los requisitos son los siguientes: a) certificado general de vigencia relativo a aquellas informaciones y documentos que ya hubieran sido acreditados en el proceso de emisión con motivo del registro del folleto informativo en la CNMV; b) testimonio notarial de la escritura de emisión y constitución del sindicato de obligacionistas, inscrito en el Registro Mercantil; c) testimonio notarial del acta de cierre de la emisión, inscrito en el Registro Mercantil; d) cuadros de difusión debidamente cumplimentados

y firmados, donde se recoja el desglose del número de valores y de suscriptores clasificados, tanto por su naturaleza como por su distribución geográfica; e) certificación del sistema de compensación y liquidación de la puesta en circulación de los valores de que está debidamente documentada la titularidad individualizada de dichos valores, y de que se ha provisto a los suscriptores del justificante de su titularidad. Esta certificación contendrá la información sobre las posiciones, por cuenta propia y por cuenta de terceros, de los miembros que han actuado como colocadores de la emisión, y aseverará que el cuadro inicial de esas posiciones con los saldos controlados por los depositarios se ha realizado.

A efectos de la *admisión en dos fases*, los requisitos son los siguientes:

Requisitos de la admisión en primera fase. De acuerdo con lo previsto en el artículo 25 del Reglamento del Mercado, es requisito necesario para someter a tramitación la admisión de una emisión en primera fase que se dé cumplimiento al compromiso adquirido por el emisor, en el folleto informativo de emisión, respecto al plazo de admisión a cotización. La admisión en primera fase requerirá la presentación de los siguientes documentos: a) certificado general de vigencia; b) el testimonio notarial de la escritura de emisión y constitución del sindicato de obligacionista inscrita en el Registro Mercantil se sustituye por una copia simple de la misma; c) el testimonio notarial del acta de cierre de la emisión inscrito en el Registro Mercantil se sustituye por una certificación del emisor acerca del resultado de la colocación. Esta certificación deberá recoger el número de suscriptores de la emisión; d) los cuadros de difusión se aportarán en caso de que estén disponibles; e) certificación del sistema de compensación y liquidación de la identificación de los suscriptores de la emisión, a los efectos del inicio y seguimiento posterior de la negociación, de que se ha efectuado y de que los suscriptores han sido provistos de algún justificante de su titularidad. Esta certificación contendrá información sobre las posiciones, por cuenta propia y por cuenta de terceros, de los miembros que han actuado como colocadores de la emisión, y aseverará que el cuadro inicial de esas posiciones con los saldos controlados por los depositarios se ha realizado.

Requisitos de la admisión en segunda fase: a) testimonio notarial del acta de cierre de la emisión inscrita en el Registro Mercantil; b) cuadros de difusión. Este requisito es sólo aplicable en el caso de que no hubieran sido aportados con motivo de la solicitud de admisión en primera fase.

Como se ha podido observar, el procedimiento en dos fases tiene por finalidad el que la inscripción de la

emisión en el Registro Mercantil no retrase la admisión de los valores admitidos a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija.

2.3. Activos no sujetos a escritura de emisión o a inscripción en el Registro Mercantil

Los requisitos son los mismos que los enumerados anteriormente, con la siguiente salvedad para el caso de activos no sujetos a escritura de emisión: la escritura y constitución del sindicato de obligacionistas y el acta del cierre de la emisión son sustituidos por una certificación del emisor acerca del resultado de colocación, en la que se debe recoger el número de suscriptores de la emisión.

2.4. Activos cuya colocación se realice de forma sucesiva

En este caso, se requiere la documentación comentada anteriormente. El certificado general de vigencia sólo se presentará con motivo de la solicitud de admisión de los valores correspondientes a la primera de las emisiones del correspondiente programa.

2.5. Pagarés de empresa y valores asimilados

La colocación en el mercado primario de los pagarés de empresa y valores asimilados se realiza normalmente de forma sucesiva, a lo largo de un período determinado. En la admisión a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija de emisiones de pagarés de empresa se tendrá en cuenta lo siguiente: a) la admisión de este tipo de valores sólo se podrá llevar a cabo a través del procedimiento de admisión definitiva, como se ha indicado anteriormente; b) el certificado general de vigencia se aportará únicamente con motivo de la solicitud de admisión de los valores correspondientes a la primera de las emisiones realizadas al amparo del correspondiente programa; c) la escritura de emisión y constitución del sindicato de obligacionistas y el acta de cierre de la emisión serán sustituidos por una certificación del emisor acerca del resultado de la colocación, en la que se incluya el número de suscriptores de la emisión.

VI. SISTEMAS DE COTIZACIÓN, NEGOCIACIÓN, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

La contratación de operaciones en los mercados descentralizados —como se ha comentado anteriormente, la renta fija, por regla general, respeta este modelo—, no tiene lugar a través de un medio específico de contratación o un modelo único de ejecución de órdenes,

sino que es el resultado de la confluencia simultánea de una diversidad de procedimientos, plataformas y mecanismos tanto con la utilización de herramientas electrónicas como mediante los tradicionales sistemas de voz.

En AIAF Mercado de Renta Fija, los valores que previamente han sido admitidos a cotización en el mercado se cotizan y negocian entre los miembros del mercado y con sus clientes de esta forma plural y abierta a la participación de todos los agentes que integran la estructura del mercado.

1. Cotización, negociación y contratación

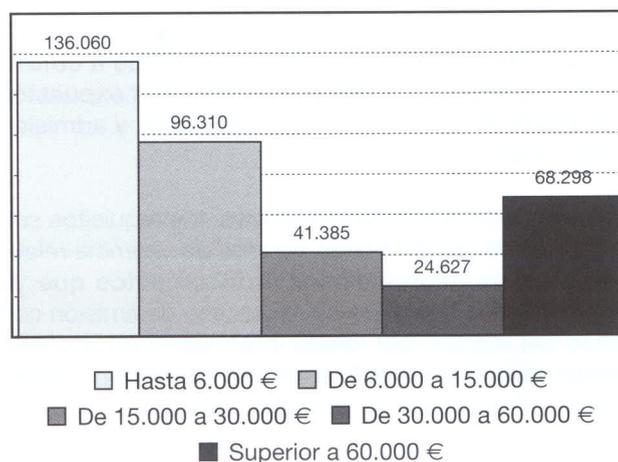
En AIAF Mercado de Renta Fija los valores cotizan a través de un sistema de difusión de precios cuyas reglas las encontramos en los artículos 27, 30, 36 y 39 del Reglamento del Mercado.

La negociación y la contratación de las operaciones se realizan entre los miembros del mercado de manera descentralizada, es decir, que estos procesos los realizan los miembros a través de sus mesas de contratación, sin necesidad de acudir a un lugar determinado para contratar.

Por otro lado, los miembros del mercado pueden realizar las operaciones por cuenta propia o por cuenta de terceros, es decir, de sus clientes.

En la modalidad de negociación en general, también conocida coloquialmente como «2º escalón», pueden intervenir todos los miembros del mercado, y la negociación y contratación se realiza mediante comunica-

GRÁFICO 4
NÚMERO DE OPERACIONES CLASIFICADAS
POR VOLUMEN



CUADRO NÚM. 3

VOLUMEN EFECTIVO TOTAL NEGOCIADO POR MESES

Mes	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Enero	1.801	1.754	5.310	6.997	11.812	26.764	29.839	33.783
Febrero	1.144	1.717	6.871	11.370	7.412	21.832	25.898	33.643
Marzo.....	1.175	2.662	6.735	9.252	9.480	22.311	27.788	52.067
Abril	1.623	1.874	6.277	8.668	12.115	24.582	32.317	41.488
Mayo.....	1.629	2.084	4.293	7.514	9.679	21.818	29.077	40.128
Junio	1.513	2.693	6.629	9.618	7.635	23.182	32.588	45.679
Julio	883	2.701	8.157	6.901	9.711	21.396	36.895	51.245
Agosto	591	1.282	7.866	5.800	9.097	14.976	21.953	50.308
Septiembre ..	1.187	2.804	8.270	8.075	12.224	19.212	30.007	53.188
Octubre.....	1.586	4.236	10.645	8.865	12.543	23.215	37.844	51.843
Noviembre ...	1.776	10.129	7.761	7.591	19.263	22.415	36.962	60.867
Diciembre	2.394	9.183	7.454	9.175	19.840	23.264	39.022	52.341
	17.303	43.120	86.268	99.826	140.810	264.967	380.190	566.580

ción telefónica, bien directamente entre los miembros que tienen interés en operar, o bien a través de un mediador-*broker* que facilite a los miembros la búsqueda de contrapartida, o mediante el uso de sistemas electrónicos *multidealer*, en cuyos libros de órdenes conviven simultáneamente las ofertas de compra y/o venta proporcionadas por todos las instituciones autorizadas para participar en la plataforma, que en este caso pueden ser tanto entidades financieras como inversores cualificados tales como instituciones de inversión colectiva, compañías de seguros, etcétera.

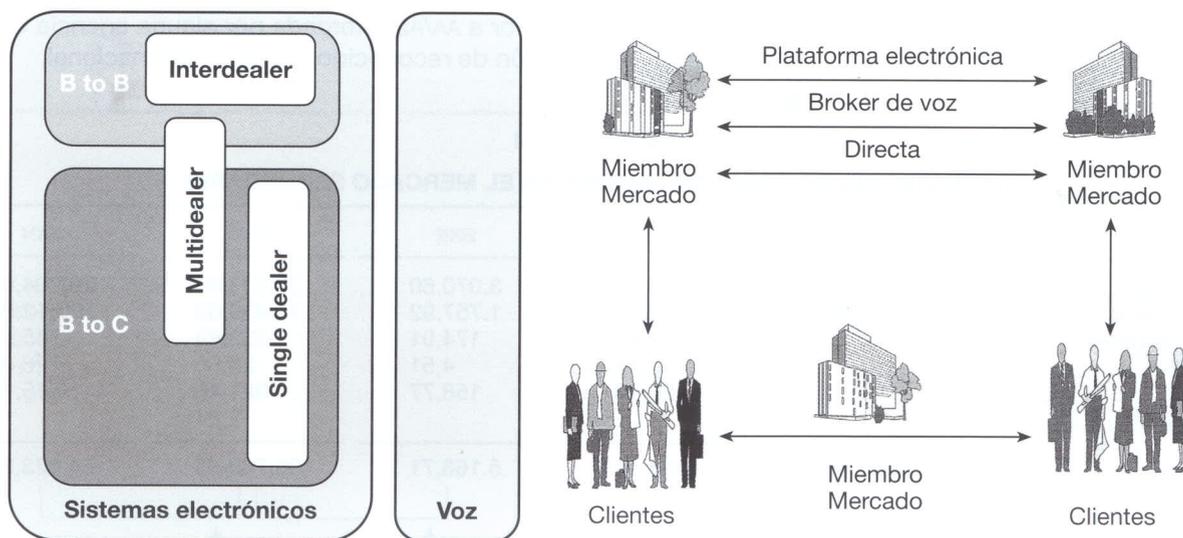
El procedimiento que deberán seguir los miembros en estas modalidades se encuentra regulado en el Reglamento del Mercado, artículos 27 y siguientes.

Estos artículos distinguen dos procedimientos que son los siguientes: un procedimiento general para las operaciones que se realizan entre miembros por cuenta propia, y un segundo procedimiento para las operaciones que se realizan entre miembros, pero entre la cuenta propia y la cuenta de terceros, es decir, de sus clientes.

Las compraventas que se realizan en la modalidad de negociación en general pueden serlo al contado, a plazo, simultáneas o con pacto de recompra a fecha fija (*repo*), de conformidad con lo regulado en la Circular 2/1997, de 29 de abril, sobre operaciones de compraventa de valores admitidos a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija.

GRÁFICO 5

ÁMBITOS DE CONTRATACIÓN EN LA RENTA FIJA



— Se denomina compraventa simple al contado la constituida por una sola compraventa en la que las partes que contratan acuerdan una fecha de liquidación de la operación que no excede del quinto día hábil siguiente al de la fecha de contratación.

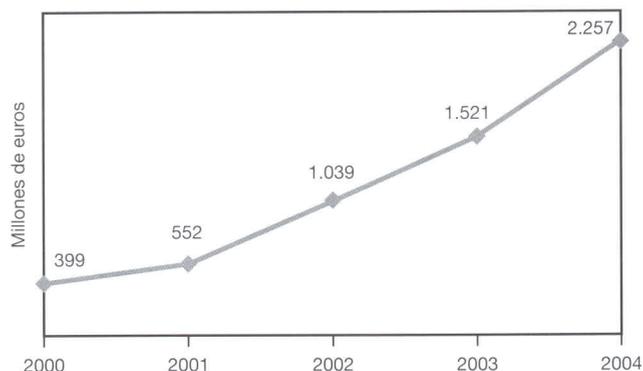
— Se denomina compraventa simple a plazo la constituida por una sola compraventa en la que las partes que contratan acuerdan una fecha de liquidación de la operación que sea posterior al quinto día hábil siguiente al de la fecha de contratación.

— Se denomina compraventa simultánea la constituida por dos compraventas de sentido contrario que reúnan las siguientes características: ambas compraventas son contratadas al mismo tiempo por las mismas partes, pero el comprador en la primera será el vendedor en la segunda, y viceversa; la emisión y el número de valores objeto de ambas compraventas serán los mismos; la fecha de liquidación de las referidas compraventas será diferente; podrán ser ambas al contado, ambas a plazo, o la primera de contado y la segunda a plazo. Estas operaciones simultáneas funcionan, desde un punto de vista puramente financiero, como las operaciones *repo*, diferenciándose de estas últimas en su tratamiento contable, ya que el activo se da de baja en el balance del vendedor y de alta en el comprador. En la fecha de vuelta se realiza el apunte contrario.

2. Contratación de valores en SENAF

Recientemente, AIAF Mercado de Renta Fija ha abierto la posibilidad de negociar operaciones sobre valores admitidos a cotización en el mercado a través de la plataforma electrónica SENAF. Para ello se han habilitado dos ámbitos de contratación en función del tipo de valor que las instituciones financieras miembros de SENAF estén interesadas en cotizar y contratar, estos son:

GRÁFICO 6
VOLUMEN MEDIO NEGOCIADO POR SESIÓN



a) Segmento de activos con colateral

Serán objeto de inclusión en este segmento de cotización aquellas emisiones de valores que:

— Se encuentren respaldadas por activos hipotecarios, préstamos al sector público o cualquier otro tipo de garantía establecida en la normativa vigente en cada momento.

— Tengan un volumen emitido, agregado a nivel código de valor, superior a 1.000 millones de euros.

— Presenten una estructura de flujos financieros conocidos y preestablecidos a priori, mediante pagos de cupón fijos y con amortización final a la par.

— Tengan un plazo de amortización desde la fecha de emisión igual o superior a tres años.

— Gocen de una calificación crediticia equivalente o superior a AA/Aa, otorgada por alguna agencia de calificación de reconocido prestigio internacional.

CUADRO NÚM. 4

CONTRATACIÓN DE CÉDULAS «JUMBO» EN EL MERCADO SECUNDARIO

Mlls. € y años	2000	2001	2002	2003	2004
No residentes		570,85	3.070,60	20.636,68	29.204,03
Inst. financieras	1.565,90	1.029,47	1.757,92	15.439,03	23.612,56
Fondos y seguros		28,43	174,91	332,43	765,55
Minoristas		0,10	4,51	28,60	726,02
Empresas.....		26,10	158,77	321,46	615,16
Sector público				2,24	
Total.....	1.565,90	1.654,94	5.166,71	36.760,43	54.923,32

▲ 611,5 por 100 ▲ 49,4 por 100

b) Segmento de nuevas emisiones

Serán objeto de inclusión en este segmento de cotización las nuevas emisiones de valores que:

— Tengan un volumen emitido, agregado a nivel código de valor, superior a 200 millones de euros.

— El emisor de los valores haya manifestado en su lanzamiento que la colocación de éstos está dirigida a inversores institucionales, españoles o extranjeros, entendidos éstos según se establece en el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Estas emisiones serán excluidas del sistema transcurrido un mes desde la fecha de desembolso de los valores.

3. Compensación y liquidación

Las operaciones que se realizan en AIAF Mercado de Renta Fija por sus miembros requieren ser compensadas y liquidadas. Estas actividades se realizan conforme al sistema de compensación y liquidación regulado en el artículo 42 del Reglamento del Mercado y en las circulares que lo desarrollan.

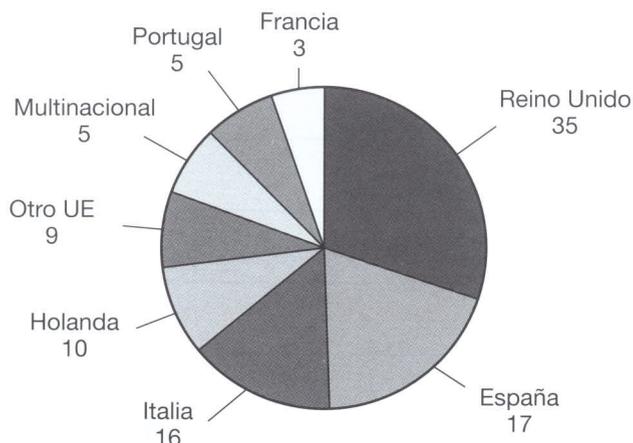
Sin embargo, las funciones de compensación y liquidación de las operaciones realizadas en AIAF Mercado de Renta Fija no son realizadas directamente por éste, sino que están encomendadas a otra entidad. Esta entidad es, en la actualidad, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (IBERCLEAR), que gestiona los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores negociados en los mercados de valores españoles.

A. EL AUJE DE LA TITULIZACIÓN

La titulización se ha convertido en uno de los segmentos de más entidad en AIAF, y con mayor potencial de recorrido y crecimiento. Es la misma tendencia que se registra en otros países europeos, con una intensa actividad emisora en este ámbito.

En el conjunto europeo se espera un volumen total de emisiones de bonos de titulización que podría superar los 250.000 millones de euros en 2004. España aporta el 17 por 100 del total, tan sólo por detrás de Reino Unido, y por delante de países con mayor PIB, como Italia o Francia (gráfico 7).

GRÁFICO 7
LA TITULIZACIÓN POR PAÍSES
(En porcentaje)



En nuestro mercado, la contratación de bonos de titulización en 2004 alcanzó los 170.000 millones de euros, con un crecimiento del 145 por 100 respecto a 2003. Las nuevas emisiones admitidas en AIAF suponen 50.000 millones de euros, y el saldo vivo supera los 100.000 millones de euros, la tercera parte de nuestro saldo total, convirtiéndose en los activos que han aportado mayor financiación neta dentro de AIAF.

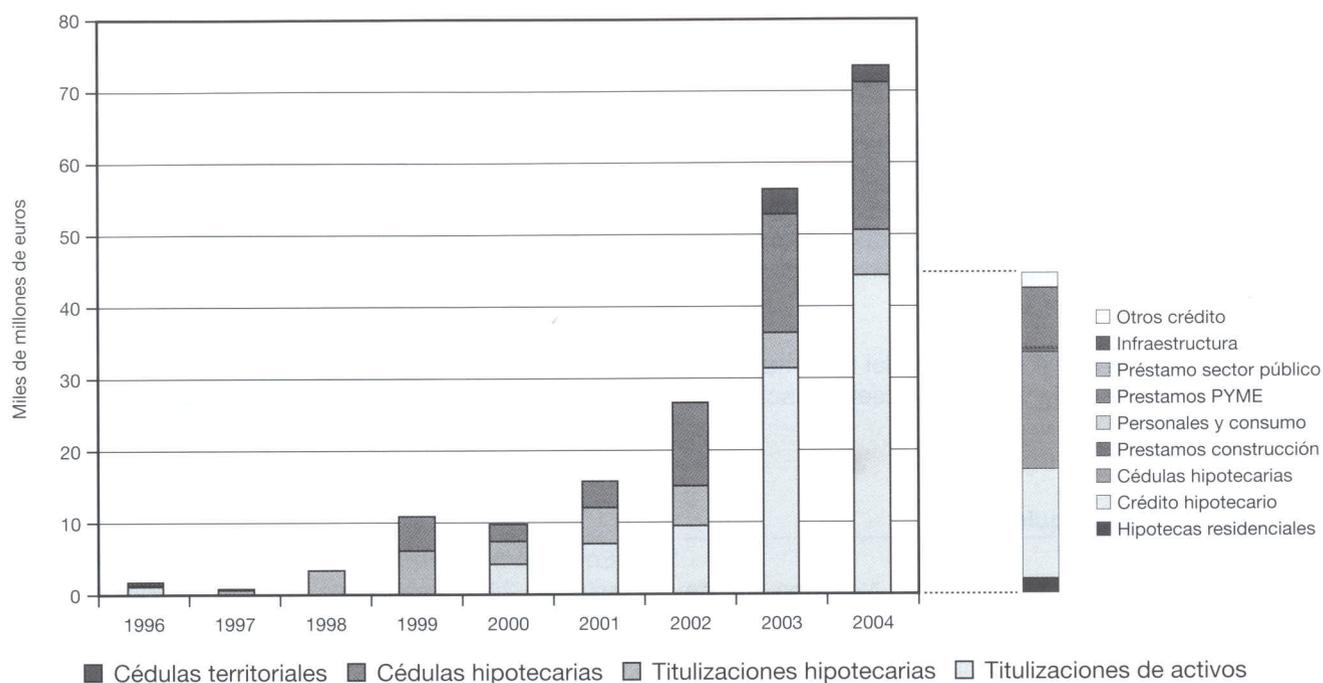
Sin embargo, por encima de las cifras, ya de por sí muy elocuentes, el vigor de la titulización en España pone especialmente de manifiesto la capacidad del mercado de deuda corporativa para hacer frente de a las necesidades de la economía privada y, en especial, a la fuerte demanda de crédito hipotecario registrada en los últimos años, soportada en un porcentaje significativo por la titulización hipotecaria (gráfico 8).

AIAF ha contribuido en los últimos años de forma notable a la obtención de estos créditos por parte de los promotores inmobiliarios y los particulares, y a que las entidades bancarias hayan encontrado la forma de obtener recursos con los que hacer frente a la voluminosa y creciente demanda de hipotecas.

Esto incluye a algunas cajas de ahorros de mediana y pequeña dimensión a las que les habría resultado excesivamente caro emitir por sí mismas y que han realizado emisiones conjuntas, combinado cédulas hipotecarias y titulización, lo que les ha permitido obtener recursos a un bajo coste y con el favorable *rating* que obtienen estas emisiones.

A su vez, los inversores, entre los que los no residentes ocupan un porcentaje muy destacado, han descubierto en los últimos años un instrumento que ofrece

GRÁFICO 8
TITULIZACIONES Y TIPOS DE COLATERALES



grandes posibilidades de diversificación en España, con activos de riesgo conocido y limitado.

La titulización se ha convertido así, incluso más allá del cumplimiento de una función netamente financiera, en un formidable instrumento para conjugar la iniciativa pública y la privada en el diseño y ejecución de infraestructuras de uso e interés social, y contribuir al desarrollo de determinados sectores económicos con fuerte peso en la creación de riqueza.

Por otra parte, y también a través de la titulización, AIAF se ha convertido en un eficaz canal para la financiación de las pequeñas y medianas empresas, en especial a través de los FT PYME, que titulan los créditos que las entidades bancarias conceden a las PYME, directamente o con fondos ICO, y que debe su existencia al actual gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, a su paso por la Dirección General del Tesoro. En este año, las admisiones de este tipo de titulización han supuesto más de 8.000 millones de euros, la misma cantidad que en la suma de los cuatro años anteriores.

Las perspectivas son además especialmente positivas de cara al futuro, dadas las grandes posibilidades de diversificación de activos subyacentes para la titulización que se ofrecen en España, máxime una vez que esté aprobada la orden que está preparando el Ministerio de Economía para ampliar la gama de activos.

B. EVOLUCIÓN DEL MERCADO

Durante el año 2004 AIAF ha registrado de nuevo niveles record de actividad. Todos los indicadores del mercado ponen de manifiesto una extraordinaria vitalidad, llegando a sus niveles máximos tanto en negociación y en nuevas emisiones admitidas como en saldo vivo, que supera por primera vez en la historia de nuestro mercado el nivel de la deuda pública, con 308.000 millones de euros (gráficos 9 y 10).

GRÁFICO 9
AIAF MERCADO DE RENTA FIJA.
PRINCIPALES MAGNITUDES

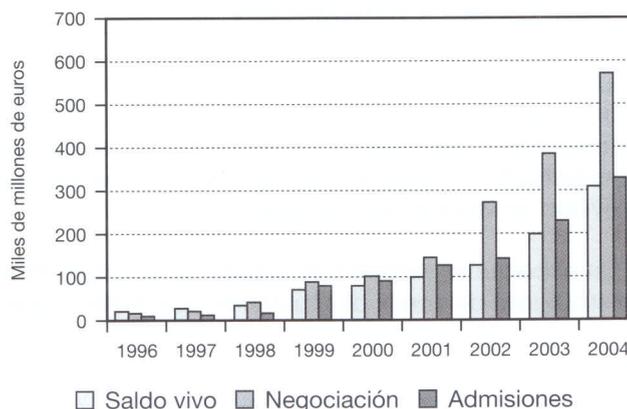
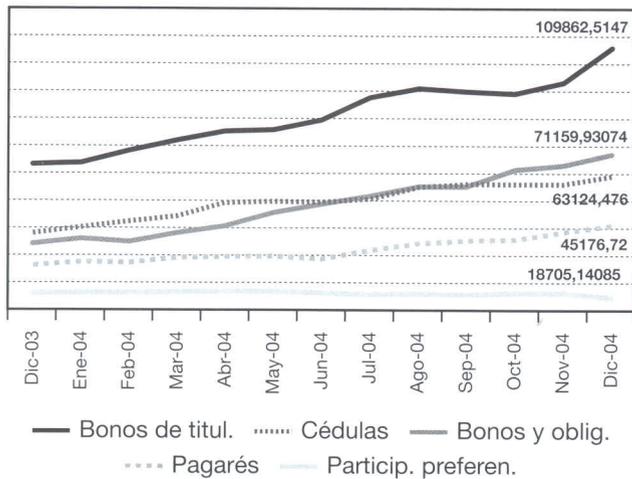


GRÁFICO 10
EVOLUCIÓN SALDO VIVO POR PRODUCTOS



Los datos más recientes no hacen sino confirmar una tendencia persistente durante los últimos años, hasta el punto de que la dimensión de este mercado en cuanto a la negociación se ha multiplicado por más de cinco veces desde el año 2000, y por más de tres veces el volumen de admisiones a cotización.

De este modo, la negociación ha superado por primera vez el medio billón de euros, con un incremento del 50 por 100 respecto al año pasado, y las admisiones de nuevas emisiones superan los 320.000 millones de euros (gráfico 12).

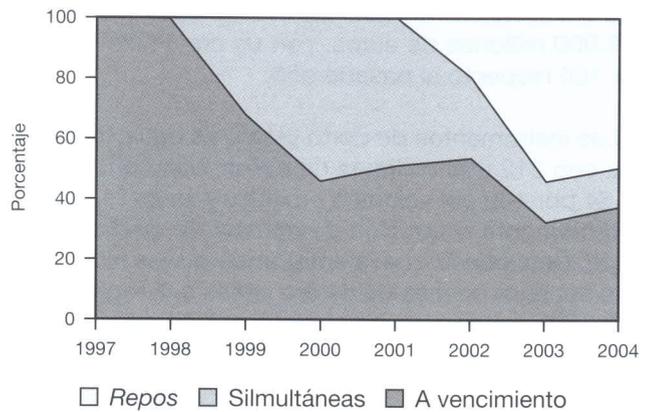
Las perspectivas para 2005 siguen siendo muy positivas en la medida en que se mantienen las condiciones que han permitido en los últimos años el crecimiento de este mercado.

Queremos, además, seguir potenciando el peso y la influencia de nuestro mercado en Europa, especialmente gracias a los ritmos de crecimiento que prevemos en nuestro segmento de titulización.

Los pagarés han continuado siendo los activos más negociados en AIAF, con un volumen total de 286.000 millones de euros, y un creciente uso por parte de las empresas para colocar sus excedentes de tesorería, y por parte de los particulares, que encuentran en ellos una rentabilidad superior a otros activos o depósitos a corto plazo. Como consecuencia de ello, ha crecido el número de emisores que acuden a AIAF para listar sus programas de emisión de pagarés, que llega a los sesenta en la actualidad.

Sin embargo, los ritmos de crecimiento más fuertes se han producido de nuevo en los bonos de titulización, que alcanzan la cifra de 170.000 millones de euros, más

GRÁFICO 11
AIAF MERCADO DE RENTA FIJA.
DISTRIBUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN
(En porcentaje)

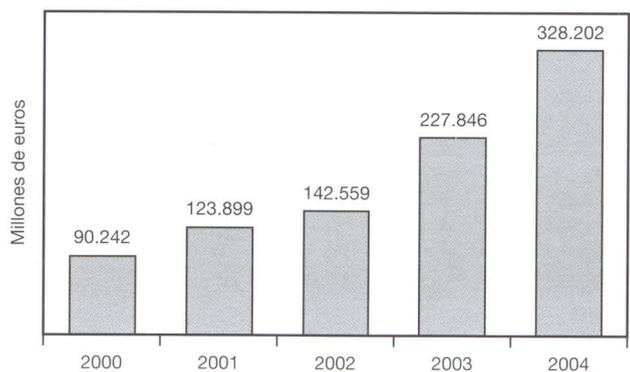


de dos veces superior a la de 2003, confirmando la tendencia alcista de los activos titulizados respecto de todos los parámetros del mercado AIAF.

También registra una actividad notable la contratación de cédulas hipotecarias, con un total de 47.000 millones de euros, y un incremento del 175 por 100 respecto al año anterior. Además, gracias a la colaboración entre AIAF y la plataforma de negociación electrónica SENAF, que también forma parte de BME, se ha logrado poner en marcha en el pasado mes de noviembre un nuevo desarrollo para la contratación electrónica de cédulas.

El número de operaciones registrado en 2004 en el mercado secundario asciende a casi 500.000, de las cuales más del 60 por 100 tenían importes inferiores a los 15.000 euros, es decir, operaciones que correspondían a órdenes de inversores particulares.

GRÁFICO 12
ADMISIONES A COTIZACIÓN

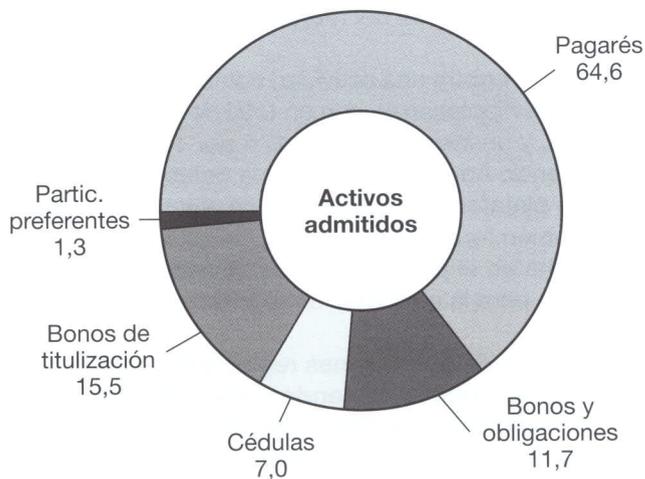


C. MERCADO PRIMARIO

El mercado primario ha experimentado durante el año 2004 un fuerte crecimiento, aun partiendo ya de unos volúmenes de por sí importantes. El volumen total admitido a cotización en AIAF en el año 2004 ha sido de 328.000 millones de euros, con un crecimiento del 44 por 100 respecto al pasado año.

Los instrumentos de corto plazo, es decir, los pagarés, con 212.000 millones de euros, han concentrado un 64 por 100 del volumen emitido, y se ha fortalecido notablemente la emisión de activos de medio y largo plazo. Basta decir que la emisión de bonos simples ha sido superior en más de cuatro veces a la registrada el año 2003, si bien los crecimientos más agresivos los registran de nuevo los bonos de titulización (gráfico 13).

GRÁFICO 13
VOLUMEN EMITIDO EN 2004, POR INSTRUMENTOS
(En porcentaje)



D. DIRECTIVA DE FOLLETOS

El presidente de la CNMV, Manuel Conthe, ha impulsado en los últimos meses una iniciativa de gran relevancia para el futuro del mercado de deuda corporativa en España al haber creado un grupo de trabajo que elaborará y propondrá un conjunto de medidas de cara a la estandarización y simplificación, la supervisión de los folletos y la reducción de los plazos en los que se realiza.

Para ello se ha creado una grupo de trabajo, presidido por el vicepresidente de la CNMV, Carlos Arenillas, en el que participan representantes del órgano regulador y del mercado AIAF, que presentará sus propuestas en la primera parte del presente año.

Se trata de evitar que parte de los emisores españoles pudieran trasladar el *listing* de sus emisiones a otras plazas financieras que ofrezcan marcos normativos más flexibles.

El primer cometido encomendado a este grupo de trabajo es la redacción y preparación de «folletos reducidos» estandarizados relativos a valores de renta fija negociados en AIAF, que deberán acomodarse a lo establecido en la Directiva 2003/71/CE y el Reglamento 809/2004, relativos a folletos de emisión, de forma que puedan seguir siendo utilizados en España tras la transposición y entrada en vigor de dichas normas.

SENAF, plataforma electrónica de negociación de valores de renta fija

Antonio Feito

I. INTRODUCCIÓN

El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF) es una plataforma electrónica de negociación de valores de renta fija, así como de instrumentos financieros vinculados a estos valores y en general a tipos de interés.

Actúa de un modo neutral frente a los mercados, ya que su estatus jurídico le impide la toma de posiciones y está sometido a la supervisión de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) y del Banco de España.

La plataforma fue creada en febrero de 1999 con el nombre de «Infomedas», a partir de la unión de los cuatro «brokers ciegos» españoles.

Inicialmente se constituyó como sociedad anónima, pero en mayo de ese mismo año se transformó en agencia de valores, ya que se consideró, por parte de los organismos rectores del mercado, CNMV y Banco de España, la conveniencia de utilizar esta figura legal para la actuación de SENAF, hasta que se aprobase una reglamentación específica para las características de negociación de una plataforma electrónica.

En agosto de 2000 la Junta General de Accionistas aprueba cambiar la denominación social de «Infomedas» a Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF).

El Consejo de Ministros, en su reunión del 23 de febrero de 2001, acordó otorgar a SENAF la categoría de sistema organizado de negociación (SON), lo que le confiere la posibilidad de autorregulación para llevar a cabo sus iniciativas dentro del marco de los mercados de valores.

En uso de esta facultad de autorregulación, SENAF aprobó su Reglamento General, que regula las disposi-

ciones generales, miembros, valores e instrumentos negociables, órganos de gobierno y contratación.

Actualmente SENAF está integrado en el grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME).

II. MARCO REGULADOR

SENAF actúa dentro de un marco general que fija el órgano rector del mercado de deuda pública, Banco de España, y bajo la tutela del órgano de supervisión, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

A SENAF le son aplicables las disposiciones relativas a los sistemas organizados de negociación de valores y el régimen previsto en el artículo 31, apartado 4, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, así como sus disposiciones de desarrollo.

También son de aplicación el Reglamento de SENAF, las instrucciones operativas aprobadas por el Consejo de Administración y cualesquiera otras regulaciones emanadas de los órganos de SENAF en el desarrollo de sus funciones y competencias.

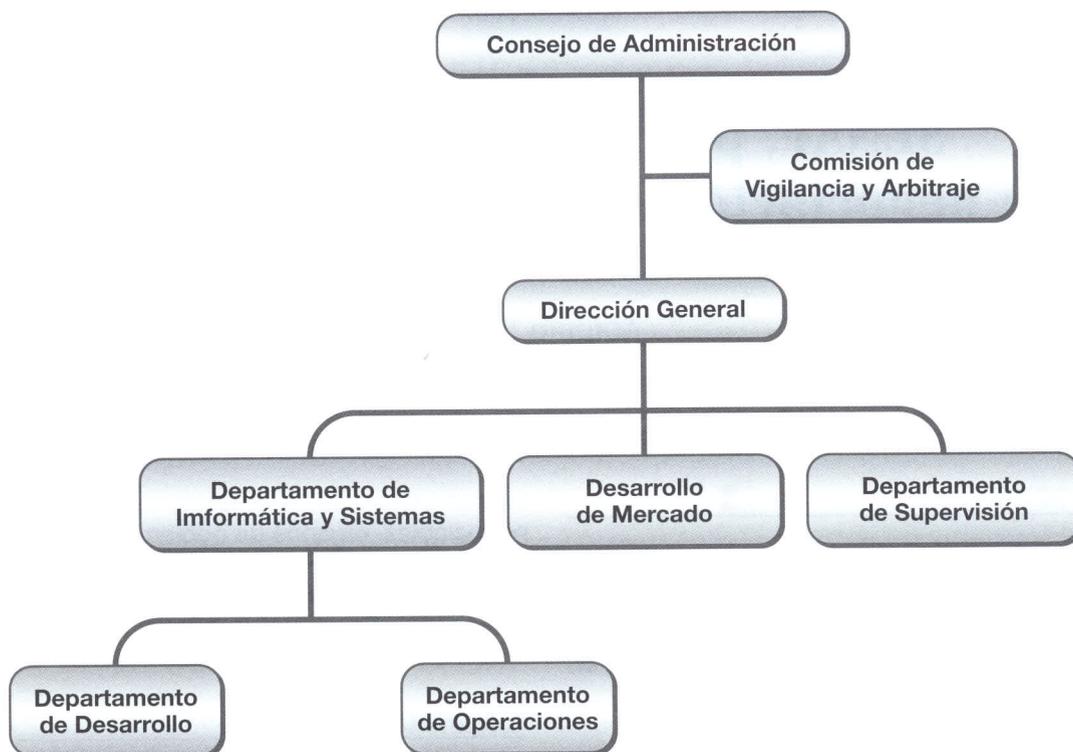
III. ORGANIZACIÓN

Consejo de Administración

El Consejo de Administración dirige y gestiona SENAF fijando las líneas generales que regirán su estrategia y desenvolvimiento, respetando en todo caso la normativa general que afecta a los mercados españoles de valores.

Es el encargado de informar a la CNMV y al Banco de España sobre las propuestas de modificación del Regla-

GRÁFICO 1



mento, sobre los proyectos de instrucciones operativas y sobre las decisiones que adopte en el ámbito de sus competencias.

Comisión de Vigilancia y Arbitraje

La Comisión de Vigilancia y Arbitraje tiene encomendado el seguimiento, la inspección y fiscalización del funcionamiento de SENAF, así como la resolución de las controversias que puedan plantearse cuando alguna de las partes implicadas no estuviese conforme con la decisión adoptada por el Departamento de Supervisión.

Esta Comisión está integrada por un representante de la plataforma, tres representantes de los miembros y un representante de la Dirección General del Tesoro.

Departamento de Supervisión

El Departamento de Supervisión está compuesto por personal de SENAF, y es el encargado de velar por el buen funcionamiento y continuidad del sistema.

Entre sus funciones están:

- Estudiar y resolver, de la forma más inmediata posible, las incidencias que pudieran producirse en el curso de la negociación de acuerdo con las normas vigentes.

- Trasladar a la Comisión de Vigilancia y Arbitraje toda la información sobre las incidencias en el transcurso de la negociación.

- Servir de apoyo a los miembros en la resolución de los distintos problemas que puedan plantearse sobre la negociación en SENAF.

IV. MIEMBROS

La negociación en SENAF está reservada a los miembros que forman parte de la plataforma y que están autorizados a introducir electrónicamente órdenes en el sistema de negociación.

Pueden solicitar la condición de miembros las entidades que actúen en mercados secundarios oficiales españoles donde estén admitidos a negociación valores de renta fija e instrumentos financieros vinculados, así como otras entidades en las condiciones que determine el Consejo de Administración de SENAF en las correspondientes instrucciones operativas.

Las entidades interesadas en obtener la condición de miembros tienen que disponer de los medios personales y técnicos que exija su actuación en la plataforma de negociación.

El Consejo de Administración de SENAF es el que establece las categorías de miembros y regula el régimen específico de cada una de ellas.

En la actualidad, SENAF cuenta con 32 miembros, entre los que se encuentran las principales entidades financieras que trabajan en Europa y que participan en la negociación de los diferentes productos que se pueden contratar en la plataforma, contando con terminales operativos en las principales plazas financieras europeas, como Londres, Francfort, París, Milán, Barcelona y Madrid.

1. Categorías de miembros

Actualmente existen tres categorías de miembros:

— *Miembros negociadores*: son los autorizados por los organismos competentes para negociar en el sistema, bien directamente y por sí mismos, o bien a través de los miembros mediadores.

— *Miembros mediadores*: son los autorizados por los organismos competentes para «mediar» en el sistema, es decir, que sólo pueden introducir órdenes por cuenta de los miembros negociadores, y nunca en nombre propio.

— *Entidades de contrapartida central*: son las que se establezcan de conformidad con lo dispuesto en el artículo 44 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, introducido por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Los derechos y obligaciones de los miembros de SENAF están establecidos en el Reglamento e Instrucciones Operativas vigentes en cada momento, sin perjuicio de otros que puedan derivarse de la legislación aplicable.

De entre las diferentes ventajas que tienen los miembros por operar en SENAF podríamos destacar:

— Acceso a la liquidez de los mercados de deuda pública y renta fija privada, al ser un sistema que ofrece de un modo continuo precios de oferta y demanda.

— Seguridad y transparencia en la operativa, con conexión automática a los sistemas de compensación y liquidación de IBERCLEAR.

— Adaptabilidad en la conexión a los sistemas de los miembros, ya que la interfaz permite conectarse a cualquier sistema existente, controlar el riesgo en la operativa y gestionar aplicaciones de *back office*.

— Disminución de los costes asociados a la negociación.

V. VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS NEGOCIABLES

El Reglamento de SENAF establece que se pueden negociar:

— Valores de renta fija que previamente hayan sido admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores español.

— Instrumentos financieros vinculados a los valores citados en el punto anterior y en general a tipos de interés, en las condiciones que determine el Consejo de Administración.

— Valores e instrumentos financieros negociados en mercados extranjeros, en las condiciones que determine el Consejo de Administración.

Actualmente, los valores e instrumentos negociados en SENAF son:

1. Bonos y Obligaciones del Estado

Son valores emitidos por el Tesoro Público de España a un plazo superior a dos años. Los bonos y las obligaciones son iguales en todas sus características salvo en el plazo, que en el caso de los bonos oscila entre dos y cinco años, mientras que en las obligaciones es superior a cinco años.

Strips

Proviene de la segregación de un bono u obligación, dando lugar a nuevos valores negociables de rendimiento implícito, procedentes de los flujos de caja correspondientes a los cupones y al principal de dicho bono u obligación.

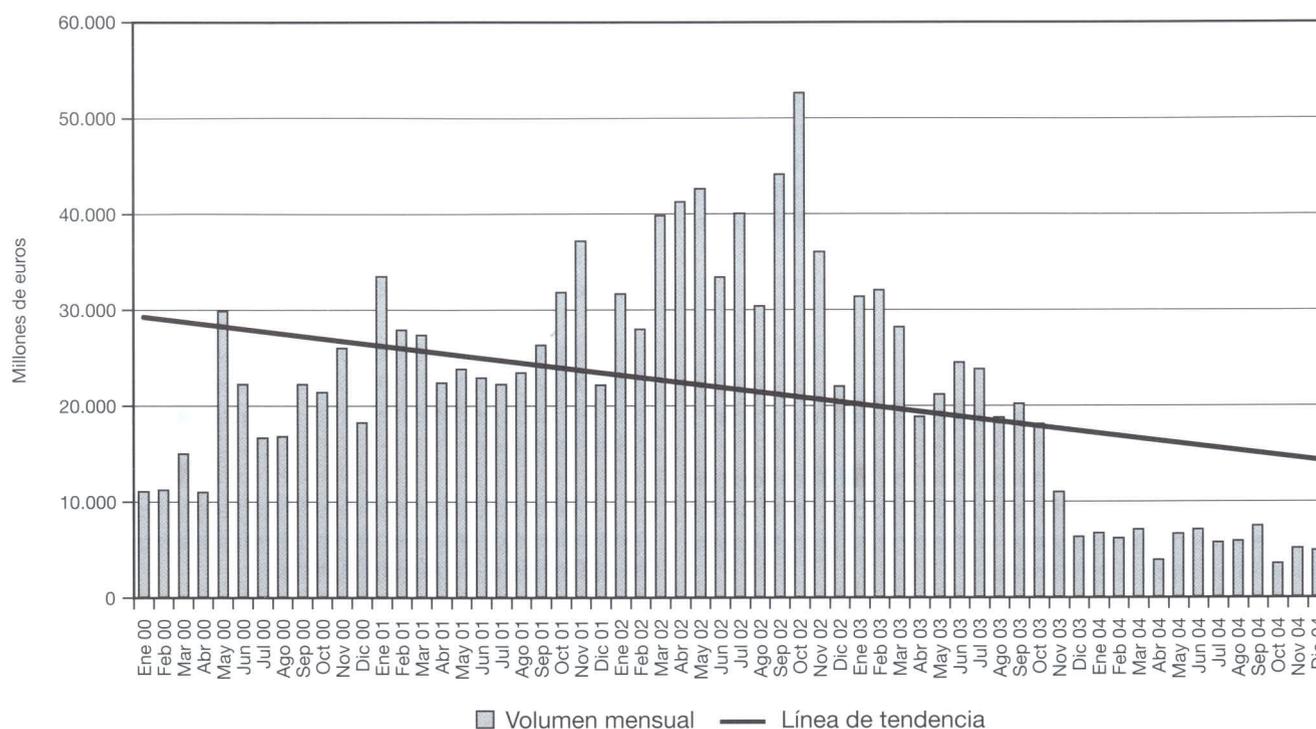
Switches

Este instrumento permite realizar simultáneamente la compra de un bono u obligación y la venta de otro distinto. Normalmente la forma de cotizarlos es por la diferencia de rentabilidad (TIR) de ambos activos.

Bases

Este instrumento consiste en la compra/venta de un bono u obligación y la venta/compra de contratos de futuros de forma simultánea.

GRÁFICO 2
VOLUMEN MENSUAL DE SENAF EN DEUDA A VENCIMIENTO (*)



(*) Incluye lo operado en bonos, obligaciones, strips, switches y bases.

Actualmente en SENAF se pueden cotizar bases de deuda española contra los contratos de futuros alemanes.

Como se puede ver en el gráfico 2, la evolución de la negociación de deuda en SENAF fue creciente hasta el año 2003, y a lo largo de este año y 2004 los volúmenes negociados han venido disminuyendo por varios motivos, entre los que podemos destacar:

- La aprobación por parte del Tesoro de una segunda plataforma de negociación electrónica que ha provocado una dispersión de la liquidez.

- El estrechamiento en los diferenciales de rentabilidad de la deuda española con el resto de deudas europeas, que ha motivado menor interés por nuestra deuda y, por tanto, una menor existencia de flujos de clientes finales.

2. Letras del Tesoro

Son valores de renta fija a corto plazo emitidos al descuento, por lo que su precio de adquisición es inferior al importe que el inversor recibirá en el momento del reembolso o venta, siendo la diferencia entre estos dos valores el rendimiento generado por la letra del Tesoro.

En el gráfico 3 se puede ver cómo desde que empezó la negociación de letras, a principios de 2003, la tendencia en la negociación en SENAF ha sido creciente.

En el año 2004 se negociaron 36.350 millones de euros, frente a los 27.093 millones de euros negociados en 2003.

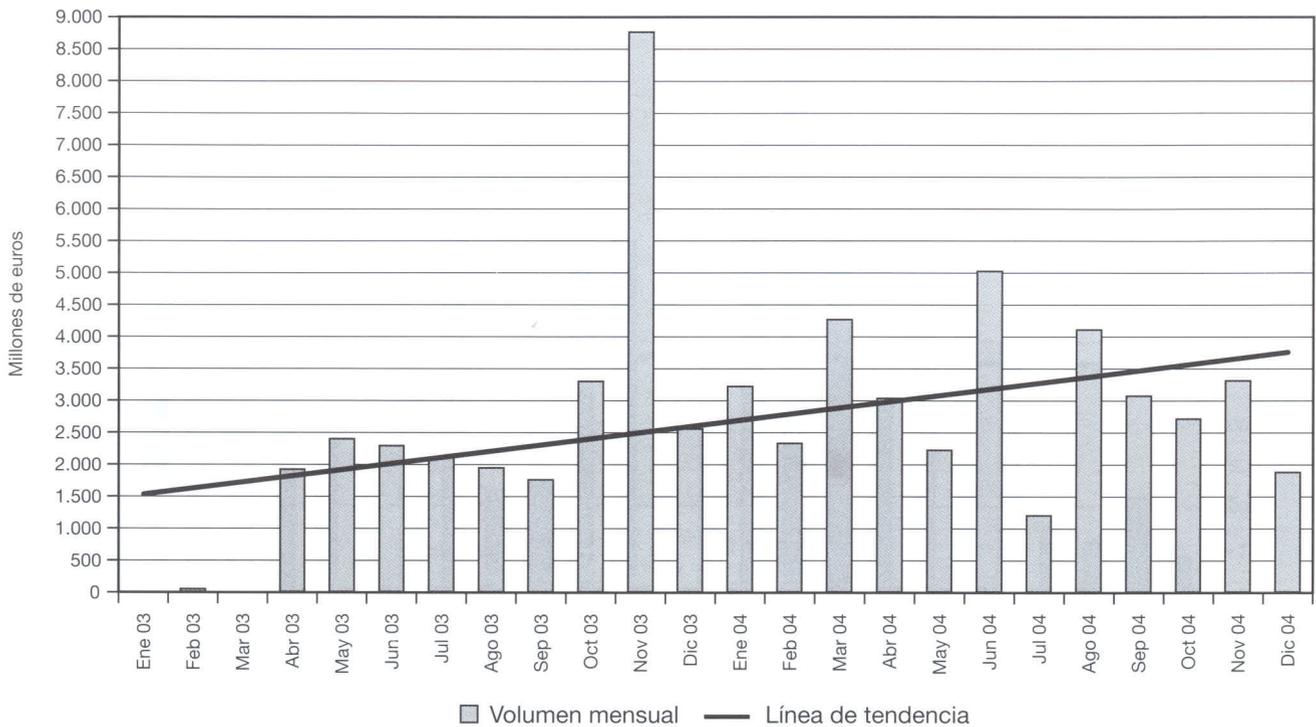
3. Repos

Son operaciones que consisten en la compraventa de un valor con el compromiso de deshacerla en una fecha posterior y a un precio determinado de antemano, lo que permite invertir en deuda pública a plazos muy cortos.

En SENAF se pueden contratar operaciones a plazos desde un día hasta seis meses.

Los repos negociados en SENAF se registran en la Entidad de Contrapartida Central, MEFFCLEAR (gráfico 4), por lo que actualmente los miembros de SENAF que quieran operar en repos también deberán ser miembros de MEFFCLEAR o tener un contrato de cliente con un miembro liquidador de MEFFCLEAR.

GRÁFICO 3
VOLUMEN MENSUAL DE SENAF EN LETRAS A VENCIMIENTO



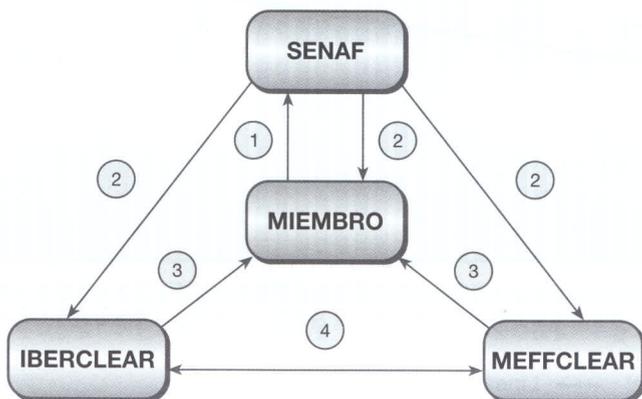
Este registro hace que cualquier operación de *repos* negociada en SENAF tenga garantizada la contrapartida única de MEFFCLEAR que actúa de comprador frente al vendedor y de vendedor frente al comprador, mediante la novación de las operaciones de *repos* realizadas en SENAF, garantizando el buen fin de éstas.

En septiembre de 2002 comenzó la negociación de *repos* en SENAF y desde entonces se mantiene una

tendencia de negociación en torno a los 30.000 millones de euros mensuales, tal y como se deduce del gráfico 5.

En el gráfico 6 se puede ver la evolución de la negociación total en SENAF, que ha pasado de un volumen de 221.382 millones de euros en el año 2000 a 401.749 millones de euros en 2004, lo que supone un incremento del 81,47 por 100.

GRÁFICO 4
ESQUEMA DE LA OPERATIVA DE REPOS



- ① El miembro de SENAF transmite órdenes a SENAF.
- ② Producida una transacción en SENAF, éste:
 - a) Informa al miembro de SENAF.
 - b) Informa a IBERCLEAR.
 - c) Informa a MEFFCLEAR.
- ③ IBERCLEAR y MEFFCLEAR informan al miembro de los respectivos registros, tanto de anotación de operaciones a efectuar como de operaciones liquidadas. En la información de MEFFCLEAR se incluye el importe de las garantías.
- ④ IBERCLEAR y MEFFCLEAR se comunican los registros respectivos.

GRÁFICO 5
VOLUMEN MENSUAL DE SENAF EN REPOS

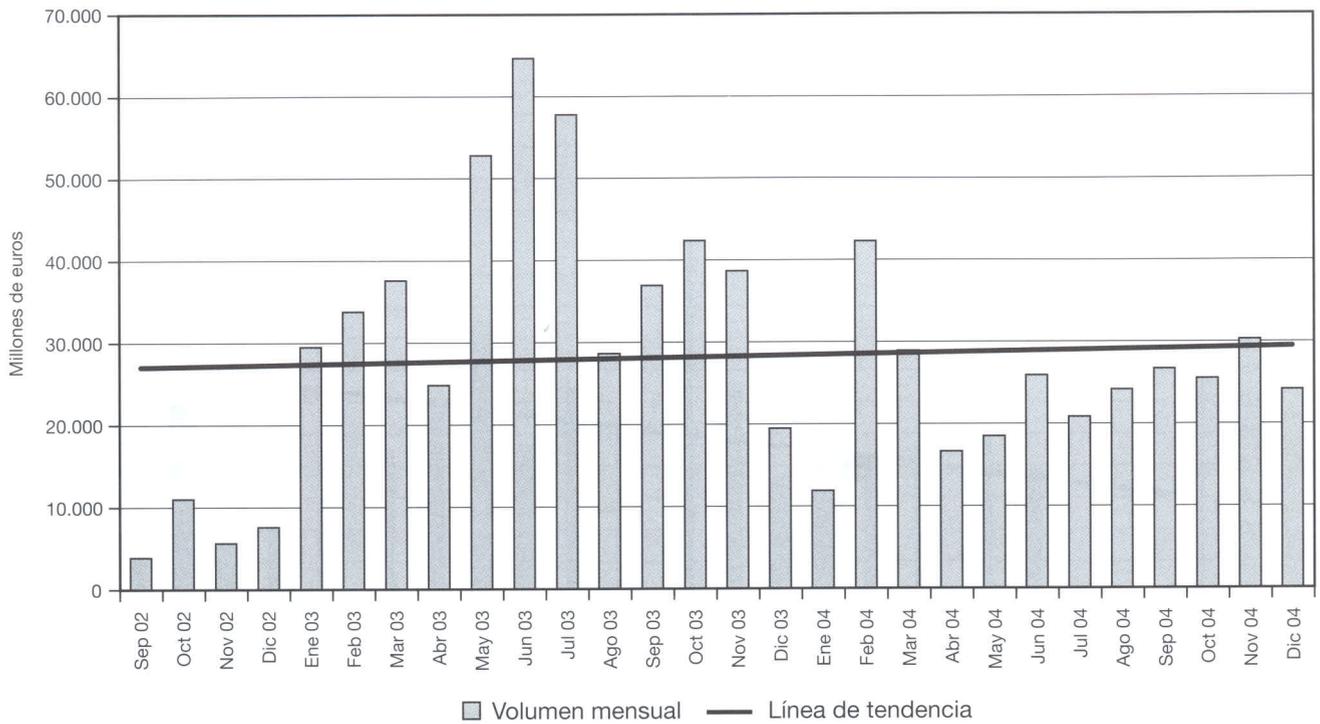
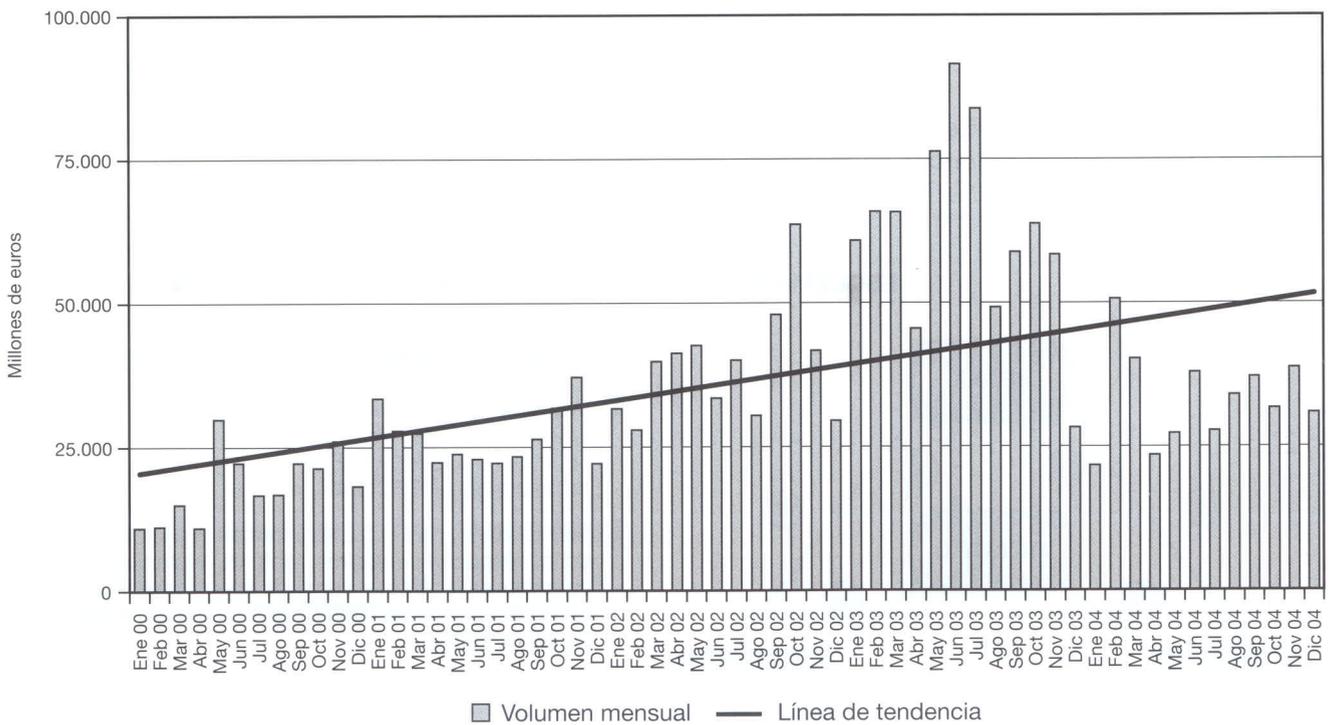


GRÁFICO 6
VOLUMEN TOTAL NEGOCIADO EN SENAF



VI. ACCESO A LA OPERATIVA EN SENAF

Los miembros pueden operar en SENAF a través del Terminal Operativo y con la conexión SAPI.

1. Terminal operativo

Con este terminal, SENAF pretende ofrecer un completo y novedoso acceso a la negociación de los distintos instrumentos, con muchas alternativas en cuanto a la forma de operar, permitiendo hacerlo utilizando directamente el ratón, el teclado o utilizando ambas alternativas, y siempre de un modo fácil, seguro y rápido.

El terminal SENAF utiliza el sistema operativo *Windows*, lo que hace que sea familiar y sencillo de utilizar para cualquier persona que empiece a operar con él.

2. Conexión SAPI

SENAF ha desarrollado un API (*application programmer interface*) con el propósito de mejorar el servicio que presta a sus miembros.

El SAPI es una interfaz entre las entidades y SENAF que posibilita que éstas pueden integrar en sus sistemas informáticos toda la información de nuestros mercados y desde ellos enviar órdenes automáticas.

A través del SAPI los miembros pueden:

a) *Recibir toda la información del mercado*

Al recibir por vía electrónica la información, pueden incluirla directamente en sus sistemas de información para analizar los mercados o presentarla en las pantallas que deseen.

Esta información incluye tanto la evolución en tiempo real de los mercados como resúmenes estadísticos de éstos.

b) *Enviar órdenes al mercado*

Pueden enviar todo tipo de órdenes (de compra, de venta, de posición en demanda y en oferta, etc.) de forma electrónica, por lo que sus sistemas de decisión podrán enviar esas órdenes desde sistemas desarrollados en función de las necesidades de sus usuarios.

Al ser el SAPI un entorno abierto, permite interconectarse con múltiples sistemas de las entidades:

- Conexión con cualquier aplicación de *back office*.
- Aplicaciones de gestión de riesgos de *middle office*.
- Aplicaciones de *front office* para la generación automática de precios, automatización de los cumplimientos del Tesoro y enrutamiento de órdenes.

VII. OBJETIVOS DE SENAF

Desde que el Sistema empezó a operar, en junio de 1999, los objetivos de SENAF han sido:

- Dar transparencia y seguridad al mercado en colaboración con los miembros reguladores.
- Contribuir a la eficiencia y liquidez del mercado mediante la concentración de precios de oferta y demanda en un único sistema.
- Fomentar la estabilidad en la negociación con uno de los sistemas más estables en el mercado europeo, facilitando a sus miembros un acceso ininterrumpido a los mercados.
- Favorecer la rapidez operativa y la conexión automática entre los diferentes miembros.
- Proporcionar un acceso sencillo a la negociación a través de los terminales y el SAPI.
- Disminuir los costes asociados a la negociación.
- Dedicar la mayor parte de sus recursos humanos a la constante ampliación de los instrumentos negociados, así como a la continua mejora del sistema.

IBERCLEAR: El depositario central de valores de España

José María Narváez

I. INTRODUCCIÓN

IBERCLEAR es el depositario central de valores (1) de España, y como tal es una parte esencial de la infraestructura del mercado financiero español, puesto que es el encargado de registrar de modo centralizado los valores admitidos a negociación en el mercado bursátil, en el mercado de valores latinoamericanos en euros (Latibex), en AIAF Mercado de Renta Fija y en el mercado de deuda pública. Asimismo, es la entidad encargada de compensar y liquidar las transacciones efectuadas con los valores de los mercados antes mencionados. IBERCLEAR es filial 100 por 100 de Bolsas y Mercados Españoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S.A. (BME).

A estas tareas, tradicionales de los depositarios centrales de valores, se ha añadido, desde el pasado 19 de noviembre de 2004, una nueva función: gestionar el Registro Nacional de los Derechos de Emisión de los Gases de Efecto Invernadero, según lo previsto en el Protocolo de Kioto al Convenio Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático.

IBERCLEAR gestiona en la actualidad dos plataformas técnicas para el registro de los valores y para la compensación y liquidación de las transacciones llevadas a cabo en los cuatro mercados antes mencionados. Por lo que se refiere a los mercados bursátiles —renta variable, renta fija bursátil y Latibex—, la *Plataforma SCLV* es la encargada de procesar los valores que se negocian en las bolsas españolas. Por su parte, para el mercado de deuda pública y para AIAF Mercado de Renta Fija, IBERCLEAR emplea la *Plataforma CADE*. Como luego veremos, ambas plataformas tienen características muy diferentes.

Adicionalmente, desde junio de 2005, fecha de puesta en marcha del Registro Nacional de Derechos de

Emisión (RENADE) con el abono en el mismo del Plan Nacional de Asignación de derechos para el período 2005-2007, IBERCLEAR está desempeñando la función de Administrador de dicho Registro, en conexión con el Administrador Central Europeo (CITL).

Este artículo está dividido, tras esta introducción, en tres apartados. Comienza, en su parte primera (apartado II), con la descripción general del sector de la post-contratación y los actores básicos del mismo. A continuación trata de explicar las diferencias entre la inversión en valores nacionales y la inversión transfronteriza.

Sobre esta base, la parte segunda (apartado III) pasa a describir sucintamente el debate europeo que sobre el sector de la compensación y liquidación de valores está teniendo lugar en Europa durante los últimos años. Tras esta descripción, se repasan tres informes importantes para el sector aparecidos recientemente: el Informe Giovannini, que describe las barreras actuales para la integración de la actividad de post-contratación en Europa; los estándares establecidos por el Banco Central Europeo y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) como previsible inicio de una regulación de la industria de compensación, liquidación y custodia de valores en el área euro, y por último, la Comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo por parte de la Comisión Europea sobre la compensación y liquidación de valores en Europa.

La tercera y última parte del artículo (apartado IV) repasa las cuestiones nacionales de este sector, comenzando con una breve historia del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores S.A. y de la Central de Anotaciones del Banco de España, que han sido la base de la fusión sobre la que ha nacido IBERCLEAR. Dado el panorama de clara convergencia en las prácticas y usos de los sistemas de liquidación de valores europeos, se repasan a continuación algunas de

las especificidades de los sistemas de IBERCLEAR. Seguidamente, se detallan algunos de los proyectos y perspectivas de futuro de IBERCLEAR.

El artículo finaliza con unas breves conclusiones (apartado V).

II. GENERALIDADES SOBRE EL SECTOR DE LA POST-CONTRATACIÓN

1. El sector de compensación, liquidación y registro de valores

La actividad de compensación, liquidación y registro central de los mercados de valores ha sido, tradicionalmente, la gran desconocida de entre las distintas funciones que se llevan a cabo en éstos. De hecho, cuando se aborda el tema, es preciso comenzar normalmente por explicar qué es un depositario central de valores, cuando, por ejemplo, otras instituciones, como las bolsas de valores no necesitan de presentación alguna. Sin embargo, no podría existir una Bolsa de valores en un mercado moderno, basado en valores representados mediante anotaciones en cuenta o registros informáticos, sin que un depositario central de valores se encargue de procesar las transacciones efectuadas en el mercado y de registrar los valores emitidos en éste.

La compraventa de un instrumento financiero en un mercado de valores organizado conlleva distintas fases. En la primera fase, *la de cotización y contratación*, los oferentes y demandantes negocian sobre las condiciones de su operación: «descubren» los precios a los cuales están interesados y cierran un contrato de compraventa, ya sea de forma centralizada, en un sistema en donde confluyen todas las órdenes de compra y venta, o de forma descentralizada, es decir, cuando el comprador y vendedor cierran acuerdos de forma bilateral y directa, o de modo indirecto, cuando un intermediario o *broker* media entre ellos. Las bolsas de valores, con su relevancia histórica y su valor simbólico, constituyen el ejemplo más claro de la fase de contratación centralizada.

Desde el mismo momento en que una orden está aceptada y concluida en un mercado —ejecutada, en terminología bursátil—, comienzan los que se suelen denominar genéricamente procesos de «post-contratación» que, a su vez, constan de diferentes fases: *la compensación*, existente en algunos casos, y *la liquidación* de las órdenes de transferencia de valores y efectivo, así como *el registro y administración de los valores*, genéricamente denominada a veces *custodia*, reminiscencia de los tiempos en que el título-valor existía físicamente.

La liquidación de las órdenes de transferencia consiste en que, tras el acuerdo alcanzado en la fase de contratación, el vendedor entrega los valores y el comprador paga por ellos, conforme a las condiciones y plazos pactados. Es precisamente en esta fase cuando el comprador y el vendedor cumplen con sus recíprocos compromisos u obligaciones derivados de los acuerdos alcanzados en la fase de la contratación.

Como es lógico, tanto vendedor como comprador quieren entregar y recibir, al mismo tiempo, los valores y el efectivo correspondiente. El cumplimiento de la simultaneidad jurídica de la entrega de los valores y el pago del efectivo por los mismos se denomina «principio de entrega contra pago». El respeto de esta norma básica por parte de las plataformas de liquidación o sistemas de liquidación de valores es uno de los primeros requisitos que se les exigen, con el objetivo de eliminar el «riesgo de principal», es decir, que una de las partes, que cumple con sus condiciones, se quede sin valores o sin efectivo por culpa de un fallo de su contrapartida. Ésta es precisamente una de las dos razones básicas por las que los depositarios centrales de valores fueron creados: para asegurar la conexión eficiente, rápida y segura de las cuentas de valores y de las cuentas de efectivo propiedad de los intermediarios financieros.

La segunda razón está relacionada con el *registro central* de los valores emitidos, por cuanto su desmaterialización y representación mediante registros informáticos o apuntes en cuenta implicaba la necesidad, para los mercados y los distintos agentes financieros participantes en los mismos, de dotarse de una entidad, con la suficiente solvencia y capacidad técnica, que se dedicara a llevar la contabilidad de los valores emitidos por sus emisores, garantizando que, en todo momento, dicho importe sea igual al importe de los valores propiedad de los inversores. Los depositarios centrales de valores son, desde este punto de vista, el ámbito en el que confluyen los emisores de los valores, que abren una cuenta por el total de su emisión, y los inversores, que mantienen sus saldos a través de los intermediarios financieros que anotan los saldos de sus clientes terceros en una cuenta global, asimismo, abierta en el depositario central. Como es lógico, el depositario tiene que facilitar la *administración de los valores*, mediante el ejercicio de los derechos económico-financieros y políticos de los inversores, siempre a través de los intermediarios financieros, por cuanto los depositarios centrales, en general, no abren cuentas de valores a personas físicas o jurídicas ajenas a los servicios de inversión.

Además de estas fases imprescindibles en los mercados financieros —contratación, liquidación de las órdenes, registro y administración de los valores—, puede existir, a veces, una etapa adicional que es la

denominada compensación, cuyo objetivo es el de transformar en saldos netos las transacciones u órdenes pendientes de liquidar, consecuencia de las operaciones contratadas. Cuando no se compensan o netean los órdenes de transferencia se dice que se liquida «en bruto», es decir, operación a operación.

2. Los diferentes actores en el sector de compensación, liquidación y registro

Además de la infraestructura para la post-contratación de los mercados de valores, principalmente los depositarios centrales de valores, encontramos diferentes intervinientes en este mismo sector.

En el modelo español, los intermediarios financieros son los únicos autorizados a participar de forma directa en los sistemas de liquidación de valores propiedad de los depositarios centrales. De esta forma, los inversores finales, personas físicas o jurídicas que no sean intermediarios financieros, canalizan sus compras y ventas a través de estos últimos. Esta profesionalización es precisa y necesaria como forma de optimizar los mercados. Así, mientras unas entidades —o unos departamentos de la misma entidad—, se especializan en ofrecer acceso a los sistemas de contratación —miembros del mercado en terminología española o *brokers* en inglés—, otros intermediarios o departamentos de éstos se especializan en la liquidación de las operaciones y/o en la administración y custodia de los valores una vez comprados.

Las cuentas de valores abiertas por los intermediarios financieros en el depositario central de valores tienen exclusivamente un saldo global por el total de valores propiedad de sus clientes terceros. Dichas cuentas en los depositarios centrales no tienen el detalle de los inversores. Es decir, tal y como sucede en España y en la mayoría de los países de nuestro entorno, las tenencias de los inversores se registran en los sistemas informáticos de las entidades participantes del depositario central, en donde se controla la suma global del total de clientes por cada participante. Es lo que se suele denominar un «registro de doble escalón», por cuanto el detalle de la propiedad del inversor final se registra en los libros registros de los intermediarios.

3. La inversión nacional y la inversión transfronteriza

Con la creación de los depositarios centrales de valores, el registro central, la compensación y la liquidación nacional de valores han alcanzado niveles de eficiencia y seguridad muy elevados. Sin embargo, el proceso de inversión es cada vez más global. La inversión en valo-

res extranjeros ha aumentado de forma exponencial desde finales de los noventa. Mientras que a escala nacional existen unas estructuras de las que estamos hablando desde el inicio de este artículo —los depositarios centrales de valores— que facilitan y posibilitan la compensación, la liquidación y el registro de forma ágil, barata, eficiente, libre de riesgos, etc., en el ámbito internacional no existen instituciones similares.

Los denominados depositarios internacionales (2) y los custodios universales (*global custodians*) posibilitan el acceso de sus clientes —inversores profesionales u otros intermediarios financieros que carecen de una red internacional—, a diferentes mercados mediante su red de sucursales o intermediarios asociados, como son los denominados custodios locales (*local custodians*), que conocen las innumerables peculiaridades de las normativas, reglas, prácticas de mercado, tecnología y estándares requeridos en cada jurisdicción nacional.

De esta forma, la diferencia más importante, quizá, entre la inversión nacional y la inversión transfronteriza en valores es la cadena de intermediarios existente entre un inversor final y el depositario central en donde el emisor registró inicialmente los valores.

En el plano nacional, esta cadena es muy corta, limitándose en la mayoría de los casos a un intermediario financiero, entidad participante del depositario central. Es el caso de un residente español que compra acciones españolas a través de una sucursal de un banco, caja o cooperativa de crédito, o bien mediante una sociedad o agencia de valores. El intermediario financiero elegido introduce la orden, por sí mismo, si es miembro del mercado, o a través de otro intermediario que ostente dicha condición. Ésta es la cadena correspondiente a la fase de contratación.

Por su parte, para la fase de post-contratación, el intermediario tramita las órdenes de liquidación dentro de la misma entidad que, con mucha probabilidad, es asimismo participante en IBERCLEAR, o bien a través de otro intermediario financiero que cuente con dicha condición.

En definitiva, la contratación o ejecución de la orden de compra (o venta) y su liquidación en un ámbito (mercado y sistema de liquidación) sujeto a una única jurisdicción (local o «doméstica»), mediante el pago del efectivo y la recepción y registro de los valores comprados, es un proceso sencillo, que se limita a las dos cadenas siguientes. Para la contratación: inversor-miembro del mercado-Bolsa de valores. Para la liquidación y registro: inversor-entidad participante-IBERCLEAR. Además, en muchas ocasiones, miembro de mercado y entidad participante coinciden en el mismo intermediario financiero o son parte de un mismo grupo financiero.

Por el contrario, en la inversión sobre valores extranjeros, la cadena de intermediarios suele ser mucho más extensa, siendo muy normal encontrarse, tanto para la fase de contratación como para la fase de post-contratación, entre el inversor final y el mercado de valores y el depositario central de valores, un intermediario financiero de pequeño o mediano tamaño, próximo al inversor; un intermediario del mismo país de mayor tamaño que canaliza inversiones hacia el extranjero que, a su vez, contacta con un *broker* internacional para la contratación, y con un custodio global y/o un depositario internacional (ICSD) para la post-contratación; los cuales, por su parte, utilizan los servicios de un *broker* y un custodio local con acceso y conocimientos suficientes para acceder a la Bolsa nacional y al depositario central donde se emitieron los valores.

Evidentemente, con una cadena o sucesión de distintos intermediarios más numerosos que en la inversión interna, el proceso de compensación, liquidación, registro y administración de las tenencias de valores emitidos en un depositario central de valores extranjero se complica, se alarga en el tiempo y, como es lógico, se encarece.

Una posible alternativa para abaratar la fase de post-contratación transfronteriza es la de establecer enlaces entre los depositarios centrales de valores. Los enlaces consisten en la apertura recíproca de cuentas de valores entre depositarios centrales de dos países diferentes. Por poner un ejemplo, existe un enlace entre el depositario central italiano e IBERCLEAR. Pues bien, si en el caso anterior el intermediario financiero español recibe una orden de compra de valores italianos, dejando aparte la fase de su contratación, la cadena de intermediarios para la liquidación y registro se limitaría a las siguientes entidades: inversor final —entidades participantes— IBERCLEAR— depositario central de Italia.

Como puede observarse, mediante un caso típico de desintermediación financiera, el proceso sería mucho más inmediato, tan sólo un eslabón más que en la cadena de inversión interna. Sin embargo, es preciso aclarar que, en la actualidad, los enlaces con que cuentan los depositarios centrales de valores sólo liquidan los órdenes de entrega de los valores, por lo que el pago de los efectivos correspondientes debe llevarse a cabo de forma separada (no vinculada a la entrega de los valores). Es decir, existe «riesgo de principal», razón fundamental por la que este posible canal alternativo es escasamente utilizado.

Hay que hacer notar que los depositarios centrales de valores nacieron como infraestructura central de los mercados de valores nacionales, con un exclusivo enfoque nacional, básicamente porque la inversión transfronteriza era muy escasa y la que había era, y es, parte del

negocio de los propios intermediarios financieros. Hoy, cuando técnicamente sería posible desarrollar enlaces entre depositarios centrales que permitieran liquidar operaciones transfronterizas de entrega contra pago, casi no existen en Europa estos enlaces, posiblemente, por el alto grado de heterogeneidad y fragmentación todavía existente entre los distintos mercados europeos que hace que los inversores finales prefieran canalizar sus inversiones transfronterizas a través de un custodio global que, generalmente, les proporciona un servicio integral en distintos mercados de modo centralizado.

III. LA BÚSQUEDA DE LA INTEGRACIÓN O CONSOLIDACIÓN DEL SECTOR EN EUROPA

1. El debate europeo sobre el sector de la post-contratación

Existe prácticamente unanimidad en el deseo de conseguir una infraestructura de post-contratación, de ámbito pan-europeo, tan eficiente como la conseguida en el plano interno en cada uno de los mercados de valores nacionales. Las divergencias se encuentran, sin embargo, en el modelo a seguir, en los actores de dicho modelo y en los servicios que éstos puedan ofrecer.

Un posible modelo es el de la creación de un único depositario central de valores (CSD) para toda la Unión Europea. El razonamiento puede resultar, en un plano meramente teórico, muy válido. Si a escala nacional los depositarios centrales de valores y sus sistemas de liquidación de valores ofrecen una solución eficiente, ¿por qué no replicar la misma infraestructura a escala supranacional?: un único CSD paneuropeo. Además, se aduce, Estados Unidos siguió la misma línea de actuación mediante la fusión imperativa de los diferentes sistemas existentes en el país a mediados de los años setenta. Desgraciadamente, la realidad europea es muy diferente y existen muchas más diferencias entre países, tal y como se va a explicar seguidamente.

Otro enfoque aboga por la apertura del sector a las fuerzas de la competencia, toda vez que éste, por lo que respecta a su infraestructura central —los depositarios centrales de valores— presenta, por el momento, una estructura basada en un único oferente de servicios en el plano nacional.

Un enfoque adecuado de la cuestión debería tener en cuenta la situación originaria del sector y su realidad actual. La aparición de uno o varios depositarios centrales de valores en cada país ha sido un fenómeno relativamente reciente. La creación de éstos casi siempre se ha efectuado sobre las mismas bases: el establecimiento de una infraestructura de mercado, propiedad de sus usuarios en unos casos y de los bancos centra-

les en otros, y, en ambos supuestos, con un marcado perfil de semi-servicio público, con una regulación y supervisión muy estricta, que incluye la prohibición expresa de asunción de riesgos ajenos a los estrictamente necesarios para la liquidación, y con unos precios administrados con el objetivo primordial de cubrir los costes de la actividad y subvenir a las inversiones tecnológicas necesarias para asegurar la eficiencia de los procesos. Asimismo, los servicios ofrecidos por los depositarios centrales de valores consisten en los básicos o mínimos imprescindibles para facilitar al sector privado la compensación, liquidación y registro de sus operaciones con valores.

Sobre dichos servicios básicos ofrecidos por la infraestructura central, el resto de los intervinientes en este sector, los agentes privados, han construido, como ya se ha explicado antes, una eficaz red de servicios que no sólo posibilitan una liquidación y registro eficientes, sino que ofrecen, además de unos servicios mínimos o básicos (*core-services*), prestaciones de alto valor añadido, con un marcado perfil bancario (*value added services*) y en un entorno altamente competitivo. Entre este conjunto de distintos actores privados se incluyen los intermediarios financieros que ofrecen servicios internacionales, ya antes mencionados: depositarios internacionales (ICSDs), custodios locales (*local custodians*) y custodios universales (*global custodians*).

Por otra parte, la existencia actual de depositarios centrales de valores en cada país europeo es, además de la lógica consecuencia de la situación originaria de partida, la resultante de que todavía no es posible la unificación de todos los sistemas europeos, como más adelante se explicará.

La post-contratación tiene cuatro componentes básicos. El principal, del cual se derivan consecuencias para los otros tres, es la importancia del componente legal implícito en las funciones de los depositarios centrales de valores, en especial su *función de registro central* (las *notary functions* según terminología del Banco Central Europeo). Estamos hablando de que de dicho registro emanan derechos tan fundamentales como los de propiedad de los inversores, transmisión de dichos derechos, derechos de voto en algunos casos, posibilidad de establecer garantías prendarias en otros, y obtención de dividendos e intereses por las inversiones, por poner algunos ejemplos. Cuestiones de primer orden en las legislaciones nacionales y reguladas de forma muy diferente en cada una de ellas.

Junto a este primer punto, aparecen los *componentes fiscales* asociados a las inversiones en valores negociables; cuestión ésta que, por el momento, está lejos de ofrecer a los inversores un tratamiento armonizado en la Unión Europea.

Un tercer componente es el *regulatorio*: las prácticas de cada mercado, muy influidas por los dos anteriores, pero que también son consecuencia de muchos años de usos y costumbres específicos de cada país.

Por último, debe considerarse asimismo el factor *tecnológico*, componente también afectado, aunque en menor medida, por todos los anteriores, según el cual se establecen una serie de estándares nacionales y unos procedimientos técnicos concretos, específicamente diseñados y adaptados al funcionamiento de cada uno de los sistemas de liquidación de valores.

2. Las barreras para la consolidación: el informe Giovannini

La realidad actual del sector de post-contratación en Europa es que los cuatro componentes anteriores son extremadamente diferentes en cada país. Estas marcadas diferencias se han puesto de manifiesto en el denominado «Segundo Informe Giovannini» (3). Dicho informe ha identificado quince «barreras» que impiden la integración del sector de la post-contratación europea. Las quince barreras se han englobado en tres grandes áreas: barreras regulatorias y de prácticas de mercado, barreras fiscales y barreras legales.

El Informe establece que la eliminación de algunas barreras es responsabilidad exclusiva de los participantes en el sector, mientras que otras son claramente competencia del sector público.

Es, en definitiva, una ingente tarea la que tiene el sector por delante, con diferencias muy marcadas entre los distintos países. Partiendo de los aspectos jurídicos más elementales, como el derecho de propiedad y su transmisión, encontramos diferencias abismales, como, por ejemplo, países que han desmaterializado totalmente los valores y otros donde aún se conserva un certificado o título físico, además de la anotación contable. Unas legislaciones reconocen la titularidad de la anotación en cuenta como un derecho de propiedad directo sobre los valores representados por ella; otros, como un derecho de copropiedad sobre un «depósito global» de valores; unos reconocen la titularidad fiduciaria de los valores —los *nominees* del derecho anglosajón—, otros no, etcétera.

3. Los estándares de CESR-ESCB

Un paso importante hacia la armonización de los sistemas de liquidación de valores en la Unión Europea ha sido la aprobación formal de los diecinueve estándares elaborados por el Banco Central Europeo y el Comité de Reguladores Europeos de Valores, en octubre de 2004 (4).

El objetivo principal de dicho trabajo es el de fortalecer los sistemas europeos mediante el establecimiento de una serie de normas de obligado cumplimiento en el futuro, con el fin de proteger a los inversores y limitar, en general, los riesgos de sistema.

También se mencionan otros objetivos, como asegurar un funcionamiento eficiente, en términos de coste, de los sistemas de liquidación de valores, y posibilitar una base consistente para una adecuada regulación, supervisión y control de los mencionados sistemas y de las entidades responsables de su gestión.

4. La comunicación de la Comisión Europea

La Comunicación de la Comisión Europea dirigida al Consejo y al Parlamento Europeo de mayo de 2004 (5), sobre la compensación y liquidación de valores en Europa, parece abogar por la apertura a la competencia de este sector, con una posible futura directiva como marco jurídico que regule el mismo. Además, establece como prioritario el eliminar las «barreras Giovannini».

Como resultado de esta Comunicación, se ha creado un grupo de trabajo, el denominado CESAME (*Clearing and Settlement Advisory & Monitoring Group*), en donde participa IBERCLEAR, y que está formalmente constituido para tratar de avanzar por la vía de la armonización de los aspectos más importantes que impiden la consolidación europea en el sector, principalmente los aspectos jurídicos, operativos y fiscales.

IV. EL SECTOR EN ESPAÑA: PASADO, PRESENTE Y FUTURO DE IBERCLEAR

1. El servicio de compensación y liquidación de valores, S.A.

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores atribuía al Servicio las funciones de llevanza del registro de anotación en cuenta de los valores admitidos a negociación en las bolsas de valores y de gestión de la compensación y liquidación de las operaciones contratadas en dichos mercados.

Dicha premisa es posteriormente desarrollada mediante la aprobación del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, abordándose en profundidad aspectos tales como el sistema registral de los valores, el detalle de las funciones que le corresponden al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, el procedimiento para llevar a cabo la transformación de los títulos, los preceptos básicos de la compensación y liqui-

dación de las operaciones bursátiles, los principios de aseguramiento de la liquidación mediante el préstamo, la recompra y las fianzas, así como el régimen de adhesión al Servicio y las funciones que les correspondían a las entidades adheridas.

El mencionado Real Decreto 116/92 fue parcialmente modificado a través del Real Decreto 2590/98, el RD 2813/98 y el RD 867/2001, introduciendo determinados cambios en materia de fianzas, información de actos societarios, etc., y arbitrando un procedimiento especial para la compensación y liquidación de las operaciones bursátiles que, en ejecución de la política monetaria, sean realizadas por el Banco de España, por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales integrantes del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se constituyó el 14 de julio de 1992 como transformación de la sociedad promotora que le había precedido. Inició sus actividades el 14 de diciembre del mismo año con la transformación en anotaciones en cuenta de diecisiete valores, tarea ésta que continuó durante el año siguiente hasta conseguir que todos los valores admitidos a negociación en las bolsas españolas se encontrasen bajo este régimen de representación.

El plazo de liquidación en el que el Servicio inició sus actividades era de siete días hábiles posteriores a la fecha de contratación (D+7, supuesto D el día de la contratación).

El 20 de septiembre de 1993 este plazo fue reducido desde D+7 a D+5, equiparando de esta manera la liquidación española al ritmo de liquidación más extendido en los mercados internacionales en aquel momento. El 20 de diciembre del mismo año se extendió la aplicación del principio de entrega contra pago, ya aplicado a la liquidación de las operaciones realizadas en Bolsa, a los traspasos de valores realizados entre las entidades adheridas, ofreciendo con ello a las operaciones de inversores no residentes una inestimable herramienta con la que reducir los riesgos operativos asociados a nuestro mercado. La introducción en el año 1994 del préstamo centralizado de valores, con el que IBERCLEAR cubre los incumplimientos de las entregas en la liquidación de las ventas, constituyó la incorporación al sistema de una pieza esencial.

Posteriormente, el 24 de febrero de 1997 se redujo el plazo de liquidación desde D+5 a D+3, situándose de esta forma al mercado de valores español en una posición privilegiada en este sentido. La consecución de este objetivo fue posible fundamentalmente gracias al establecimiento de un sistema de comunicaciones en tiempo real que ha permitido dotar de mayor dinamis-

mo y agilidad a la realización de las tareas de desglose, traspasos de valores entre entidades, justificaciones de ventas, etcétera.

La representación universal de los valores bursátiles mediante anotaciones en cuenta, la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores como organismo encargado de la compensación y liquidación, y la implantación progresiva de las mejoras del sistema aludidas, han permitido dotar de gran homogeneidad, agilidad, seguridad y eficiencia al procedimiento que supone el último eslabón dentro de la negociación efectuada en la Bolsa, dotándose a nuestros mercados de una mayor competitividad y cerrando el proceso de reforma iniciado en los mercados de valores españoles con la promulgación de la Ley 24/1988, de 28 de julio.

Por otra parte, y en virtud de la designación que a tales efectos fue realizada por la sociedad rectora de AIAF Mercado de Renta Fija, el Servicio actuaba como entidad encargada de la compensación y liquidación de las operaciones negociadas en dicho mercado, así como del registro contable de los valores que, encontrándose admitidos a negociación en el mismo, se encuentran representados mediante anotaciones en cuenta. Asimismo, desde marzo de 2000, el Servicio, como consecuencia de la absorción de la agencia de valores Espaclear Sistemas de Compensación de Activos Financieros, pasó a realizar la función de entidad encargada de la compensación y liquidación de valores que, admitidos a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija, se encuentran representados mediante títulos.

Adicionalmente, el Servicio también tenía encomendadas las funciones de registro, compensación y liquidación de las operaciones que se realicen en el mercado de valores latinoamericanos (Latibex) de conformidad con la designación que a tales efectos fue realizada por acuerdo del Consejo de Ministros de fecha 29 de noviembre de 1999 al amparo del artículo 54.c de la Ley 24/88, según redacción efectuada por la Ley 37/98.

El SCLV cuenta con enlaces libres de pago con los depositarios centrales de Holanda, Francia, Italia, Brasil y Argentina.

Todas estas funciones y servicios han sido asumidos por IBERCLEAR.

2. La central de anotaciones del Banco de España

CADE fue creado en el año 1987 como un departamento y una plataforma tecnológica propiedad del Banco de España que se encargaba del registro central y la liquidación de operaciones del mercado de deuda pública anotada.

Su base jurídica se encuentra en el Real Decreto 505/1987 y en la Ley del Mercado de Valores 24/1988 que encargaba al Banco de España, por cuenta del Tesoro, la gestión del registro y liquidación de los valores admitidos al mercado de deuda pública anotada, hasta su reciente reforma por la denominada Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, Ley 44/2002 de 22 de noviembre.

Inicialmente, la plataforma de liquidación de deuda pública era el denominado Sistema de Anotaciones en Cuenta de la Deuda del Estado (SACDE). En dicho sistema, las operaciones se iban asentando de forma provisional a lo largo de la jornada operativa, hasta que al cierre de operaciones de cada día, alrededor de las cinco de la tarde, se asentaban de forma definitiva las operaciones. La plataforma pasó a denominarse CADE en 1998, cuando se transformó en un sistema de liquidación en tiempo real. CADE liquida, desde entonces, las operaciones una a una, es decir, de forma bruta, tanto en el lado de los valores como del efectivo (modelo 1 de liquidación según clasificación del Banco Internacional de Pagos), tan pronto verifica la existencia de valores en la cuenta del vendedor y de efectivo en la cuenta del comprador.

El horario de liquidación de las órdenes en tiempo real es desde las 7:00 hasta las 16:00 horas de cada día hábil. Además cuenta con dos ciclos de liquidación conjunta o global de valores (procesos en que se trata de asentar un conjunto de órdenes de liquidación en un mismo momento temporal, los denominados procesos *batch*). El primer ciclo se denomina, en terminología anglosajona, *overnight* porque se procesa en la tarde anterior al día en que las operaciones tienen que ser liquidadas, obteniéndose la firmeza (6) de éstas a la apertura del tiempo real, es decir, a las 7:00 horas de cada día hábil. El segundo ciclo es el encargado de finalizar los procesos de liquidación del día, por cuanto trata de liquidar todas aquellas operaciones que no han podido asentarse en el proceso de tiempo real, muchas de ellas por estar «encadenadas», es decir, por ser compraventas consecutivas que dependen de la liquidación de todas ellas para poder asentarse al mismo tiempo.

A partir de 1999, CADE dispone de enlaces libres de pago con los depositarios centrales de valores de Francia, Italia, Alemania y Holanda.

Desde 2001, registra y liquida los valores y las transacciones de AIAF Mercado de Renta Fija, dentro del proceso de convergencia que ya por entonces estaba en marcha para constituir IBERCLEAR. El acuerdo alcanzado fue que, mediante la firma de un contrato de provisión de servicios, el SCLV S.A. encomendaba, como responsable de la gestión de los valores de AIAF, al gestor del sistema de liquidación de CADE, es decir, al Banco

de España, la operativa del registro y liquidación de los mismos, pero conservando el Servicio todas sus responsabilidades legales sobre dicha función.

3. La creación de IBERCLEAR

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores S.A., cuya marca registrada es IBERCLEAR, se creó el 1 de abril de 2003, una vez que la reforma de la Ley del Mercado de Valores llevada a cabo en la mencionada Ley 44/2002 lo permitió. IBERCLEAR es el resultado de la fusión del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores S.A. y de la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública, gestionada hasta entonces por el Banco de España.

En realidad, el proceso de creación de IBERCLEAR ha sido largo. Comenzó formalmente en junio de 2000 con la creación de una sociedad anónima (Promotora de la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación S.A.) propiedad conjunta del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y del Banco de España, que fue la base y la impulsora de las reformas legales, técnicas y organizativas necesarias para constituir finalmente IBERCLEAR.

El proceso constitutivo de IBERCLEAR se puede considerar como totalmente culminado con la migración de la plataforma CADE, que tuvo lugar a mediados de enero de 2005, desde el ordenador del Banco de España al de IBERCLEAR.

4. Cuestiones específicas de los sistemas españoles

No cabe duda de que las diferencias de nuestros sistemas con los del resto de nuestro entorno son numerosas, lo cual no es un caso diferente de el del resto de depositarios centrales de Europa, como se señalaba anteriormente. El esfuerzo de homogeneización será una ardua tarea a emprender por todos los participantes en esta actividad en Europa. A continuación, se hace mención sucinta de algunas de las cuestiones específicas más importantes de los modelos españoles.

Como ya se ha mencionado, desde el 1 de abril de 2003, IBERCLEAR es el gestor único de los dos sistemas de liquidación de valores de ámbito nacional en España. Adicionalmente, hay que sumar los tres sistemas de liquidación autonómicos, que en realidad son prácticamente copias de los sistemas de IBERCLEAR, pero obligan a los participantes españoles a tener conexiones y sistemas de *back-office* diferenciados. No hay que olvidar, además, que el futuro TARGET II, el nuevo sistema

de pago de los bancos centrales en sustitución del actual TARGET, en donde se liquidan las operaciones de efectivo de los sistemas de liquidación de valores nacionales, y cuya entrada en vigor está prevista para finales de 2007, obligará a una racionalización de los distintos sistemas que liquiden en dicho sistema de pagos.

Asimismo, la tendencia existente en el resto de países no sólo es a que se consolide la gestión de los diferentes sistemas de liquidación en un único Depositario, sino también a que se fusionen los sistemas o plataformas de liquidación, sin distinción entre valores.

No parece que pueda ser ése el caso de IBERCLEAR, al menos, a corto plazo. La razón estriba en la muy diferente forma de liquidar que actualmente se sigue para los valores bursátiles respecto a los valores de renta fija de AIAF o del mercado de deuda pública (la renta fija bursátil se liquida igual que la renta variable), situación basada en diferencias conceptuales muy profundas que han tenido su repercusión en el distinto marco normativo que actualmente regula la liquidación de cada uno de los activos mencionados.

Esta dicotomía es la que ha dado lugar a la existencia de dos plataformas diferentes: la plataforma SCLV, para los valores negociados en el mercado bursátil, y la plataforma CADE, para los valores de AIAF Mercado de Renta Fija y los del mercado de deuda pública.

La plataforma CADE liquida exclusivamente por saldos, al igual que la mayoría de sistemas del resto de depositarios del mundo. Tiene, sin embargo, la característica específica de que las operaciones por cuenta de terceros se liquidan por saldos netos de valores comunicados por las entidades participantes autorizadas a llevar cuentas de terceros —las denominadas entidades gestoras—, recibiendo CADE, posteriormente, el desglose de todas las operaciones de terceros que han dado lugar a los saldos netos asentados. Esta característica es exclusiva del mercado español, por cuanto en el resto de sistemas no se produce la recopilación de esta información de las operaciones con los inversores finales o «terceros», que en el sistema español sirve para aportar transparencia al mercado, al ofrecerse al mismo la información estadística de la operatoria, incluso del «segundo nivel» del mercado, a través del *Boletín del Mercado de Deuda Pública*. Al mismo tiempo, constituye una poderosísima herramienta para la supervisión del mercado y de sus entidades participantes.

De igual modo, la forma de liquidar el mercado bursátil español es también muy específica, porque, además de liquidar por saldos, se exige que el vendedor entregue («justifique» en terminología bursátil) las referencias de registro que respaldan la tenencia del saldo que se entrega. Las referencias de registro (RR) son

materialmente un número —resultado de la aplicación de un algoritmo— que las bolsas o el sistema asignan cada vez que se produce una compraventa de valores o un cambio en la titularidad de éstos, y que está ligado al titular que adquiere los valores, ya que identifica la operación por la que éstos se adquirieron. En caso de que en el plazo correspondiente para su entrega, antes del último ciclo de liquidación de la plataforma de SCLV en D+3, el vendedor no «justifique», mediante la entrega de la correspondiente RR, la venta pasa a ser considerada fallida y en consecuencia pasa al estado de «venta vencida», incluso aunque se disponga de saldo disponible en la cuenta global de la entidad participante.

Esta forma de liquidar, como señalábamos anteriormente, es específica del mercado español y lo singulariza respecto a los de los países de nuestro entorno más próximo. El resultado de dicha peculiaridad es el de un incremento muy significativo del nivel de control y seguridad del sistema de liquidación bursátil español, lo que exige mantener informáticamente una permanente vinculación entre las RR y los saldos anotados en las cuentas de valores del Sistema de Liquidación y Registro Bursátil (plataforma SCLV). Históricamente, la RR nació en 1974, como «referencia técnica», cuando se creó el denominado sistema de fungibilidad, basado en la inmovilización de los títulos valores, como un paso intermedio entre los títulos físicos y la plena desmaterialización actual.

Además de esta diferencia básica, existen otros aspectos que también son exclusivos del mundo bursátil y que pueden considerarse, asimismo, especificidades del sistema español, como es el principio denominado de «aseguramiento de la entrega», tal como establece el Real Decreto 116/92, según el cual, el comprador o vendedor que cumple con su obligación en la fecha de liquidación, actualmente tres días después de la contratación (D+3), debe, en todo caso, recibir en dicha fecha los valores o el efectivo, según sea el caso, independientemente de si en la liquidación ocurren fallidos.

La aplicación de la normativa del Real Decreto que establece dicho principio conduce a una fuerte presión sobre el gestor del sistema de liquidación para tratar de disponer de unos mecanismos de gestión de riesgos muy eficientes y dinámicos que posibiliten el mantenimiento del mencionado principio.

Como ya se ha comentado, otras diferencias entre las dos plataformas, CADE y SCLV, son que CADE liquida en tiempo real y según el modelo 1 de entrega contra pago (DvP1), con dos ciclos de liquidación (asentamiento de un conjunto de operaciones todas a la vez con el fin de poder evitar operaciones circulares, o *back-to-back*).

Por su parte, el modelo del SCLV es un DvP2, ya que se liquidan en neto los efectivos y en bruto los valores. En realidad, esta diferencia es lógica, y consecuencia de la distinta naturaleza de los mercados de renta variable, centralizados, multilaterales y con un importante número de operaciones al por menor; mientras que los de renta fija son mercados descentralizados, de contratación bilateral casi en su totalidad, y con un componente mayorista muy elevado, además de estar muy ligados a las operaciones de política monetaria. Un hipotético sistema de liquidación de valores único debería, en cualquier caso, ser capaz de liquidar respetando estas diferencias entre mercados.

En la plataforma SCLV, entre D y D+3 se realiza el proceso de asignación de la contratación, en el cual cada miembro que ha ejecutado las órdenes de sus clientes desglosa la contratación a nivel de inversor y asigna cada operación a un liquidador determinado —participante en IBERCLEAR— que debe aceptar o rechazar dicha asignación. En caso de rechazarla, será el propio miembro del mercado el encargado de liquidarla. Ésta es otra diferencia significativa entre los dos sistemas existentes en IBERCLEAR. En CADE, la liquidación está preasignada a un liquidador de forma automática, por lo que no es necesario el proceso de asignación de la liquidación.

Para la liquidación del efectivo proveniente de las operaciones bursátiles, la plataforma SCLV cuenta con dos ciclos multilaterales que se envían en fichero al Banco de España (procesos *batch*), el primero a las 9:30 y el segundo a las 15:30, teniendo las entidades pagadoras (con saldo deudor de efectivo) media hora para atender al pago correspondiente. Una vez todos los adeudos se han producido, se abonan los créditos resultantes del neteo a las entidades con saldo acreedor, momento en que el Banco de España informa del buen fin del ciclo a IBERCLEAR y en que la plataforma SCLV asienta como firmes los movimientos provisionales de valores.

Otras diferencias apreciables entre ambos sistemas, CADE y SCLV, es la forma de gestionar los riesgos de liquidación. En el caso de CADE, para resolver fallos liquidatorios en el lado de los valores existe un sistema de *repo overnight* gestionado por IBERCLEAR, en el que una serie de entidades facilitan valores a aquellas otras que se encuentran sin ellos para entregarlos. Por el lado de los efectivos, existen las facilidades de crédito del Banco de España, según las cuales, contra la garantía de colateral elegible (valores admitidos por los bancos centrales del Eurosistema a efectos de las operaciones de política monetaria), los participantes obtendrían el efectivo necesario. En todo caso, y ésta es la gran diferencia con el sistema bursátil, si llegado el caso no es posible encontrar valores que entregar o efectivo con el que pagar, IBERCLEAR podría anular la operación en cuestión

en su fecha de liquidación, toda vez que la firmeza legal (7) en el mercado de renta fija sólo se alcanza en el momento del asiento final de los valores y el efectivo.

Sin embargo, como consecuencia del principio de aseguramiento del mercado bursátil citado anteriormente, la anterior posibilidad de anulación no es factible en el caso de la contratación en las bolsas. Para evitar, en la medida de lo posible, las negativas consecuencias de un fallo liquidatorio, el propio Real Decreto estableció una serie de medidas. Para el caso de los valores, en primer lugar, se acude a un sistema centralizado de préstamos de valores. El vendedor fallido dispone de un día adicional antes de que IBERCLEAR acuda al procedimiento de la recompra, en D+4, que implica que, con el efectivo retenido al vendedor que no ha entregado los valores, se acude al mercado a comprar por su cuenta los valores fallidos, operación que se liquidará tres días después, es decir, en D+7.

Para cubrir a IBERCLEAR del riesgo de mercado, es decir, la potencial variación del precio de los valores a recomprar, desde su fecha de contratación originaria en D hasta la ejecución de la recompra en D+4 se dispone de un sistema de garantías o fianza colectiva en garantía del mercado, solicitado a todos los participantes en la plataforma SCLV, que gestiona IBERCLEAR y que se actualiza diariamente en función de los importes a liquidar por cada uno de los participantes en el sistema de liquidación bursátil o, dicho de otra manera, en función del riesgo introducido en el sistema por cada uno de sus participantes.

Para el caso de fallo en el pago del efectivo, se cuenta con el sistema de reventa de los valores comprados y no pagados en D+4, establecido en el Real Decreto. Asimismo, IBERCLEAR tiene suscritas líneas de crédito con entidades de la máxima solvencia para ser activadas en caso necesario.

5. IBERCLEAR: perspectivas futuras

Ante la situación descrita anteriormente, de clara tendencia hacia una futura consolidación o integración en uno o varios depositarios centrales de valores europeos, IBERCLEAR tiene la responsabilidad de seguir trabajando en mejoras en sus sistemas para el beneficio de los participantes, emisores e inversores españoles.

Desde la creación de la promotora en junio de 2000 se han llevado a cabo una serie de medidas y proyectos que están tratando de mejorar los servicios ofrecidos por los predecesores de IBERCLEAR.

El primero de ellos fue la mencionada incorporación de los valores de AIAF Mercado de Renta Fija en la plata-

forma de liquidación CADE, completada en enero de 2002, que hasta entonces sólo procesaba valores de deuda pública. El resultado no ha podido ser más satisfactorio.

Los volúmenes de liquidación de AIAF se han multiplicado por 12,4 desde el año 2001. Por su parte, los saldos vivos registrados en el sistema han crecido un 308 por 100 desde dicho año.

Ciertamente, este éxito no es sólo atribuible a la introducción en la plataforma de CADE de los valores de AIAF. Otros factores, sin duda, han contribuido al mismo, con especial mención a la actividad desarrollada por el organismo rector del mercado, el propio AIAF. Sin embargo, sí que parece evidente que CADE ha facilitado esta expansión al generalizar al mercado de renta fija privada los instrumentos y facilidades existentes en el de deuda pública.

Una vez creada IBERCLEAR en abril de 2003, el proceso de mejora de los dos sistemas de liquidación españoles, CADE y SCLV, se ha visto acelerado.

Como ya hemos anticipado, parece muy plausible que la confluencia hacia estándares internacionales, homologados y comunes, sea sólo una cuestión de tiempo. Por ello, es preciso abordar, teniendo muy en cuenta esta premisa, algunas de las peculiaridades de nuestros sistemas, con el objetivo de aproximar el modelo de renta fija y el de renta variable entre sí, a la vez que se avanza en la homologación de éstos con los de nuestro entorno, con los cuales, de una forma u otra, nos tendremos que integrar en el plano operativo.

Además, ante un posible modelo de competencia en el sector en que IBERCLEAR está enmarcado, se hace imprescindible continuar una serie de medidas de modernización de la propia compañía, como son su cultura corporativa, la formación de su personal y la gestión profesional, con especial atención a las relaciones con sus clientes, básicamente entidades participantes y emisores.

Por ello, son de destacar algunos de los cambios que desde su creación ha acometido IBERCLEAR.

En primer lugar, la plataforma SCLV ha pasado de contar con un único ciclo multilateral de liquidación al día a disponer de dos ciclos multilaterales y dos bilaterales, con lo que se está avanzando en el estándar internacional de contar con firmeza intradía —a lo largo del horario operativo diario— con mayor frecuencia que en el pasado.

Asimismo, desde octubre de 2003 las operaciones económico-financieras de los valores incluidos en la plataforma SCLV, como el pago de dividendos, pueden

canalizarse dentro del sistema gestionado por IBERCLEAR, a través de uno de los ciclos señalados en el párrafo anterior, si es que así lo desean el emisor y su agente de pagos, con lo que se gana en agilidad y seguridad.

De igual forma, se ha acometido una reducción del plazo de ejecución de las recompras, ahora en D+4 en lugar de D+5 como estaba antes de la creación de IBERCLEAR, con el objetivo último de alcanzar, en breve, la ejecución de la recompra en el propio día en que se produzca la venta vencida, es decir, en D+3.

Desde enero de 2004, la plataforma SCLV liquida en los días operativos establecidos en el denominado calendario TARGET, tal y como desde el inicio del año 1999 ya realizaba la plataforma CADE, siguiendo las recomendaciones internacionales.

Una manera de avanzar de forma práctica hacia una posible conjunción y armonización de los dos mundos actuales, el de renta fija y el de renta variable, es mediante el denominado proyecto de ventana unificada de comunicaciones (VUC) con tres áreas muy concretas:

— La primera, dedicada a los mecanismos de conectividad, que trata de ofrecer nuevos medios de comunicación a nuestros participantes, como es el caso de *SwiftNet*, el canal de comunicaciones cada vez más extendido en la industria financiera, así como extender a las dos plataformas (CADE y SCLV) medios actualmente exclusivos de la renta variable, como es el caso de EDITRAN, PELICAN, MQ-SERIES, aplicación propia de cliente-servidor, etc. Desde octubre de 2004, las entidades pueden ya utilizar los nuevos canales de *SwiftNet* si así lo desean (*FileAct* e *InterAct*).

— Ya ha arrancado el segundo componente del proyecto VUC, el sistema único de *case* (SUC), que permitirá ofrecer un *case* de órdenes (*matching*) común a la renta fija y a las operaciones extrabursátiles de la renta variable. El SUC está igualmente dividido en tres fases temporales: SUC-traspaso de valores bursátiles que comenzó el 7 de marzo de 2005, SUC-préstamos de valores bursátiles y SUC-renta fija.

En cuanto a SUC-préstamos, ya se ha acordado con las entidades participantes el diseño funcional y técnico del sistema, lo que permitirá ponerlo en funcionamiento después del verano. Como novedad, el sistema permitirá realizar préstamos de valores bilaterales contra la garantía de otros valores o de efectivo, por lo que se incrementará la seguridad de esta operativa.

Basado en SUC-préstamos, se desarrollará un nuevo mecanismo de préstamo para atender fallos en las entregas en el momento de la liquidación, que sustituirá al actual sistema de préstamo centralizado. Con estas dos

medidas se pretende robustecer las ya de por sí altas dosis de seguridad del sistema SCLV.

Por último, previsiblemente para el primer trimestre del año 2006, entrará en vigor SUC-renta fija, que sustituirá como sistema de *case* de CADE al actual SLBE, propiedad del Banco de España.

— El tercer componente del proyecto VUC es la estandarización de nuestras comunicaciones conforme a la norma más extendida internacionalmente en la actualidad, es decir, el estándar ISO 15022. Se ha decidido que toda nueva implementación de formatos como consecuencia del proyecto SUC se realice siguiendo el formato ISO 15022. Así, SUC-traspos es plenamente conforme con este estándar internacional, por lo que también aquí se está avanzando en la armonización que tanto se nos requiere por reguladores, supervisores y partícipes en los mercados europeos.

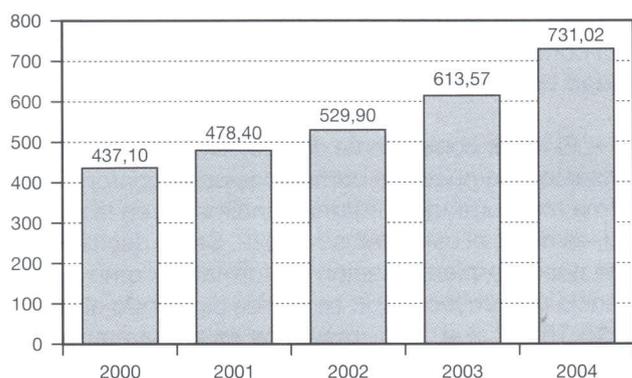
Otro de los grandes proyectos en que IBERCLEAR ha estado embarcado y ha terminado recientemente, tras finalizar dos años de intenso trabajo, es la migración de la plataforma CADE. A pesar de ser propiedad de IBERCLEAR desde el 1 de abril de 2003, los programas informáticos de CADE estaban residiendo en el ordenador del Banco de España. Con la finalización de este complejo proyecto, IBERCLEAR cuenta con recursos humanos y técnicos liberados como para impulsar otros proyectos, y ha posibilitado una nueva estructura organizativa que atienda más a funciones (operaciones, informática...) y no tanto a productos (renta variable, renta fija...) como al inicio de la compañía, lo que previsiblemente redundará en que se pueda seguir avanzando en las mejoras del servicio ofrecido a nuestros clientes, así como en el aprovechamiento de sinergias internas.

A partir del momento en que se ha producido la migración descrita anteriormente, en concreto el 15 de enero de 2005, CADE reside en el ordenador propiedad de IBERCLEAR, con lo que puede darse por definitivamente concluido en todos sus aspectos el proyecto de constitución de IBERCLEAR, tal y como ya se ha mencionado anteriormente.

Por último, otro gran proyecto del año 2005 es el desarrollo de la encomienda establecida por el Consejo de Ministros de 19 de noviembre de 2004, según la cual IBERCLEAR ha sido designado como gestor del Registro Nacional de las emisiones de gases de efecto invernadero, tal y como establece el Protocolo de Kioto.

La designación de IBERCLEAR parece constituir un claro reconocimiento de su contrastada experiencia y fiabilidad durante todos los años de trabajo de los predecesores de IBERCLEAR —el SCLV S.A. y la Central de Ano-

GRÁFICO 1
TOTAL VALORES EN CUSTODIA



(*) Valor nominal en miles de millones de euros (10⁹). A 31 de diciembre de cada año.

taciones del Banco de España— y del propio IBERCLEAR una vez creado, por lo que supone un especial motivo de satisfacción para sus accionistas, directores y empleados.

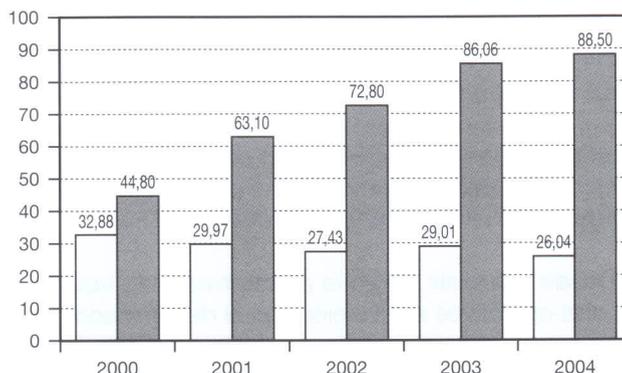
Como consecuencia de esta encomienda, IBERCLEAR gestionará una plataforma tecnológica adicional a las de CADE y SCLV, por cuanto las características de este registro exigen un sistema propio e interconectado con el Registro Central de la Unión Europea, con sede en Bruselas.

6. Datos de actividad

Los proyectos y cambios que antes se han mencionado tratan de seguir en la vía estratégica de modernización y armonización internacional de IBERCLEAR. Ha sido preciso un gran esfuerzo interno, en la propia IBERCLEAR, pero también en las propias entidades participantes, para permitir desarrollarlos. Desde estas líneas es justo reconocer al personal de IBERCLEAR y al de las entidades participantes el ánimo y espíritu con que se han abordado, en una atmósfera de total colaboración y responsabilidad dignas de elogio.

Todo ello sin que se haya descuidado, por unos y otros, el funcionamiento diario de la compañía y del sector, toda vez que esta importante tarea se está llevando a cabo sin que se hayan producido incidentes dignos de mención en la operatoria diaria, lo cual constituye el indicador más fiable del esfuerzo y profesionalidad de IBERCLEAR y, sin duda, constituye su activo más importante. Al mismo tiempo, como ponen de manifiesto los gráficos 1 y 2, la actividad diaria no ha dejado de crecer.

GRÁFICO 2
NÚMERO Y VALOR DE OPERACIONES LIQUIDADAS



(a) Número de operaciones: en millones (10⁶).

(b) Valor de las operaciones: billones de euros (10¹²). Valor nominal plataforma CADE, valor de mercado plataforma SCLV.

Los gráficos, con datos oficiales publicados en el denominado *Blue Book*, elaborado por el Banco Central Europeo, son suficientemente expresivos de la tendencia que registran las operaciones liquidadas y los saldos vivos registrados en las plataformas de IBERCLEAR. Hay que precisar que los años 2001 a 2003 no fueron precisamente los más brillantes de la reciente historia bursátil mundial.

V. CONCLUSIONES

IBERCLEAR es hoy una empresa moderna y eficiente que trata de ofrecer cada vez mejores niveles de servicio a sus participantes. Su total integración en BME ha permitido aumentar dichos niveles y, sin duda, con el paso del tiempo y según avance la propia integración del grupo BME, será posible progresar en el compromiso de BME de mejora en la cantidad y calidad de los servicios ofrecidos a la sociedad española en general, en especial a sus mercados financieros y su industria.

Como se ha tratado de explicar brevemente, el sector está pendiente de una clarificación a escala europea, tanto en cuanto al modelo escogido como en cuanto a los actores y los servicios que se podrán ofrecer en una posible consolidación futura.

En todo caso, ya ha quedado suficientemente explicado que IBERCLEAR tiene como misión estratégica la mejora y modernización de sus servicios, al tiempo que se armonizan y homologan con los estándares internacionales más exigentes, con el objetivo último de alcanzar el máximo nivel de excelencia en la prestación de dichos servicios. Esto permitirá ofrecer a los mercados de valores españoles y a sus participantes e inversores

un servicio cada vez de mayor calidad, mientras se continúa avanzando en la mejora de la interoperabilidad con otras centrales depositarias, principalmente europeas, siguiendo el imparable proceso hacia la constitución del mercado financiero único y facilitando, en suma, la adopción de las decisiones estratégicas que, en su caso, puedan tomarse sobre aquellos proyectos de integración y consolidación europea que puedan resultar más convenientes para los mercados financieros españoles.

NOTAS

(1) En terminología inglesa, Central Securities Depository, CSD.

(2) International Central Securities Depositories o ICSD, como se les conoce en inglés.

(3) *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, The Giovannini Group, Bruselas, abril 2003.

(4) *Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union*, septiembre 2004 Report, CESR-ECB.

(5) «Communication from the Commission to the Council and The Parliament: Clearing and Settlement in the European Union —The Way Forward—», mayo 2004.

(6) La garantía jurídica de que la liquidación de la transacción se ha efectuado sin posibilidad de anulación o «marcha atrás».

(7) Según establece la Ley 41/99, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores.

Difusión de información y BME Consulting

Ramón Adarraga

I. LA DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN EN TIEMPO REAL

La información ha sido y es uno de los pilares de la actividad bursátil. Para el inversor, el conocimiento de cuanto sucede en los distintos mercados financieros supone una condición necesaria para el éxito de su actividad. Sin información no hay mercado o, por lo menos, resulta imposible garantizar un mercado transparente, competitivo y eficiente.

Ahora bien, hablar de difusión de información a principios de los años ochenta y hacerlo hoy en día poco tiene que ver, dada la profunda transformación que se ha producido en el último cuarto de siglo gracias al avance de la tecnología, su generalización y abaratamiento, que han hecho que ésta se convierta en el verdadero corazón de los mercados financieros.

Para tener una idea de la magnitud de esta auténtica revolución, basta una somera descripción de cómo era una inversión en Bolsa en 1985 y cómo lo es en la actualidad.

En 1985, un inversor que quisiese comprar (o vender) títulos de una sociedad cotizada en una Bolsa de valores debía llamar a un corredor de valores para que éste le colocase su orden. La información de la compañía la podría obtener de un periódico (precio de cierre del día anterior) o del propio corredor (quien, además del precio de cierre, le podría dar alguna indicación de las buenas o malas perspectivas de esa compañía).

Una vez que el corredor hubiese recibido la orden, acudiría al corro del parque de la Bolsa correspondiente para negociar dicha orden ese mismo día si el corro aún no hubiese empezado (pues duraban unos pocos minutos), o al día siguiente en caso contrario.

Negociada la orden, ésta pasaría «al salón de cotizar» de la Bolsa, donde los agentes comprobarían que

no hay errores en la operación cerrada de viva voz y/o por el intercambio de papeletas. Si la orden fuese correcta, se enviaría a los corredores del comprador y vendedor que se encargarían de liquidarla en unos siete días laborables, momento éste en el que el inversor dispondría de un título físico que lo acreditaría como accionista de la compañía y del que tendría que recortar «cupones» que enviaría a su banco para cobrar los dividendos en la fecha correspondiente.

Éste, claro está, sería el proceso para una inversión en una acción cotizada en una Bolsa nacional, pues la inversión en títulos extranjeros suponía unas dificultades operativas y unos costes tales que sólo estaba al alcance de grandes inversores como bancos o fondos de inversión.

Hoy en día, un inversor particular puede colocar una orden en el mercado desde su casa a través de un PC conectado a Internet. La información de la compañía en la que quiere invertir la puede obtener también a través de la red o de sistemas más sofisticados en tiempo real, y no sólo se limita a información del precio de cierre, sino también el último precio negociado en tiempo real, la profundidad del libro de órdenes, los estados financieros de la compañía, las recomendaciones de los analistas y los hechos relevantes de la empresa.

Una vez enviada la orden, ésta pasa instantáneamente al ordenador central de la Bolsa, donde se negocian los títulos de forma continua a lo largo de muchas horas (en los mercados europeos, por ejemplo, la mayoría de las bolsas mantienen abiertos sus libros electrónicos de órdenes desde las 9 de la mañana hasta las 5:30 de la tarde).

En cuanto la orden encuentra contrapartida, se envía automáticamente al sistema de compensación y liquidación quedando registrada la propiedad de los títulos adquiridos en forma de anotaciones en cuenta (apuntes electrónicos en un ordenador). Del cobro de divi-

dendos se encarga el propio sistema, que ingresará en la cuenta del inversor las cantidades correspondientes. La operativa es idéntica si el inversor compra títulos cotizados en un mercado extranjero.

Todos estos cambios se deben a los sistemas de contratación electrónica, de difusión de información, de encaminamiento automatizado de órdenes, de *back office*, de control de riesgos y de registro, compensación y liquidación que han adoptado las bolsas en los últimos veinte años.

El cambio operado es tal que las bolsas se están convirtiendo, poco a poco, en auténticas empresas de IT en las que ya no hay corredores, sino pantallas de ordenador, en las que los ingenieros y los técnicos informáticos se han convertido en una parte esencial de su personal.

Por consiguiente, los sistemas automatizados de información en tiempo real han acompañado (cuando no han sido ellos mismos el factor propiciador) a la implantación de los mercados continuos tal y como hoy los conocemos.

En otras palabras, en el mismo momento en que la contratación dejó de hacerse en los corros y subastas tradicionales, y los sistemas de difusión de cotizaciones, primero, y los libros electrónicos de órdenes, después, se convirtieron en el modelo de mercado por excelencia, la necesidad de conocer con carácter inmediato la evolución de los precios se hizo ineludible. Incluso en algunos casos, como el de la Bolsa de Londres, los sistemas de difusión de precios en tiempo real, como el SEAQ, fueron un primer paso que permitió la posterior evolución hacia su actual sistema de negociación electrónica continua.

Además, la difusión de información *per se* constituye una línea de negocio de incuestionable importancia para los modernos operadores de mercados financieros que, en su calidad de fuentes primarias de información, obtienen por las ventas de sus flujos de datos y demás contenidos de interés para el mercado (series históricas, hechos relevantes, anuncios del mercado) cantidades que van desde el 10 por 100 (cual es el caso de Euronext) hasta más del 30 por 100 (como ocurre en la Bolsa de Londres) de sus ingresos totales.

En el caso del mercado de valores español, la difusión de información en formato electrónico y en tiempo real nace con la puesta en marcha del sistema de interconexión bursátil que, en 1989, estableció una plataforma de negociación continua única para las cuatro plazas bursátiles españolas.

Tratándose de un mercado con clara vocación internacional (no ha de olvidarse que, por ejemplo, hoy en

día las transacciones internacionales representan más del 60 por 100 del total de la operativa en acciones), la difusión de información en tiempo real y de calidad constituía una *conditio sine qua non* para el propio desarrollo de la Bolsa.

Dicha condición necesaria no era, sin embargo, suficiente: para los grandes redifusores de información o, como se han venido con el tiempo a llamar, para los grandes *vendors* comerciales, el mercado español estaba muy lejos de representar una prioridad. De hecho, el seguimiento en tiempo real de lo que acontecía en España sólo era posible a través de productos muy caros, a través de sistemas de comunicación de alto coste y de muy discutible calidad, hechos que mal se compadecían con el interés estratégico de la Bolsa española por difundir sus sesiones con toda la información necesaria para intermediarios e inversores de toda condición, abarcando desde los *brokers* globales hasta los inversores individuales locales.

Por ello, la Bolsa española, se ha esforzado por constituirse en una fuente primaria de información, lo que de suyo implicaba desarrollar y difundir sus flujos de datos o *data feeds* en formatos procesables e integrables en las aplicaciones de los grandes proveedores de información para que éstos pudieran incluirlos en los productos que comercializaban, y ha creado sus propios redifusores que, compitiendo en condiciones de absoluta igualdad con aquéllos, han comenzado a comercializar servicios de información muy especializados en las necesidades de los intermediarios e inversores nacionales a bajo precio.

Esta estrategia ha resultado triplemente exitosa: por una parte, permitió participar a la Bolsa española en el negocio de la redifusión de información, lo que, al cabo de los años, le ha reportado unos resultados económicos muy destacables en el sector de la redifusión comercial. Por otra parte, la llegada al mercado de productos y servicios de alta calidad y bajo coste coadyuvó a que los grandes *vendors* internacionales desarrollasen sus propios productos, dando una extraordinaria cobertura al mercado español. Por último, y a consecuencia de los dos efectos anteriores, la eficiencia y la transparencia de la Bolsa española en su conjunto fue difundida a todo tipo de intermediarios, emisores e inversores, nacionales e internacionales, lo que, sin duda, favoreció el desarrollo del propio mercado, que, como es sabido, se encuentra en la actualidad entre los más importantes a escala internacional (BME gestiona hoy el cuarto mercado de renta variable de Europa, séptimo del mundo, el primer mercado de renta fija del mundo de entre los gestionados por un operador de mercados...).

Con esta estrategia, además, los mercados españoles daban cumplida respuesta a las orientaciones

emanadas de la Ley del Mercado de Valores de 1988, que consideraba la difusión de información una pieza clave para asegurar la protección de los inversores, la correcta formación de los precios, para garantizar la transparencia de los mercados, evitar conflictos de intereses entre entidades contratantes e inversores finales, para evitar el uso indebido de información privilegiada, etcétera.

Cierto es que, tradicionalmente, las bolsas españolas habían respondido a las exigencias de información oficial y legal con la publicación de boletines de cotización diarios, análisis estadísticos mensuales, estados financieros trimestrales de compañías cotizadas y memorias con los resultados del ejercicio. También, en algunos casos, las bolsas disponían de sistemas informáticos interactivos suficientemente garantes para el profesional, pero alejados de los recursos habituales de los inversores finales...

Pero es obvio que todos estos mecanismos resultan muy insuficientes en un entorno de mercados electrónicos continuos, donde multitud de precios, de posiciones de oferta y demanda y de hechos relevantes pueden llegar a producirse en un mismo segundo y quedar obsoletos en el instante siguiente, y en los que la aparición de nuevas formas de intervención en el mercado (toma de decisiones guiadas por el análisis técnico, empleo de formas automáticas de generación de órdenes como el *program trading*, el arbitraje y cobertura entre distintos mercados como contado y derivados, etc.) requieren sistemas de difusión de información capaces de procesar un elevado volumen de datos en rabioso tiempo real.

II. PRINCIPIOS SUBYACENTES EN LA ESTRATEGIA DE DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN POR PARTE DE LAS BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

La estrategia de las bolsas y los mercados españoles (antes de manera separada y actualmente de forma coordinada dentro del grupo BME) en materia de información en tiempo real abarca, según se ha señalado anteriormente, tanto a la difusión primaria de información como la prestación de servicios de información en régimen de redifusión.

La difusión primaria es la que se origina en los propios mercados, ya sea por la generación automática de flujos de datos por parte de las plataformas de contratación, ya por la recopilación e integración de otras informaciones relevantes que los intermediarios y emisores deben facilitar a los mercados regulados.

Las compañías redifusoras del grupo BME, Infobolsa y Databolsa, comercializan productos y servicios de

valor añadido, en régimen de libre competencia y bajo la más estricta igualdad de oportunidades frente al resto de los redifusores comerciales, integrando en un solo flujo de datos o en un solo producto los correspondientes a los diferentes mercados del grupo, añadiendo otras múltiples informaciones de interés para los intermediarios, emisores e inversores, tales como, por ejemplo, las de otras bolsas y mercados internacionales, noticias contratadas a agencias especializadas de información general y financiera, información sobre divisas o herramientas de análisis gráfico y toda otra serie de funcionalidades.

En todo caso, la estrategia de difusión de información del grupo BME se sustenta sobre la base de los siguientes principios:

— Universalidad de los servicios, entendiéndose por tal la atención por igual, dentro del servicio ofertado, a todos los demandantes de la información bursátil, con independencia de su localización geográfica, naturaleza y nivel de actividad en el mercado.

— Transparencia de los servicios, que supone proporcionar a los usuarios toda la información que la Ley observa, sin limitaciones de ningún tipo y dentro del principio de universalidad antes referido.

— Calidad y tecnología, que obliga a diseñar servicios fiables y seguros, de alto valor añadido y soportados por sistemas tecnológicamente avanzados.

— Economía de los servicios, que compromete a facilitar servicios de bajo coste y mínimas necesidades de inversión en infraestructuras, asequibles para la gran mayoría de los demandantes de información.

— Continuidad de los servicios, que implica disponer de las infraestructuras necesarias para incorporar, de manera transparente a los usuarios, las innovaciones técnicas y funcionales de un mercado en continua evolución.

III. PECULIARIDADES DEL ÁMBITO DE LA REDIFUSIÓN COMERCIAL DE INFORMACIÓN

Concretamente, en el ámbito de la redifusión comercial de información, el respeto a los principios anteriores ha llevado inherente una serie de tareas y esfuerzos adicionales a las de una pura fuente primaria de información, como son, por ejemplo, las que a continuación se relacionan.

— Comprar y producir información económica y financiera procedente de todo el mundo, incluyendo *renta variable* (precios, volúmenes y, en su caso, posi-

ciones) de los distintos mercados (Nueva York, Nasdaq, Tokio, Londres, Euronext, Deutsche Boerse, Borsa Italiana y un larguísimo etcétera); *índices generales y sectoriales* de cada mercado; *derivados sobre activos financieros* (Meff, Eurex, Liffe, Euronext, Chicago Mercantile Exchange), *sobre metales* (London Metal Exchange) y *sobre materias primas y energía* (Chicago Board of Trade, International Petroleum Exchange); información de *mercados de renta fija* con datos de las emisiones que los componen; información sobre *hechos relevantes* (pagos de dividendos, ampliaciones y reducciones de capital, participaciones significativas de capital, ofertas públicas de venta, admisiones y exclusiones de valores, pagos de cupones, amortizaciones y conversiones); *estados financieros de compañías* cotizadas; información relativa a los *fondos de inversión*, con los datos fijos correspondientes, así como los característicos de rentabilidad anual y valor liquidativo; *mercado de divisas*, especialmente relevante cuando se realizan transacciones en otras monedas y cuando se opera en otros mercados internacionales, suministrando los cambios al contado y a plazo de los distintos cruces; *datos fundamentales de compañías*, calculados por los propios servicios de información a través de los datos de los estados financieros suministrados; *cotizaciones históricas* de los valores, con el fin de poder analizar su comportamiento a lo largo del tiempo; *información de bancos centrales y análisis macro*, con el objeto de poder analizar la economía global del país donde se realiza la inversión; *consensus y previsiones*, proporcionados por compañías profesionales cuyo fin es recoger la opinión de los analistas del mercado y publicar recomendaciones de inversión y, finalmente, *noticias de agencias independientes*, que cubren los acontecimientos de los principales mercados del mundo.

— Agrupar y difundir toda la información que constantemente se recibe en tiempo real, lo que ha hecho necesario un gran esfuerzo de desarrollo hasta contar con una plataforma de gestión de la información o *ticker plant* de tecnología avanzada, que actúa como motor del centro emisor y que hace posible la integración de más de 130 fuentes heterogéneas de información financiera y de más de 30 agencias de noticias, soportando un tráfico diario de más de 60 millones de mensajes en tiempo real, correspondientes a más de 300.000 instrumentos financieros. Gracias a ello, es posible la difusión de información en tiempo real, diferido o *snapshot* sobre diferentes mecanismos de transmisión y la respuesta a consultas de información histórica.

— Diseñar y desarrollar productos y servicios de información basados en las tecnologías disponibles en cada momento, atendiendo a los distintos perfiles de usuario, desde el profesional al particular. Así pues, nos encontramos con sistemas que utilizan infraestructuras tradicionales, como las líneas dedicadas de datos, y

otras más modernas basadas en conexiones a Internet combinadas con las transmisiones por satélite, garantizando de este modo la plena continuidad de los servicios. Internet es, asimismo, el medio más indicado para hacer llegar la información de los mercados a todo el universo de inversores, sin olvidar nunca las distintas necesidades de información y coste de cada uno de ellos. De este modo, los servicios se conciben para acceder exclusivamente a los contenidos requeridos, en tiempo real, en diferido o al cierre y modificar su composición a medida que varían las necesidades en cada momento. Hay que considerar otras tecnologías que poco a poco se imponen y en las que los servicios de información de BME están igualmente accesibles: nos referimos a la entrega de mensajes a través de móvil (SMS) y otros dispositivos tipo PDA, que permiten la gestión de alarmas, el seguimiento de carteras, el análisis gráfico, etcétera.

— Comercializar esos productos y servicios de información tanto en el segmento profesional como en el segmento de particulares.

— Desarrollar herramientas de gestión de la información, igualmente necesarias para cualquier toma de decisión, tales como programas de análisis técnico, interfases con hojas de cálculo en tiempo real, sistema de gestión de alarmas o programas de gestión de carteras.

Es de justicia reconocer que la trayectoria de Data-bolsa e Infobolsa, las dos empresas especializadas en la redifusión comercial de información actualmente integradas en el Grupo BME, ha contribuido sustancialmente a que el conjunto de este sector en España se haya mantenido a un altísimo nivel dentro del panorama internacional.

Desde el mismo momento en que se puso en marcha el mercado continuo español, ambas compañías han sabido interpretar las necesidades de los usuarios de la información financiera en nuestro país haciendo posible que el grupo BME pueda aportar hoy un récord de éxitos como el siguiente:

— 1990-1992: Inicio de la difusión del mercado continuo español a través de frecuencia modulada. Posteriormente, y con el fin de ampliar el ámbito de la transmisión de la información financiera a todo el territorio nacional, se inicia la difusión de datos a través de TV. Ello significaba suministrar los datos de los mercados en tiempo real a través de una alternativa tecnológica a la tradicional línea telefónica dedicada.

— 1993: Lanzamiento de servicios en tiempo real en entorno *Windows* frente a los existentes en el mercado, en sistema operativo DOS.

— 1994: Lanzamiento de un servicio automático de información sobre cotizaciones con respuesta automática audible.

— 1995: Primera *web* financiera con contenidos de mercados nacionales e internacionales, de renta variable, renta fija y derivados, incluyendo asimismo noticias de distintas agencias de información y mercados de divisas.

— 1997: Penetración en Portugal en colaboración con la Bolsa de Lisboa.

— 1998: Lanzamiento de servicios de información a través de plataformas digitales con tecnología DVB y protocolos IP, permitiendo enviar grandes volúmenes de información en alta velocidad. Los satélites Astra, Hispasat y Eutelsat garantizan la difusión en todo el mundo, así como la prestación de servicios a través de satélite a otros proveedores (*vendors*) internacionales de información.

— 1999: Lanzamiento de una *web site* íntegramente desarrollada en Java. Inicio de la prestación de servicios por internet en modalidad *pay per view*.

— 2000: Lanzamiento de un canal de televisión en la plataforma Canal Satélite Digital; adicionalmente, puesta en marcha de servicios en tecnología WAP.

— 2001: Lanzamiento de una nueva versión de servicios utilizando las infraestructuras de Internet/Intranet para hacer llegar la información hasta el usuario.

— 2002: Deutsche Börse adquiere el 50 por 100 del capital de la compañía Infobolsa, lo que viene a ratificar la alta calidad y prestigio, a escala internacional, de la tecnología y los servicios de difusión en España.

— 2003: Fundación de Infobolsa Deutschland. Lanzamiento del servicio Infobolsa NetStation en versión alemana.

— 2004: Creación de una red de contribuidores en Alemania, lo que ha permitido hacer mucho más competitivos los servicios en cuanto a contenidos. Desarrollo de los sistemas de alimentación de información financiera de la *web site* de Deutsche Borse, una de las más reconocidas del mundo.

— 2005: Apenas transcurrida la primera mitad del presente año, y haciendo notar una serie importante de proyectos en curso cuya consecución está prevista para los próximos meses, cabe ya destacar el lanzamiento, en febrero, de la última generación de servicios, con transmisión dual de la información, a través de satélite y conexiones IP.

Además, se lanzan nuevas versiones de servicios para intranets, especialmente orientados a inversores particulares, con contenidos en tiempo real y herramientas de gestión de la información.

En paralelo a todo lo anterior, las compañías redifusoras de información del grupo BME han venido desarrollando y prestando servicios de flujos de datos, especialmente orientados a entidades financieras que alimentan sus propias redes internas y sus servicios de banca electrónica y de Internet, así como a otros redifusores de información.

Ello ha permitido hacer llegar la información de los mercados españoles a los clientes finales de otros proveedores de servicios de información financiera repartidos por todo el planeta, cumpliéndose así el otro de los objetivos estratégicos de BME que al principio se mencionaban: hacer de la difusión de información una herramienta para el desarrollo de los propios mercados españoles.

IV. EL FUTURO DE LA DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN A LA LUZ DE LA NUEVA LEGISLACIÓN EUROPEA

Desde mediados de los años noventa hasta el momento presente, el marco jurídico de los mercados de valores europeos ha venido determinado por la Directiva sobre los Servicios de Inversión, de 1993, que ha constituido uno de los desencadenantes del inicio del verdadero proceso de integración del mercado de capitales en Europa, y que consagra la libertad de establecimiento y de provisión de servicios en el ámbito de los valores negociables, tratando de garantizar a los intermediarios financieros un régimen claro de actuación en el ámbito europeo.

En lo que concierne, en concreto, a los mercados y sistemas de negociación, la Directiva trata de asegurar a los intermediarios financieros el derecho a acceder y operar en ellos, así como en los correspondientes sistemas de compensación y liquidación.

A tales efectos, la DSI avanzó el concepto de «mercado regulado», entendido como estructuras organizadas de negociación de valores, y estableció que los estados miembros debían hacerlos públicos, a fin de que los intermediarios europeos interesados puedan ejercer su derecho de convertirse en sus miembros.

Actualmente se está trabajando, como parte del Plan de Acción de Servicios Financieros, en una profunda revisión de la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros, MIFID).

Como es sabido, la regulación europea en materia de servicios financieros se desarrolla con arreglo al denominado procedimiento Lamfalussy. Según éste, el proceso normativo se divide en cuatro fases o niveles: establecimiento de los principios marco (elaboración, discusión y aprobación de las directivas), definición de medidas de implementación (elaboración, discusión y aprobación de reglamentos y otras normas), fortalecimiento de la cooperación entre autoridades competentes (estándares de interpretación comunes, etc.) de cara a la trasposición y aplicación (establecimiento de medidas que aseguren su cumplimiento).

Respecto de la nueva normativa en materia de difusión de la información, el primer nivel está completado y las directivas aprobadas, y por lo que se refiere al segundo nivel, se han llevado a cabo consultas sobre los aspectos de las directivas susceptibles de interpretación y desarrollo.

La nueva legislación introduce un cambio de filosofía que afecta al régimen de los mercados y a la difusión y consolidación de la información, tanto de las operaciones sobre valores admitidos a cotización en un mercado regulado como de la información que deben proporcionar las empresas emisoras.

Así como la actual DSI confió el régimen de establecimiento, administración, organización y funcionamiento de los «mercados regulados» a las normas aprobadas por las correspondientes autoridades nacionales, la nueva normativa se propone modificar ese estado de cosas e incluir el régimen aplicable a los mercados regulados y a los sistemas de negociación de valores.

Con ello se amplían sustancialmente su alcance y objetivos, que abarcarán tanto el régimen de los intermediarios financieros en relación con los valores negociables como el régimen de los mercados regulados y los sistemas de negociación de tales valores.

La nueva regulación hará coexistir dos regímenes, sistemas y formas de organizar la contratación de valores: los «mercados regulados» y la autorización a los intermediarios financieros para llevarla a cabo fuera de las reglas y sistemas de tales mercados, y a través de dos nuevas vías que no figuran actualmente en la DSI: las plataformas multilaterales de contratación, conocidos por su acrónimo inglés MTF, y la internalización de órdenes, esto es, el case interno de órdenes de compra y venta sin pasarlas por el mercado, por parte de los intermediarios.

Obviamente, tal coexistencia de formas de organizar la contratación de valores y el consiguiente riesgo de proliferación de «lugares» donde esta contratación se pueda desarrollar, afectarán tanto a la condición de

fuente única primaria que ostentan actualmente los mercados regulados en relación con los valores que en ellos se cotizan como al futuro rol de los redifusores de información.

Estos últimos podrían llegar a tener un papel muy relevante de cara a garantizar la integridad del mercado en su más amplio sentido (i.e., incluyendo los mercados regulados, los MTF y los internalizadores de órdenes) que se desempeñaría en dos áreas de actividad diferentes. Por una parte, los redifusores de información podrían convertirse en el vehículo para el cumplimiento, por parte de los mercados regulados, MTF e internalizadores, de las obligaciones de transparencia previa y posterior a la negociación. Por otra, podrían llegar a ser los «consolidadores» de la información de las transacciones sobre cualquier instrumento admitido a cotización en un mercado regulado y su posterior envío a las autoridades competentes. Veámoslo con más detalle.

En la nueva normativa, decíamos, se establece una serie de obligaciones de transparencia previa a la negociación tanto para los mercados regulados como para MTF y empresas de servicios de inversión, y se obliga a que esta información se ponga a disposición del público en condiciones comerciales razonables y de forma continua en el horario normal de negociación. Paralelamente, los mercados regulados, MTF e internalizadores deben hacer público el volumen y precio de las operaciones, así como la hora en que hayan concluido dichas operaciones.

En principio, se entiende que los mercados regulados y los MTF utilizarán sus propios sistemas para cumplir con estas obligaciones en condiciones comerciales razonables. Sin embargo, en el caso de las empresas de servicios de inversión, la nueva normativa contempla expresamente la posibilidad de que se utilicen los sistemas de cualquier mercado regulado que haya admitido a cotización el instrumento en cuestión, los sistemas de un tercero o medios privados. Es evidente que ello abre la puerta a la intervención de las empresas redifusoras de información.

En relación con la consolidación de la información para mantener la integridad del mercado, la nueva legislación establece que las empresas de servicios de inversión que ejecutan operaciones en cualquier instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado deben declarar los datos a la autoridad competente con la mayor brevedad, con independencia de que las operaciones se hayan realizado en un mercado regulado o no. Queda abierta la cuestión de qué institución debe encargarse de elaborar los informes sobre transacciones. Se señala que podrán ser elaborados por la propia empresa de servicios de inversión, por un tercero que actúe en su nombre, por un sistema de case

de órdenes o de información aprobado por la autoridad competente o por el mercado regulado o el MTF a través del que se ha efectuado la operación.

En estos momentos, la Comisión Europea está elaborando el correspondiente reglamento que desarrolla este punto. El texto de dicho reglamento aún no ha sido aprobado, estando sometidos a consulta pública algunos elementos de gran trascendencia.

Por ejemplo, la nueva normativa obliga a que la autoridad competente del mercado más relevante en términos de liquidez (concepto todavía pendiente de definición) de cada uno de los valores cotizados en los mercados regulados reciba los informes de transacción de todas las operaciones realizadas en cualquier país de la UE sobre el valor en cuestión, independientemente de dónde se haya concluido, exigencia que hace necesario establecer un sistema de comunicación entre las autoridades competentes.

Aún está por dilucidar cómo se va a articular la distribución de la información entre las autoridades europeas. La Comisión contempla dos posibilidades: la primera consiste en la distribución de la información de forma descentralizada, de manera que las autoridades competentes de cada país la remitan o pongan a disposición de cada una de las autoridades competentes europeas. La segunda opción contemplada consiste en la distribución de la información a través del establecimiento de una central común de datos. Cualquiera que sea la opción elegida, es evidente que tanto el papel de las actuales fuentes primarias (i.e. los mercados regulados) como el de los redifusores pueden verse afectados. Desde luego, si la primera fuese la opción elegida, los redifusores podrían llegar a alcanzar un gran protagonismo como consolidadores de la información difundida por las diferentes autoridades competentes.

Por otra parte, con la entrada en vigor de la nueva normativa, toda la información regulada deberá quedar registrada en la autoridad competente del estado miembro de origen, y se deberá facilitar acceso a la misma. Actualmente, la Comisión está desarrollando las especificaciones de las normas mínimas para la difusión de la información regulada y sus plazos.

En el proceso de consultas abierto para definir las medidas de implementación de esta normativa, se trabaja en la línea de que en caso de que, los emisores cumplan con las obligaciones de la legislación a través de proveedores y éstos ofrezcan prestaciones de otra naturaleza o realicen otras funciones (ya sean compañías de comunicación, bolsas de valores, la autoridad competente del país o la entidad a cargo del mecanismo de almacenaje central), tengan la obligación de

separar esas otras funciones de las referidas a la distribución de la información regulada.

En este sentido, al igual que los mercados regulados están y van a seguir estando obligados a garantizar la transparencia de sus operaciones, cabe esperar que esa misma transparencia se constituya igualmente en requisito inexcusable para los MTF y para los internalizadores. De lo contrario, se estaría poniendo en riesgo la eficiencia en la formación de precios, siendo ésta la principal función de las realizadas por los mercados de valores en el sistema económico.

En todo caso, y ya para concluir, lo que parece claro es que la función de los mercados regulados como fuente primaria de información y el papel a desempeñar por los redifusores de información puede verse alterado a la luz de la nueva normativa que se está elaborando.

Bolsas y Mercados Españoles (BME), a diferencia de otros de los grandes operadores de mercados financieros, parte de una posición muy interesante en clave de estrategia, habida cuenta de su larga experiencia tanto en el ámbito de la difusión primaria como en el de la redifusión.

La combinación de su alto nivel tecnológico, de su *know how* y de la profesionalidad y preparación de sus recursos humanos permiten afrontar el futuro con optimismo y aspirar a consolidar, e incluso incrementar, su posición de liderazgo en un entorno tan extraordinariamente cambiante y competitivo como lo es el de la difusión de información financiera, en tiempo real, a escala internacional.

V. BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES CONSULTING

Uno de los objetivos del grupo BME es la generación de sinergias entre las diferentes áreas de negocio que sus diversas empresas desarrollan. Con este mismo propósito, la dirección del grupo decidió establecer una nueva compañía, Bolsas y Mercados Españoles Consulting, con una doble misión.

Por una parte, convertirse en el vehículo a través del cual se pongan en valor los conocimientos que, sobre el diseño, organización y gestión de todos los procesos del ciclo de negocio de los mercados de capitales, han acumulado los profesionales del grupo BME, así como las diferentes herramientas tecnológicas de soporte al mercado que las empresas del grupo han desarrollado a lo largo de los últimos años.

Por otra, contribuir al intercambio de *know how* con otros operadores de mercados y empresas de IT acerca de la tecnología que las bolsas están actualmente

aplicando, así como de las necesidades presentes y previsibles de los mercados financieros en materia tecnológica.

Este tipo de actividades no son una novedad para las empresas de BME que, desde mediados de los años noventa han venido realizando acuerdos con varios operadores de mercados financieros (la Bolsa de Atenas, la Bolsa de Caracas, la Bolsa de Valores de Lisboa y Oporto y la Bolsa de Mercaderías de Hannover, por citar sólo algunos) para la transferencia de tecnología.

Estos acuerdos llevaban aparejada la transferencia de conocimientos a través de proyectos de consultoría inicialmente ligados a la formación y a la adaptación de la organización del cliente a la nueva tecnología, unos proyectos que, en una segunda fase, comenzaron a tener entidad propia.

Con la creación del grupo BME parecía un paso lógico la coordinación de estas actividades en torno a una nueva unidad de negocio especializada en este tipo de servicios.

En definitiva, BME Consulting nace con la vocación de racionalizar, apoyar y dar soporte y continuidad a las actividades llevadas a cabo en veintitrés mercados internacionales por las diferentes compañías que forman el grupo BME. La compañía contribuye, asimismo, a crear nuevas oportunidades de negocio y a diversificar la oferta de servicios del grupo, al tiempo que se constituye en un observatorio de las últimas tendencias internacionales en los mercados financieros.

BME Consulting no es una excepción en el mundo de las bolsas europeas: Prácticamente todos los operadores de mercado relevantes en el continente desarrollan trabajos de consultoría y de exportación de tecnología de una u otra forma. Estas actividades se llevan a cabo bien dentro de un departamento de la propia Bolsa (como es el caso de Deutsche Börse), o bien a través de una empresa filial (London Stock Exchange Consulting, Wiener Börse Consulting y OMX Technology).

BME Consulting se mueve, pues, en un entorno profesionalizado y competitivo, dirigido fundamentalmente a los mercados de economías emergentes y a aquellos países que han accedido recientemente a la Unión Europea (UE).

Las áreas naturales de actuación de la compañía son, por una parte, los proyectos de adaptación de los mercados de los países del Este de Europa a los estándares de las economías más avanzadas de la UE y, por otra, los procesos de reforma y modernización de los mercados financieros de Latinoamérica, una región geográfica en la que BME Consulting aspira a convertirse en

la consultora de referencia en el ámbito de los mercados de valores.

La compañía se ha organizado en dos departamentos:

— Un área de servicios de IT, a cargo de la venta, adaptación y mantenimiento de los sistemas de soporte al mercado que BME provee a terceros.

— Un área de consultoría, a cargo del desarrollo de los proyectos de consultoría estratégica de la compañía y de la ejecución de programas de formación específicos dirigidos a clientes institucionales fuera de España.

1. Área de servicios IT

La industria de valores hace un uso intensivo de la tecnología, hasta tal punto que las empresas operadoras de mercados han sido consideradas en alguna ocasión empresas del sector de tecnologías de la información.

En efecto, las herramientas informáticas más avanzadas se encuentran presentes en todos los procesos del ciclo de negocio. La contratación electrónica, la comunicación y difusión de información financiera y de mercado, la ayuda a la toma de decisiones en complejos procesos de arbitraje o cobertura, la gestión de grandes cantidades de clientes y cuentas, la compensación y liquidación de enormes volúmenes de operaciones; todo ello es posible gracias al desarrollo tecnológico de los mercados de valores.

BME Consulting ofrece los servicios y productos de IT que en los últimos tiempos las distintas empresas que integran hoy día el grupo BME desarrollaron en aras de la mecanización de las operaciones, dado el estado de la técnica en cada momento, y de poder soportar con niveles óptimos de eficiencia las elevadas tasas de crecimiento de la actividad de los mercados.

Estos desarrollos abarcan sistemas de contratación electrónica, de compensación y liquidación de operaciones, de difusión de información financiera en tiempo real, de soporte a la contratación y *back-office*, etcétera. Adicionalmente, el fondo de herramientas tecnológicas se completa con plataformas de difusión de cotizaciones para mercados de profesionales, encaminamiento automático de órdenes (*routing*) y cámara de contrapartida central.

BME Consulting no es un proveedor de sistemas ajeno al negocio en que sus aplicaciones operan, sino un socio tecnológico que ofrece un doble valor añadido: un profundo conocimiento de los mercados de capitales y de cómo obtener el máximo aprovechamiento de la tec-

nología en términos de productividad, y un historial de desarrollo que le acerca tanto a los mercados emergentes como a los más desarrollados.

Ciertamente, las altas tasas de crecimiento del mercado español lo han llevado de ser una plaza de reducido tamaño en el entorno europeo a situarse en cuarto lugar por volumen de contratación y capitalización. Esto permite a BME Consulting entender las necesidades e identificar las oportunidades de los mercados con potencial de crecimiento, así como las de aquéllos cuyo crecimiento debe apoyarse en ganancias de productividad derivadas del uso de la tecnología.

Seguidamente, se describen las soluciones tecnológicas desarrolladas en el seno de BME.

1.1. Sistema de contratación

BME Consulting oferta las diferentes plataformas de contratación utilizadas actualmente en el mercado español.

El SIBE es el sistema en el que las cuatro bolsas españolas llevan a cabo la negociación de acciones y, a través de aplicativos específicos, *warrants* y renta fija (pública y privada). Este sistema se basa en un estándar internacional: el Modelo Europeo de Mercado, dirigido por órdenes (*order-driven*) en el que las posturas se casan con arreglo a la prioridad precio-tiempo durante el horario de mercado abierto. Adicionalmente, proporciona mecanismos de subasta para los períodos de apertura y cierre de la sesión, así como para la gestión de movimientos bruscos de precios (subastas de volatilidad).

Es de destacar que el SIBE fue, en su momento y durante muchos años, la primera y única plataforma de contratación electrónica multibolsa que daba servicio a las plazas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, cuyos miembros operaban sobre un solo libro central. Ello posibilita una concentración de liquidez que proporciona la mayor calidad de los precios negociados, que, al ser únicos para cada instrumento, eliminan el arbitraje entre plazas y sus efectos distorsionadores sobre el mercado. Por su diseño y desarrollo, el SIBE permite una rápida adaptación a nuevos productos, regulaciones y mercados.

Desde el punto de vista técnico, este sistema es accesible desde terminales de usuario, a través de una aplicación visual de cliente, o desde sistemas propios de recolección de órdenes a través de una interfaz única. Todo ello facilita su adecuación a las necesidades y características de todo tipo de intervinientes, con independencia de su tamaño, localización geográfica o nivel de actividad.

Para los mercados de productos derivados, BME cuenta con una plataforma electrónica y de comunicaciones, MEFF S/MART, que realiza la gestión informatizada de todo el ciclo de negocio: información en tiempo real, negociación, compensación y liquidación, control de riesgos y gestión de garantías. Este sistema es accesible a través de terminales o de conexiones directas desde aplicaciones internas, incluida la posibilidad de negociación vía Internet, y realiza automáticamente una consolidación de todas las cuentas de cada inversor para determinar su posición abierta, el estado de sus órdenes, sus depósitos, resultados, etc. De esta manera se minimiza el importe de las garantías a depositar al tiempo que se maximiza el volumen de la compensación de posiciones complementarias entre contratos. El diseño del sistema permite elevados volúmenes de órdenes introducidas y contratos negociados.

Para los mercados de renta fija, BME Consulting ofrece la solución de AIAF, un sistema de negociación electrónico, FIT, basado en un diseño modular que facilita el desarrollo de interfaces intuitivas y funcionales, con rapidez de ejecución y con capacidad de instalación en cualquier entorno operativo. El operador de mercado interviene a través de un terminal gráfico como punto de entrada al sistema, en el que accede a la información del mercado, actualizada en tiempo real, y a las funciones características de una plataforma de negociación: introducción de órdenes, actividad del usuario, mensajería, etc. La arquitectura técnica del FIT garantiza particularmente la velocidad en el tratamiento de las órdenes, mediante procedimientos de distribución y almacenamiento de información, así como los procesos específicos de gestión de las peticiones de usuarios y generación de respuestas. Cuenta además con mecanismos de seguridad frente a posibles fallos y herramientas de administración que permiten el control remoto de todos los parámetros de la aplicación.

Además, BME Consulting incluye en su oferta el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF) en el que se negocian los instrumentos de deuda pública española. Cuenta con un sistema central, SAPI, que procesa y gestiona automáticamente las órdenes y operaciones de los miembros del mercado que se conectan a través de una interfaz única desde cualquier tipo de aplicación desarrollada al efecto. De esta forma, los intervinientes pueden integrar en sus propios sistemas la información recibida del mercado, procesándola y enviando las órdenes manual o automáticamente. Por las características de este mercado, el SAPI maneja elevados flujos de órdenes, generalmente originadas de forma automática por aplicaciones de *front-office*. Adicionalmente, la plataforma automatiza procedimientos específicos del mercado de deuda, como los cumplimientos con el Tesoro, estrategias con otros instrumentos, etc. El sistema responde a un dise-

ño de mercado ciego, en el que los participantes desconocen la identidad de las contrapartes.

1.2. Sistemas de back-office

Otra de las herramientas desarrolladas dentro del Grupo BME es el sistema de *back-office* de mercado AUD, que proporciona una interfaz con los sistemas internos de los miembros del mercado mediante la que pueden gestionar, de una manera homogénea, los desgloses y transmisión de operaciones, así como las instrucciones de liquidación, tanto en tiempo real (con flujos de mensajes) como en momentos determinados de la sesión (con tratamiento de lotes). El sistema, por tanto, se interpone entre el mercado y el depositario, ofreciendo a las partes de la negociación funciones de recepción y registro de ejecuciones, generación automática de instrucciones de liquidación, asignación de operaciones, cálculo de tarifas, desgloses, comunicación de titularidades, etcétera.

En el mercado de productos derivados, la herramienta MEFF S/MART, que se ha descrito anteriormente, incorpora dos sistemas adicionales que optimizan la gestión de los operadores en un mercado cuyas ratios de apalancamiento requieren un tratamiento sofisticado del riesgo: un *back-office* integrado (MIBOS) y un *front-office*. El *back-office* ofrece al operador la posibilidad de conciliar la actividad del mercado con las cuentas de sus clientes, determinando la posición de cartera de cada uno de ellos individualmente y permitiéndole definir su estrategia de comisiones. Además, proporciona un marco contable en el que registrar las operaciones tanto por cuenta de clientes como por cuenta propia, siempre en correspondencia con las negociaciones realizadas en el mercado. El *front-office* consiste en un conjunto de programas gráficos y de cálculo que, alimentados en tiempo real con la información generada por el mercado, la organizan y presentan para apoyar al operador en la toma de decisiones.

1.3. Sistemas de compensación y liquidación

El grupo BME cuenta con los sistemas de IBERCLEAR, que es la entidad encargada de la compensación y liquidación de operaciones realizadas en las bolsas, el mercado de deuda pública, AIAF y Latibex. Además, lleva el registro contable de los valores. Las negociaciones bursátiles son comunicadas desde los mercados a través de medios electrónicos desde la plataforma de *back-office* descrita anteriormente. Una vez registradas, se procede a su tratamiento en un plazo máximo de tres días hábiles. Durante éstos, el sistema gestiona los rechazos, aceptaciones y confirmaciones que dan lugar al traspaso definitivo de valores y efectivo entre las

cuentas de los participantes. La red de comunicaciones se establece entre el mercado, los miembros de éste, los agentes liquidadores e IBERCLEAR.

Para las operaciones sobre instrumentos de deuda pública y renta fija privada (AIAF), BME cuenta con el sistema CADE. Esta plataforma realiza una liquidación bruta, tanto en valores como en efectivo, es decir, trata las operaciones individualmente. A diferencia de la liquidación de operaciones bursátiles, este sistema hace dos ciclos de liquidación, al principio y al fin de la sesión. Entre ellos, se lleva a cabo la liquidación en tiempo real. El plazo se determina por acuerdo entre los participantes en la operación. El sistema liquida operaciones al contado, a plazo y dobles o simultáneas, cubriendo todo el abanico de los mercados correspondientes.

BME Consulting incluye también en su oferta la tecnología de la Cámara de Contrapartida Central *Meffclear* para las operaciones sobre instrumentos de renta fija negociadas en los mercados de valores, especialmente las simultáneas. Este servicio, a través de la novación de contratos, interpone a la cámara entre comprador y vendedor, trasladando de esa manera el riesgo de liquidación. *Meffclear* proporciona, además del servicio de compensación, la determinación de las garantías diarias a depositar por los participantes, cuya custodia también gestiona. La liquidación final, sin embargo, se lleva a cabo en los sistemas de IBERCLEAR descritos anteriormente.

1.4. Los sistemas de encaminamiento automático de órdenes (order routing)

Visual Trader (VT) es la plataforma que da acceso global a los principales mercados bursátiles del mundo. El sistema centraliza la recepción de los flujos de órdenes originados por sus usuarios, a través de una sencilla interfaz, y lo dirige al mercado de destino, ofreciendo además todas las funciones accesorias que permitan el seguimiento de tales órdenes. La institución (*broker*, banco, compañía de seguros, fondo de inversión, etcétera) que desee hacer llegar órdenes a cualquiera de los mercados a los que Visual Trader tiene acceso no tiene más que conectarse al sistema. La ventaja ofrecida por el sistema es evitar tener tantos accesos como mercados a los que se quiera acceder. Con un solo punto de entrada se llega a más de cuarenta mercados y a cualquier *broker* o red global. Además, se obtiene una conexión automática al mercado local sin tener que pasar por sus terminales de introducción manual de órdenes.

A todo lo anterior hay que añadir que el propio VT ofrece la posibilidad de interactuar con los sistemas de liquidación, enviando la actividad diaria de cada operador al CSD de su elección.

La orden finalmente entrará al mercado de destino de la mano de uno de sus miembros, por lo que VT proporciona la función de registrar los acuerdos bilaterales necesarios entre el «originador» de la orden y el miembro de mercado que la hará llegar al libro.

La conexión al sistema VT puede realizarse por una doble vía:

— A través de la denominada VT Gateway, que es una interfaz que conecta automáticamente sistemas de recolección de órdenes (bancarios, por ejemplo) con sistemas de negociación (mercados). Esta es una modalidad apropiada para el manejo de los grandes flujos de órdenes minoristas.

— A través del denominado «terminal multimercado», que es una aplicación de cliente, es decir, un *software* instalado en una computadora personal sobre un entorno *Windows*, que presenta una serie de pantallas de mercado (contratación, carnet de órdenes, estado del mercado, etc.) con funcionamiento en tiempo real, con la particularidad de que ofrece información y acceso a múltiples mercados.

En resumen, BME Consulting ofrece las soluciones tecnológicas de uno de los operadores de mercados financieros más avanzados del mundo. Las herramientas técnicas que dan soporte a la actividad de los mercados en toda la fase del ciclo de negocio se hallan a la cabeza de los desarrollos de soluciones informáticas para los mercados de valores por eficiencia, fiabilidad, dimensión y nivel de sofisticación. Todas ellas han sido diseñadas y desarrolladas dentro del propio grupo, lo que contribuye a fortalecer su capacidad de adaptación hacia a nuevas situaciones y exigencias del mercado.

2. Área de consultoría

El inicio de las actividades de consultoría por parte de las empresas del Grupo tuvo mucho que ver con su participación en organizaciones internacionales tales como la Federación Mundial de Bolsas (WFE), la Federación Europea de Bolsas de Valores (FESE), la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), la Asociación Europea de Depositarios Centrales (ECSDA), la Asociación Europea de Cámaras de Compensación (EACH) o la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), por citar sólo algunas.

La presencia de BME en estos foros ha permitido que, a lo largo de los años noventa, fueran muchas las instituciones (bolsas, mercados de derivados, comisiones de valores e instituciones de compensación y liquidación) que tuvieron la oportunidad de conocer de primera mano la situación y evolución del mercado de valores español.

Es precisamente esta evolución —la de un mercado que, en apenas 25 años, ha pasado del estatus de emergente a ser uno de los más dinámicos y modernos del mundo, con un segmento de renta variable que ha aumentado su volumen de contratación en más del 280.000 por 100 durante ese período y con una regulación, tecnología y organización consideradas de las más avanzadas entre los países desarrollados— la que suscitó una mayor atención entre los potenciales clientes de BME Consulting.

Desde el punto de vista del *know how* adquirido, ha de remarcarse la participación activa de las empresas de BME en diversas iniciativas europeas que han promovido la integración de las bolsas del continente; en los subcomités de compensación y liquidación, de regulación internacional y de tecnología de las organizaciones bursátiles antes reseñadas; en la IOSCO, y en todos los procesos de consulta que la actual normativa europea prevé para la elaboración de la regulación sobre los mercados de valores.

BME Consulting participa en proyectos financiados por organismos internacionales e instituciones multilaterales de desarrollo que suelen estar relacionados con la reforma y modernización de mercados emergentes o en transición.

La estrategia de BME Consulting se construye en torno a dos ideas:

— Aprovechar la condición de BME como elemento indispensable en el sistema financiero español para atraer a sus equipos a profesionales del más alto nivel que han desarrollado o desarrollan sus carreras en instituciones públicas cardinales (Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Ministerio de Economía, Dirección General de Seguros, Dirección General del Tesoro y Política Financiera).

— Servir como elemento aglutinador de empresas españolas cotizadas, punteras en diferentes ámbitos, que quieren introducirse en el mundo de la consultoría o que quieren darse a conocer en un nuevo mercado a través de un proyecto de consultoría liderado por BME Consulting.

En este sentido, con la creación de BME Consulting no sólo se trata de buscar sinergias entre las compañías del grupo BME sino entre las instituciones que conforman el sistema financiero español y entre BME y las empresas cotizadas.

2.1. Los principios de consultoría de BME Consulting

Bolsas y Mercados Españoles cree que los mercados de valores más eficientes son aquellos mercados

regulados que operan en un elevado régimen de transparencia, tanto en la precontratación como en la postcontratación, cuya legislación promueve la defensa de los derechos del inversor y los principios de buen gobierno para las compañías cotizadas, que contribuyen a la estabilidad del sistema financiero y que cumplen su función de formación de precios eficientes. Para que un mercado de valores cumpla las funciones citadas es condición necesaria el seguimiento de los principales estándares internacionales en el ámbito de los mercados de capitales, con especial énfasis en los siguientes:

— Los estándares de la IOSCO, y más concretamente sus *Objectives and Principles of Securities Regulation*, un conjunto de recomendaciones para la regulación y supervisión de los mercados de valores que persigue los objetivos de protección del inversor, eficiencia y transparencia de los mercados y reducción del riesgo sistémico.

— Las recomendaciones del Banco Internacional de Pagos (BIS) sobre los sistemas de liquidación de valores. Éstas son un conjunto de propuestas fundamentalmente dirigidas a abordar y mitigar los riesgos a los que están sujetos los sistemas de liquidación de valores (riesgos legales, riesgos de liquidación, riesgos operativos, riesgos de custodia y riesgos en enlaces transfronterizos), al tiempo que abordan aspectos relacionados con el gobierno, acceso, eficiencia, transparencia, regulación y supervisión de estos sistemas.

— Finalmente, las recomendaciones del G30 sobre compensación y liquidación de valores, unos estándares que tienen como objetivo el fomento de los sistemas de compensación y liquidación interoperables y completamente automatizados que faciliten la creación de una red global de sistemas de compensación y liquidación de valores, garantizando condiciones justas de acceso a éstos, con unas políticas de gestión de riesgo sólidas, sujetos a unos órganos de gobierno fuertes y efectivos y a una supervisión consistente.

En suma, frente a la resolución de problemas mediante el diseño de soluciones ad hoc que tantos inconvenientes plantea a medio, e incluso a corto, plazo, debido a su difícil sostenibilidad y a que obliga a los inversores e intermediarios internacionales a familiarizarse con prácticas de mercado consideradas en muchos casos como exóticas, BME Consulting aboga por la adopción de lo que considera un conjunto de «mejores prácticas» internacionales, adaptadas, en su caso, a las particularidades de cada mercado. La filosofía de la compañía es, por tanto, la de promover la asunción de los estándares citados como el mejor medio para facilitar el fortalecimiento, la modernización y el crecimiento de los mercados de valores.

2.2. Áreas de conocimiento de BME Consulting

Las principales áreas de conocimiento sobre las que BME Consulting realiza trabajos de consultoría son las siguientes:

Marco jurídico del mercado de capitales. Se trata de trabajos normalmente promovidos por gobiernos o reguladores de valores dirigidos a analizar las debilidades de la legislación sobre los mercados de capitales (en cualesquiera de sus diferentes componentes normativos: ley del mercado de valores, ley de abuso de mercado, normativa sobre compensación y liquidación de valores, regulación sobre supervisión prudencial de los intervinientes en el mercado, normas de conducta de los intermediarios, medidas de transparencia, etc.) para actualizarla o incluso elaborar los borradores de nuevas normas.

Desarrollo de los mercados financieros y sus instrumentos. Proyectos destinados al desarrollo de los mercados de capitales: desde el fortalecimiento de los mercados de renta variable, renta fija, deuda pública y derivados al diseño y desarrollo de instrumentos financieros cotizados (*warrants*, papel comercial, activos titulizados, etc.), la desmutualización de bolsas o la reorganización de supervisores de servicios financieros.

Procedimientos y principios operativos. Proyectos de adaptación o desarrollo de los procedimientos y principios empleados a lo largo del ciclo de negocio de los mercados de valores (manuales de operación, protocolos de comunicación, etc.) para situarlos en línea con las principales recomendaciones y estándares internacionales, adaptándolos, cuando así se considere necesario, a las particularidades de los diferentes mercados nacionales.

Gobierno corporativo. Proyectos destinados a crear un marco institucional adecuado para el óptimo desarrollo de los mercados de capitales o a elaborar códigos de buen gobierno para empresas cotizadas.

Supervisión de mercado. La disposición de herramientas y elementos normativos que velen por que los mercados financieros sean seguros, justos y eficientes se ha constituido en una condición necesaria para el crecimiento y desarrollo de aquéllos. BME Consulting colabora con supervisores, reguladores y operadores de mercados financieros que buscan asistencia técnica externa para mejorar todos los aspectos (regulatorios, operativos y tecnológicos) relacionados con la supervisión de mercado.

Ofertas públicas de venta de acciones. Proyectos que abordan los distintos aspectos relacionados con el proceso de salida a Bolsa, desde los mecanismos de regis-

tro de las ofertas a los procedimientos de adjudicación o el fomento del mercado de valores como medio de obtener financiación.

2.3. La formación internacional

Dentro de su área de consultoría, BME Consulting desarrolla cursos y programas de formación internacionales sobre el mercado de valores, dirigidos a agencias gubernamentales, reguladores, mercados e instituciones financieras.

Las actividades de formación internacional de BME surgen de la mano de los proyectos de exportación de herramientas tecnológicas del grupo, pues la adaptación de los sistemas de BME a otros mercados hace necesaria la realización de cursos de formación a sus técnicos. Estos cursos no se limitan al manejo de la nueva herramienta, sino que, en muchas ocasiones, abordan temas relacionados con el modelo de mercado, nuevos procedimientos operativos, el tratamiento y la valoración de activos financieros o la compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

Con la creación de BME Consulting, y como consecuencia del interés manifestado por algunos mercados extranjeros en recibir cursos de formación especializada en mercados de valores, se decide que la compañía pueda prestar servicios de formación en el extranjero y que esta actividad se enmarque dentro del área de consultoría.

Dentro de cada área de conocimiento, los cursos se diseñan de forma específica a la medida de los requerimientos de la institución receptora, y cuentan con la posibilidad de ser impartidos tanto en las instalaciones de BME como en las del propio cliente.

VI. CONCLUSIÓN

BME Consulting, la compañía más joven de Bolsas y Mercados Españoles, es el vehículo que el grupo ha

puesto en marcha para maximizar el valor de los conocimientos y la tecnología desarrollados en los últimos años por BME. La compañía, además, se constituye como un medio especialmente apropiado para importar conocimientos técnicos y mejores prácticas de otros mercados bursátiles, contribuyendo a mantener la posición de BME en la vanguardia operativa y tecnológica de los operadores de mercados financieros.

BME Consulting, consciente de que en unos mercados de capitales como los actuales los procesos de cambio son de carácter global, dejando muy poco espacio a las particularidades de los mercados y exigiendo un permanente esfuerzo de mejora por parte de los mismos, nace con una filosofía que gira en torno a dos principios básicos:

1) Los mercados del siglo XXI ya no demandan sistemas concretos de soporte al mercado, sino tecnología, entendida como una asociación flexible y dinámica entre *hardware* y *software*, capaz de adaptarse de forma constante a las nuevas necesidades de los participantes en el mercado.

2) Los mercados del siglo XXI sólo pueden prosperar si están conectados a la red global de flujos financieros, y para ello es condición necesaria cumplir con los principales estándares internacionales en materia de mercados de valores. El campo de las soluciones específicas se ha reducido drásticamente.

En los próximos años, el reto de BME Consulting será afianzarse como una de las consultoras líderes en el campo de los mercados de valores, al tiempo que contribuye a los resultados de BME a través de una actividad que diversifica las fuentes de ingresos y genera sinergias entre las empresas del grupo. Para ello, cuenta con una tecnología del más alto nivel y con los conocimientos de los numerosos profesionales que desarrollan sus carreras en el cuarto operador de mercados financieros en Europa. Con estas bases, BME Consulting parte de una situación inmejorable para alcanzar las metas propuestas.



Legislación

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004
relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las
Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE
del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la
Directiva 93/22/CEE del Consejo

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO
DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, y en particular el apartado 2 de su artículo 47,

Vista la propuesta de la Comisión (1),

Visto el dictamen del Comité Económico y Social Europeo (2),

Visto el dictamen del Banco Central Europeo (3),

De conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado (4),

Considerando lo siguiente:

1. La 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), trataba de establecer las condiciones en que las empresas de inversión y los bancos autorizados podían prestar determinados servicios o establecer sucursales en otros Estados miembros sobre la base de la autorización y supervisión del país de origen. Pretendía armonizar así los requisitos de autorización inicial y funcionamiento de las empresas de inversión, así como las normas de conducta. Preveía también la armonización de algunas de las normas de funcionamiento de los mercados regulados.

2. En los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico

comunitario, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor. A tal fin, conviene alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de inversión presten servicios en toda la Comunidad, ya que se trata de un mercado único, tomando como base la supervisión del país de origen. En vista de lo anterior, la Directiva 93/22/CEE debe ser sustituida por una nueva Directiva.

3. Debido a que los inversores dependen cada vez más de las recomendaciones personalizadas, es conveniente incluir el asesoramiento en materia de inversión entre los servicios de inversión sujetos a autorización.

4. Conviene incluir en la lista de instrumentos financieros determinados instrumentos derivados sobre materias primas y otros constituidos y negociados de un modo que plantea cuestiones de reglamentación comparables a las de los instrumentos financieros tradicionales.

5. Es necesario establecer un régimen regulador general para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, independientemente de los métodos de negociación empleados, con el fin de asegurar una buena calidad de ejecución de las operaciones de los inversores y de preservar la integridad y eficiencia general del sistema financiero. Debe establecerse un marco coherente y ajustado al riesgo que regule los principales tipos de sistemas de ejecución de órdenes empleados actualmente en los mercados financieros europeos. Para ello hay que reconocer la aparición, paralelamente a los mercados regulados, de una nueva generación de sistemas de negociación organizada que deben estar sometidos a ciertas obligaciones para preservar el funcionamiento eficiente y ordenado de los mercados financieros. Para establecer un marco regulador equilibrado, debe disponerse la inclusión de un nuevo servicio de inversión relacionado con el funcionamiento de los SMN.

6. Deben introducirse las definiciones de mercado regulado y de SMN, y deben alinearse estrechamente entre sí para reflejar que cubren las mismas funciones de negociación organizada. Las definiciones deben excluir los sistemas bilaterales en los que una empresa de inversión participa en cada negociación por cuenta propia y no como una contraparte exenta de riesgo, interpuesta entre el comprador y el vende-

(1) DO C 71 E de 25.3.2003, p. 62.

(2) DO C 220 de 16.9.2003, p. 1.

(3) DO C 144 de 20.6.2003, p. 6.

(4) Dictamen del Parlamento Europeo de 25 de septiembre de 2003 (no publicado aún en el Diario Oficial), Posición Común del Consejo de 8 de diciembre de 2003 (DO C 60 E de 9.3.2004, p. 1) y Posición del Parlamento Europeo de 30 de marzo de 2004 (no publicada aún en el Diario Oficial). Decisión del Consejo de 7 de abril de 2004.

(5) DO L 141 de 11.6.1993, p. 27, Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 35 de 11.2.2003, p. 1). Diario Oficial de la Unión Europea ES 30.4.2004 L 145/2.

dor. El término «sistema» engloba todos aquellos mercados que operan únicamente sobre la base de un conjunto de normas y una plataforma de negociación, así como los que operan sólo con arreglo a un conjunto de normas. Los mercados regulados y los SMN no están obligados a utilizar un sistema «técnico» para casar órdenes. Un mercado compuesto únicamente por un conjunto de normas que regulan aspectos relacionados con la condición de miembro, la admisión de instrumentos a negociación, la negociación entre miembros y las obligaciones de información y, en su caso, de transparencia es un mercado regulado o un SMN según lo definido en la presente Directiva y las operaciones concluidas con arreglo a dichas normas se consideran concluidas con arreglo a los sistemas de un mercado regulado o un SMN. La expresión «intereses de compra y venta» debe entenderse en sentido amplio e incluye órdenes, cotizaciones e indicaciones de interés. El requisito de que los intereses se confronten dentro del sistema, según normas no discrecionales establecidas por el gestor del sistema significa que se confronten con arreglo a las normas del sistema o por medio de los métodos o procedimientos de funcionamiento interno del sistema (incluidos los procedimientos integrados en los programas informáticos). Por «normas no discrecionales» ha de entenderse aquellas normas que no permiten a la empresa de inversión que gestiona un SMN ningún margen de discrecionalidad sobre la interacción de los intereses. Las definiciones exigen que esos intereses se confronten de tal modo que den lugar a un contrato, cuya ejecución se ajuste a las normas del sistema o a los métodos o procedimientos de funcionamiento interno del sistema.

7. La presente Directiva pretende abarcar a las empresas cuya profesión o actividad habituales sea prestar servicios o realizar actividades de inversión con carácter profesional. Por consiguiente, debe excluirse de su ámbito a toda persona que tenga una actividad profesional de otra naturaleza.

8. Las personas que administren sus propios activos y empresas, que no presten otros servicios de inversión ni realicen otras actividades de inversión que la negociación por cuenta propia a menos que sean creadores de mercado o que negocien por cuenta propia al margen de un mercado regulado o un SMN de forma organizada, frecuente y sistemática proporcionando un sistema accesible a terceros con objeto de entrar en negociación con ellos, no deben entrar en el ámbito de aplicación de la presente Directiva.

9. Cuando en el texto se haga referencia a las personas debe entenderse que se incluye tanto a las personas físicas como a las jurídicas.

10. Deben quedar excluidas las empresas de seguros cuyas actividades estén sujetas al oportuno control de las autoridades competentes de supervisión prudencial y a la Directiva 64/225/CEE del Consejo, de 25 de febrero de 1964, relativa a la supresión, en materia de reaseguro y de retrocesión, de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios (1), la Primera Directiva

73/239/CEE del Consejo, de 24 de julio de 1973, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio (2), y la Directiva 2002/83/CE del Consejo, de 5 de noviembre de 2002 sobre el seguro de vida (3).

11. No deben estar incluidas en el ámbito de la presente Directiva las personas que no presten servicios de inversión a terceros, sino exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices.

12. También deben estar excluidas del ámbito de la presente Directiva las personas que presten servicios de inversión únicamente de forma accesorio en el marco de una actividad profesional, siempre que esta última esté regulada y que las disposiciones pertinentes no prohíban la prestación accesorio de servicios de inversión.

13. Las personas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en la administración de regímenes de participación de los trabajadores y que, por lo tanto, no presten servicios de inversión a terceros, no deben estar incluidas en el ámbito de la presente Directiva.

14. Es necesario excluir del ámbito de la presente Directiva los bancos centrales y otros organismos que realizan funciones similares, así como los organismos públicos encargados de la gestión de la deuda pública o que intervienen en dicha gestión, concepto que abarca la colocación de la misma, a excepción de los organismos que sean total o parcialmente propiedad del Estado y cuya función sea comercial o esté relacionada con la adquisición de participaciones sociales.

15. Deben excluirse del ámbito de la presente Directiva los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones, independientemente de que estén coordinados o no a escala comunitaria, y los depositarios o gestores de dichas empresas, ya que están sujetos a normas específicas directamente adaptadas a sus actividades.

16. Para poder acogerse a las excepciones establecidas en la presente Directiva, la persona de que se trate debe cumplir sin interrupción las condiciones de dichas excepciones. En particular, si una persona presta servicios de inversión o realiza actividades de inversión y está exenta de la aplicación de la presente Directiva porque dichos servicios y actividades son auxiliares respecto de su actividad principal, cuando se considere como parte de un grupo, no podrá seguir acogiéndose a la exención relativa a los servicios auxiliares cuando la prestación de dichos servicios o actividades deje de ser auxiliar respecto de su actividad principal.

17. Las personas que presten los servicios o realicen las actividades de inversión cubiertos por la presente Directiva deben estar sujetas a la autorización de su Estado miembro

(1) DO 56 de 4.4.1964, p. 878/64. Directiva modificada por el Acta de adhesión de 1972.

(2) DO L 228 de 16.8.1973, p. 3. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE.

(3) DO L 345 de 19.12.2002, p. 1.

de origen, con el fin de proteger a los inversores y a la estabilidad del sistema financiero.

18. Con arreglo a la presente Directiva, las entidades de crédito autorizadas en virtud de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (1) no requieren otra autorización para prestar servicios o realizar actividades de inversión. Cuando una entidad de crédito decida prestar servicios o realizar actividades de inversión, las autoridades competentes, antes de concederle una autorización, deben verificar si cumple las disposiciones pertinentes de la presente Directiva.

19. Con arreglo a la presente Directiva, las empresas de inversión que prestan, de modo no periódico, uno o varios servicios de inversión o realizan una o varias actividades de inversión que no estén amparados por su autorización, no necesitan una autorización adicional.

20. A los efectos de la presente Directiva, la actividad de recepción y transmisión de órdenes también debe incluir la actividad de poner en contacto a dos o más inversores, permitiendo con ello la realización de operaciones entre esos inversores.

21. En el contexto de la próxima revisión del dispositivo de adecuación del capital del Acuerdo de Basilea II, los Estados miembros reconocen la necesidad de volver a examinar si debe considerarse que las empresas de inversión que ejecutan las órdenes de sus clientes sobre la base de operaciones de adquisición y venta simultáneas por cuenta propia (matched principal) actúan como ordenantes y, por lo tanto, quedan supeditadas a exigencias reguladoras adicionales en materia de capital.

22. Los principios de reconocimiento mutuo y de supervisión del Estado miembro de origen requieren que las autoridades competentes de los Estados miembros denieguen o revoquen la autorización cuando factores como el contenido de los programas de operaciones, la distribución geográfica o las actividades realmente efectuadas indiquen claramente que una empresa de inversión ha optado por el ordenamiento jurídico de un Estado miembro concreto para eludir normas más severas vigentes en otro Estado miembro en cuyo territorio pretende desarrollar o está desarrollando ya la mayor parte de sus actividades. Una empresa de inversión que sea una persona jurídica debe estar autorizada en el Estado miembro en el que tenga su domicilio social. Una empresa de inversión que no sea una persona jurídica debe estar autorizada en el Estado miembro en el que tenga su administración central. Además, los Estados miembros deben exigir que la administración central de una empresa de inversión esté siempre situada en su Estado miembro de origen y que opere realmente allí.

23. Una empresa de inversión autorizada en su Estado miembro de origen debe poder prestar servicios o realizar acti-

vidades de inversión en toda la Comunidad, sin necesidad de solicitar una autorización adicional de la autoridad competente del Estado miembro en el que desee prestar los servicios o realizar las actividades mencionados.

24. Habida cuenta de que ciertas empresas de inversión están exentas de algunas obligaciones impuestas por la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (2), deben estar obligadas a suscribir una cantidad mínima de capital o un seguro de responsabilidad profesional, o bien una combinación de ambos. Los ajustes de los importes de ese seguro deben tener en cuenta las modificaciones introducidas en el marco de la Directiva 2002/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002, sobre la mediación en los seguros (3). Este régimen particular en materia de adecuación del capital no debe prejuzgar ninguna decisión sobre el tratamiento apropiado de estas empresas en virtud de futuros cambios de la legislación comunitaria sobre la adecuación del capital.

25. Dado que el ámbito de la regulación prudencial debe limitarse a las entidades que supongan una fuente de riesgo de contraparte para otros participantes del mercado por el hecho de gestionar una cartera de negociación de manera profesional, deben excluirse del ámbito de la presente Directiva las entidades que negocien por cuenta propia con instrumentos financieros, incluidos los derivados sobre materias primas considerados en la presente Directiva, así como aquéllas que prestan servicios de inversión en derivados sobre materias primas a los clientes de su actividad principal pero con carácter auxiliar respecto de su actividad principal, cuando se considere que esas empresas forman parte de un grupo, siempre que dicha actividad principal no consista en la prestación de servicios de inversión en el sentido de la presente Directiva.

26. Para proteger los derechos de propiedad y otros derechos similares del inversor sobre los valores y sus derechos sobre los fondos confiados a una empresa de inversión, conviene en particular distinguirlos de los de la empresa. Este principio no debe, sin embargo, impedir que una empresa realice operaciones en su propio nombre pero por cuenta del inversor, cuando así lo exija la propia naturaleza de la operación y el inversor consienta en ello, como por ejemplo en el préstamo de valores.

27. Cuando un cliente, de conformidad con la legislación comunitaria y, en particular, con la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera (4), transfiera la plena propiedad de instrumentos financieros o de fondos a una empresa de inversión con objeto de garantizar o cubrir de otro modo obligaciones actuales o futuras, reales, contingentes o posibles, dichos instrumentos o fondos deben dejar de considerarse como pertenecientes al cliente.

(1) DO L 126 de 26.05.2000, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE.

(2) DO L 141 de 11.6.1993, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE.

(3) DO L 9 de 15.1.2003, p. 3.

(4) DO L 168 de 27.6.2002, p. 43.

28. Los procedimientos para la autorización, en la Comunidad, de sucursales de empresas de inversión autorizadas en terceros países deben seguir aplicándose a estas empresas. Estas sucursales no deben disfrutar de la libre prestación de servicios, de conformidad con el párrafo segundo del artículo 49 del Tratado, ni del derecho de establecimiento en un Estado miembro distinto de aquél en el que estén establecidas. En los casos en que la Comunidad no esté vinculada por ninguna obligación bilateral o multilateral, conviene establecer un procedimiento que asegure la reciprocidad de trato a las empresas de inversión de la Comunidad en los terceros países de que se trate.

29. La creciente gama de actividades que muchas empresas de inversión realizan simultáneamente ha incrementado la posibilidad de que surjan conflictos de intereses entre estas diversas actividades y los intereses de sus clientes. Es, pues, necesario establecer normas que garanticen que estos conflictos no perjudiquen los intereses de sus clientes.

30. Debe considerarse que todo servicio se presta a iniciativa de un cliente, salvo que el cliente lo solicite en respuesta a una comunicación personalizada, procedente o por cuenta de la empresa a ese cliente concreto, que contenga una invitación o pretenda influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o una operación específica. Un servicio puede considerarse prestado a iniciativa del cliente a pesar de que el cliente lo solicite basándose en cualquier tipo de comunicación que contenga una promoción u oferta de instrumentos financieros, realizada por el medio que fuere, que por su propia naturaleza sea general y esté dirigida al público o a un grupo o categoría de clientes o posibles clientes más amplio.

31. Uno de los objetivos de la presente Directiva es la protección de los inversores. Las medidas a tal efecto deben ajustarse a las particularidades de cada categoría de inversores (particulares, profesionales y contrapartes).

32. No obstante el principio de autorización, supervisión y cumplimiento en el país de origen de las obligaciones relativas al funcionamiento de las sucursales, conviene confiar a la autoridad competente del Estado miembro de acogida la responsabilidad de velar por el cumplimiento de determinadas obligaciones establecidas en la presente Directiva en relación con las actividades realizadas por la sucursal dentro del territorio donde está radicada, ya que dicha autoridad es la más próxima a la sucursal, por lo que es la que está en mejores condiciones de descubrir y poner fin a las infracciones de las normas que rigen las operaciones de la sucursal.

33. Es necesario imponer a las empresas de inversión una obligación efectiva de «ejecución óptima» para garantizar que ejecuten las órdenes en las condiciones más favorables para los clientes. Esta obligación debe aplicarse a toda empresa que tenga obligaciones contractuales o de intermediación con el cliente.

34. La competencia leal exige que los participantes del mercado e inversores puedan comparar los precios que los distintos centros de negociación (es decir, los mercados regu-

lados, los SMN y los intermediarios) están obligados a hacer públicos. Para ello, se recomienda a los Estados miembros que eliminen cualquier tipo de obstáculo que pudiera oponerse a la consolidación, en el ámbito europeo, de la información pertinente y su publicación.

35. Al establecer la relación comercial con el cliente, la empresa de inversión podrá solicitar al cliente o cliente potencial que dé su consentimiento simultáneamente a la política de ejecución, así como a la posibilidad de que las órdenes de los clientes puedan ejecutarse al margen de un mercado regulado o un SMN.

36. Las personas que presten servicios de inversión en nombre de más de una empresa de inversión no deben considerarse agentes vinculados, sino empresas de inversión, cuando entren en la definición establecida en la presente Directiva, exceptuando a aquellas personas que puedan quedar exentas.

37. La presente Directiva no debe afectar al derecho de los agentes vinculados a realizar actividades cubiertas por otras Directivas y actividades afines con respecto a servicios o productos financieros no cubiertos por la presente Directiva, incluso por cuenta de otros miembros del mismo grupo financiero al que pertenecen.

38. Las condiciones para ejercer actividades fuera de los locales de la empresa de inversión (venta a domicilio) no deben estar cubiertas por la presente Directiva.

39. Las autoridades competentes de los Estados miembros no deben registrar, o deben cancelar la inscripción del agente vinculado cuyas actividades reales indiquen claramente que ha optado por el sistema jurídico de un Estado miembro con el fin de evitar las normas más estrictas que están vigentes en otro Estado miembro en cuyo territorio tiene intención de realizar, o en efecto realiza, la mayor parte de sus actividades.

40. A los efectos de la presente Directiva, se debe considerar que las contrapartes elegibles actúan en calidad de clientes.

41. Para asegurar el cumplimiento de las normas de conducta con respecto a los inversores con mayor necesidad de protección (incluidas las normas de ejecución óptima y de gestión de órdenes del cliente) y reflejar prácticas mercantiles bien asentadas en la Comunidad, conviene aclarar que es posible establecer excepciones a las normas de conducta en caso de operaciones realizadas o suscitadas entre contrapartes elegibles.

42. Con respecto a las operaciones ejecutadas entre contrapartes elegibles, la obligación de divulgar las órdenes de clientes a precio limitado sólo debe aplicarse si la contraparte está enviando explícitamente una orden a precio limitado a una empresa de inversión para su ejecución.

43. Los Estados miembros deben proteger el derecho a la intimidad de las personas físicas con relación al tratamiento de datos personales de conformidad con la Directiva

95/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de octubre de 1995, relativa a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos (1).

44. Con el doble objetivo de proteger a los inversores y de asegurar el funcionamiento armónico de los mercados de valores, es preciso garantizar la transparencia de las operaciones y velar por que las normas establecidas a tal fin se apliquen a las empresas de inversión cuando éstas operen en los mercados. Para que los inversores o los participantes del mercado puedan evaluar en todo momento las condiciones de una operación sobre acciones que están sopesando y puedan comprobar a posteriori las condiciones en las que se llevó a cabo, deben establecerse normas comunes para la publicación de los datos de las operaciones sobre acciones ya concluidas y la difusión de los datos de las operaciones sobre acciones que son posibles en aquel momento. Estas normas son necesarias para garantizar la integración real de los mercados de valores de los Estados miembros, para reforzar la eficiencia del proceso global de formación de precios de los instrumentos de renta variable y para contribuir a la observancia efectiva de las obligaciones de «ejecución óptima». Para ello es preciso disponer de un régimen global de transparencia aplicable a todas las operaciones sobre acciones, independientemente de que las realice una empresa de inversión de modo bilateral o se ejecuten a través de mercados regulados o SMN. La obligación impuesta a las empresas de inversión en el marco de la presente Directiva de indicar los precios de compra/venta y de ejecutar una orden al precio indicado no exime a una empresa de inversión de la obligación de encaminar una orden a otro lugar de ejecución cuando esta internalización sea susceptible de impedir que la empresa cumpla las obligaciones de «ejecución óptima».

45. Los Estados miembros deben poder aplicar las obligaciones de declarar las operaciones en virtud de la presente Directiva a los instrumentos financieros no admitidos a cotización en un mercado regulado.

46. Un Estado miembro puede decidir aplicar los requisitos de transparencia pre-negociación y post-negociación establecidos en la presente Directiva a otros instrumentos financieros distintos de las acciones, en cuyo caso, dichos requisitos deben aplicarse a todas las empresas de inversión de las que dicho Estado miembro sea el Estado miembro de origen, con respecto a las operaciones que realicen en el territorio de dicho Estado, así como a las actividades transfronterizas efectuadas al amparo de la libre prestación de servicios. También deben aplicarse a las operaciones realizadas en el territorio de dicho Estado miembro por sucursales establecidas en él y pertenecientes a empresas de inversión autorizadas en otro Estado miembro.

47. Todas las empresas de inversión deben tener las mismas posibilidades de adherirse o acceder a los mercados regulados en toda la Comunidad. Independientemente del modo en que estén organizadas actualmente las operaciones en los

Estados miembros, es importante suprimir las restricciones técnicas y jurídicas al acceso a los mercados regulados.

48. Para facilitar la conclusión de operaciones transfronterizas, es conveniente que las empresas de inversión puedan acceder fácilmente a los mecanismos de compensación y liquidación en toda la Comunidad, independientemente de que las operaciones se hayan concluido a través de mercados regulados del Estado miembro de que se trate. Las empresas de inversión que deseen participar directamente en los sistemas de liquidación de otros Estados miembros deben cumplir los oportunos requisitos operativos y comerciales para su adhesión, así como las medidas prudenciales, para mantener el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros.

49. La autorización para gestionar un mercado regulado debe abarcar todas las actividades directamente relacionadas con la presentación, tratamiento, ejecución, confirmación e información de las órdenes desde el momento en que éstas son recibidas por el mercado regulado hasta el momento en que se transmiten para su ulterior conclusión, así como las actividades relacionadas con la admisión a negociación de instrumentos financieros. Debe también incluir las operaciones realizadas a través de creadores de mercado designados por el mercado regulado, de conformidad con sus sistemas y con arreglo a las normas que los regulan. No todas las operaciones concluidas por miembros o participantes del mercado regulado o el SMN han de ser consideradas concluidas en el marco de los sistemas del mercado regulado o SMN. Las operaciones que miembros o participantes realicen de forma bilateral y que no cumplan todas las obligaciones establecidas para un mercado regulado o un SMN con arreglo a la presente Directiva deben considerarse operaciones concluidas al margen de un mercado regulado o un SMN a los efectos de la definición de internalizador sistemático. En tal caso, la obligación de las empresas de inversión de hacer públicas las cotizaciones en firme debe aplicarse si se cumplen las condiciones establecidas en la presente Directiva.

50. Los internalizadores sistemáticos pueden decidir dar acceso a sus cotizaciones sólo a los clientes minoristas, sólo a los clientes profesionales, o bien a ambos. No se les debe permitir que establezcan distinciones dentro de dichas categorías de clientes.

51. El artículo 27 no obliga a los internalizadores sistemáticos a hacer públicas las cotizaciones en firme en relación con las transacciones superiores al volumen estándar del mercado.

52. Cuando una empresa de inversión es un internalizador sistemático en acciones y en otros instrumentos financieros, la obligación de cotizar sólo debe aplicarse respecto a las acciones, sin perjuicio del considerando 46.

53. La presente Directiva no pretende exigir la aplicación de normas de transparencia precomercial a las transacciones realizadas sobre la base de un mercado paralelo, entre cuyas características se hallan su carácter ad hoc e irregular y el hecho de que se realizan con contrapartes al por mayor, y que son parte de una relación comercial que se caracteriza por transacciones que exceden del volumen estándar del merca-

(1) DO L 281 de 23.11.1995, p. 31.

do, y en la que las transacciones se realizan fuera de los sistemas que normalmente utiliza la empresa de que se trate para sus actividades como internalizador sistemático.

54. El volumen estándar del mercado para cualquier tipo de acción no debe ser significativamente desproporcionado con respecto a ninguna acción incluida en esa clase.

55. La revisión de la Directiva 93/6/EEE debe fijar las exigencias mínimas de recursos propios que deben cumplir los mercados regulados para ser autorizados, y debe tener en cuenta el carácter específico de los riesgos asociados a estos mercados.

56. Los gestores de un mercado regulado deben también poder gestionar un SMN con arreglo a las disposiciones pertinentes de la presente Directiva.

57. Las disposiciones de la presente Directiva relativas a la admisión de instrumentos a negociación de conformidad con las normas aplicadas por el mercado regulado no deben ser un obstáculo para la aplicación de la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores (1). No debe impedirse que un mercado regulado aplique a los emisores de valores o de instrumentos que esté estudiando admitir a cotización unos requisitos más severos que los impuestos en virtud de la presente Directiva.

58. Los Estados miembros deben estar facultados para designar distintas autoridades competentes para hacer cumplir la amplia gama de obligaciones establecidas en la presente Directiva. Estas autoridades deben ser de carácter público, para garantizar su independencia de los agentes económicos y evitar conflictos de intereses. Los Estados miembros deben garantizar la financiación adecuada de la autoridad competente, con arreglo a su Derecho interno. La designación de estas autoridades públicas no debe impedir la delegación de funciones, bajo responsabilidad de la autoridad competente.

59. Una información confidencial recibida por el punto de contacto de un Estado miembro a través del punto de contacto de otro Estado miembro no puede ser considerada puramente interna.

60. Es necesario potenciar la convergencia de los poderes de que disponen las autoridades competentes a fin de tender a una aplicación de intensidad equivalente en todo el mercado financiero integrado. La eficacia de la supervisión debe garantizarse mediante un mínimo común de atribuciones acompañado de los recursos adecuados.

61. Con vistas a la protección de los clientes y sin perjuicio del derecho de los consumidores a recurrir a los tribunales, conviene que los Estados miembros alienten a los organismos públicos y privados creados para la resolución

extrajudicial de litigios a que cooperen entre sí en la resolución de los litigios transfronterizos, teniendo en cuenta la Recomendación 98/257/CE de la Comisión, de 30 de marzo de 1998, relativa a los principios aplicables a los órganos responsables de la solución extrajudicial de los litigios en materia de consumo (2). Debe alentarse a los Estados miembros a que, cuando apliquen las disposiciones sobre reclamaciones y procedimientos de recurso en los procedimientos extrajudiciales, se sirvan de los actuales mecanismos transfronterizos de cooperación, en particular de la red de denuncias en el ámbito de los servicios financieros (FIN-Net).

62. Todo intercambio o transmisión de información entre autoridades competentes u otras autoridades, organismos o personas debe realizarse de conformidad con las normas sobre transferencia de datos personales a países terceros establecidas en la Directiva 95/46/CE.

63. Es preciso reforzar las disposiciones sobre el intercambio de información entre autoridades competentes nacionales y consolidar los deberes de asistencia y cooperación que se deben entre sí. Debido al aumento de la actividad transfronteriza, las autoridades competentes deben facilitarse mutuamente la información pertinente para el ejercicio de sus funciones, para asegurar así el efectivo cumplimiento de la presente Directiva, incluso en situaciones en las que las infracciones o presuntas infracciones pueden interesar a las autoridades de dos o más Estados miembros. En este intercambio de información es necesario observar el más estricto secreto profesional para asegurar la buena transmisión de esa información y la protección de los derechos de los interesados.

64. En su reunión del 17 de julio de 2000, el Consejo creó un Comité de expertos sobre la reglamentación de los mercados europeos de valores mobiliarios. En su informe final, el Comité de expertos propuso la introducción de nuevas técnicas legislativas basadas en un planteamiento en cuatro niveles: principios generales, medidas de ejecución, cooperación y cumplimiento. El nivel 1, en el que se sitúa la Directiva, debe limitarse a enunciar principios «marco» de ámbito general, mientras que el nivel 2 debe contener medidas técnicas de ejecución que ha de adoptar la Comisión con la asistencia de un comité.

65. La Resolución adoptada por el Consejo Europeo de Estocolmo el 23 de marzo de 2001 respaldó el Informe final del Comité de expertos y el planteamiento en cuatro niveles de la reglamentación para aumentar la eficacia y transparencia del proceso de elaboración de la legislación comunitaria sobre valores.

66. De acuerdo con el Consejo Europeo de Estocolmo, deben emplearse con mayor frecuencia medidas de ejecución de nivel 2 para garantizar la actualización de las disposiciones técnicas en función de la evolución del mercado y de las prácticas de supervisión, así como establecerse plazos para todas las fases de trabajo del nivel 2.

(1) DO L 184 de 6.7.2001, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 345 de 31.12.2003, p. 64).

(2) DO L 115 de 17.4.1998, p. 31.

67. La Resolución del Parlamento Europeo, de 5 de febrero de 2002, sobre la aplicación de la legislación en el marco de los servicios financieros también respaldó el informe del Comité de expertos, basándose en la declaración formal efectuada ese mismo día ante el Parlamento por la Comisión y en la carta de 2 de octubre de 2001 dirigida por el Comisario de Mercado Interior a la Presidencia de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento, con respecto a las salvaguardias sobre el papel del Parlamento Europeo en este proceso.

68. Las medidas necesarias para la ejecución de la presente Directiva se deben aprobar con arreglo a la Decisión 1999/468/CE del Consejo, de 28 de junio de 1999, por la que se establecen los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión (1).

69. Debe concederse al Parlamento Europeo un período de tres meses a partir de la primera transmisión del proyecto de medidas de ejecución para que pueda proceder a su examen y emitir su dictamen. Sin embargo, en casos de urgencia debidamente justificados, este período podría acortarse. Si, dentro de ese período, el Parlamento Europeo aprueba una resolución, la Comisión debe reexaminar su proyecto de medidas.

70. Con vistas a tener en cuenta la evolución ulterior de los mercados financieros, la Comisión debe presentar informes al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la aplicación de las disposiciones relativas al seguro de responsabilidad civil profesional, el alcance de las normas de transparencia y la posible autorización como empresas de inversión de los operadores especializados en derivados sobre materias primas.

71. El objetivo de crear un mercado financiero integrado en el que los inversores estén realmente protegidos y se garantice la eficiencia y la integridad del mercado en general exige el establecimiento de normas comunes aplicables a las empresas de inversión, independientemente del país de la Comunidad en que estén autorizadas, que rijan el funcionamiento de los mercados regulados y otros sistemas de negociación para impedir que la opacidad o distorsión de un solo mercado pueda afectar al funcionamiento del sistema financiero europeo en general. Dado que este objetivo puede lograrse mejor a nivel comunitario, la Comunidad puede adoptar medidas, de acuerdo con el principio de subsidiariedad consagrado en el artículo 5 del Tratado. De conformidad con el principio de proporcionalidad enunciado en dicho artículo, la presente Directiva no excede de lo necesario para alcanzar dicho objetivo.

HAN ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

TÍTULO I. ÁMBITO DE APLICACIÓN Y DEFINICIONES

Artículo 1. *Ámbito de aplicación*

1. La presente Directiva se aplicará a las empresas de inversión y a los mercados regulados.

(1) DO L 184 de 17.7.1999, p. 23.

2. Las siguientes disposiciones también se aplicarán a las entidades de crédito autorizadas con arreglo a la Directiva 2000/12/CE, cuando presten uno o varios servicios o realicen una o varias actividades de inversión:

- el apartado 2 del artículo 2, los artículos 11, 13 y 14,
- el capítulo II del título II, excepto el párrafo segundo del apartado 2 del artículo 23,
- el capítulo III del título II, excepto los apartados 2 a 4 del artículo 31 y los apartados 2 a 6, 8 y 9 del artículo 32,
- los artículos 48 a 53, 57, 61 y 62,y
- el apartado 1 del artículo 71.

Artículo 2. *Excepciones*

1. La presente Directiva no se aplicará:

a) a las empresas de seguros definidas en el artículo 1 de la Directiva 73/239/CEE y en el artículo 1 de la Directiva 2002/83/CE, ni a las empresas que ejerzan las actividades de reaseguro y de retrocesión contempladas en la Directiva 64/225/CEE;

b) a las personas que presten servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices;

c) a las personas que presten un servicio de inversión, cuando dicho servicio se preste de manera accesoria en el marco de una actividad profesional, y siempre que esta última esté regulada por disposiciones legales o reglamentarias o por un código deontológico profesional que no excluyan la prestación de dicho servicio;

d) a las personas que no realicen más servicio o actividad de inversión que negociar por cuenta propia, excepto si estas personas son creadores de mercado o negocian por cuenta propia al margen de un mercado regulado o un SMN de forma organizada, frecuente y sistemática proporcionando un sistema accesible a terceros con objeto de entrar en negociación con ellos;

e) a las personas que presten servicios de inversión consistentes exclusivamente en la gestión de sistemas de participación de los trabajadores;

f) a las personas que presten servicios de inversión que consistan únicamente en la gestión de sistemas de participación de trabajadores y en la prestación de servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices;

g) a los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, a otros organismos nacionales con funciones similares, o a otros organismos públicos que se encargan de la gestión de la deuda pública o intervienen en ella;

h) a los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones, independientemente de que estén o no coordinados a nivel comunitario, ni a los depositarios y gestores de dichos organismos;

i) a las personas que negocian por cuenta propia en instrumentos financieros o prestan servicios de inversión en derivados sobre materias primas o contratos de derivados a que hace referencia el punto 10 de la sección C del anexo I a los clientes de su actividad principal, siempre que lo hagan como actividad auxiliar con respecto a la principal, cuando se considere como parte de un grupo, y dicha actividad principal no sea la prestación de servicios de inversión en el sentido de la presente Directiva o de servicios bancarios según la Directiva 2000/12/CE;

j) a las personas que prestan asesoramiento en materia de inversiones en el ejercicio de otra actividad profesional no regulada por la presente Directiva, siempre que la prestación de dicho asesoramiento no esté específicamente remunerada;

k) a las personas cuya actividad principal consiste en negociar por cuenta propia en materias primas o derivados sobre materias primas. Esta excepción no será aplicable cuando las personas que negocien por cuenta propia en materias primas o derivados sobre materias primas formen parte de un grupo cuya actividad principal sea la prestación de otros servicios de inversión en el sentido de la presente Directiva, o de servicios bancarios de conformidad con la Directiva 2000/12/CE;

l) a las empresas que prestan servicios de inversión o realizan actividades de inversión que consistan exclusivamente en negociar por cuenta propia en mercados de futuros financieros, opciones u otros derivados y en mercados de contado con el único propósito de cubrir posiciones en mercados de derivados, o que operen por cuenta de otros miembros de dichos mercados o faciliten precios para éstos, y que estén avaladas por miembros liquidadores del mismo mercado, cuando la responsabilidad del cumplimiento de los contratos celebrados por dichas empresas sea asumida por los miembros liquidadores del mismo mercado;

m) a las asociaciones creadas por fondos de pensiones daneses y finlandeses con el fin exclusivo de gestionar los activos de los fondos de pensiones participantes;

n) a los «*agenti di cambio*» cuyas actividades y funciones se rigen por el artículo 201 del Decreto legislativo italiano núm. 58, de 24 de febrero de 1998.

2. Los derechos conferidos por la presente Directiva no se harán extensivos a la prestación de servicios en calidad de contraparte en operaciones realizadas por organismos públicos que negocian deuda pública o por miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, dentro de las funciones que les son asignadas en virtud del Tratado y por los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo o en el ejercicio de funciones equivalentes con arreglo a disposiciones nacionales.

3. Para tener en cuenta la evolución de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de la presente Direc-

tiva, la Comisión, de acuerdo con el procedimiento establecido en el apartado 2 del artículo 64, podrá fijar, con respecto a las excepciones de las letras c), i) y k), los criterios para determinar cuándo debe considerarse que una actividad es auxiliar de la principal a nivel de grupo y para determinar cuándo se presta de forma accesoria.

Artículo 3. Excepciones facultativas

1. Todo Estado miembro podrá decidir no aplicar la presente Directiva a cualquier persona respecto de la cual el Estado miembro sea Estado miembro de origen:

— que no esté autorizada a tener fondos o valores de clientes y que, por tal motivo, no pueda en ningún momento colocarse en posición deudora con respecto a sus clientes,

— que no esté autorizada a prestar servicios de inversión, a no ser la recepción y transmisión de órdenes sobre valores negociables y participaciones de organismos de inversión colectiva y la prestación de asesoramiento en materia de inversión relativa a dichos instrumentos financieros, y

— que, en el ejercicio de la prestación de dicho servicio, esté autorizada a transmitir órdenes únicamente a:

i) empresas de inversión autorizadas de conformidad con la presente Directiva,

ii) entidades de crédito autorizadas de conformidad con la Directiva 2000/12/CE,

iii) sucursales de empresas de inversión o de entidades de crédito que estén autorizadas en un tercer país y que estén sometidas y se ajusten a normas prudenciales que las autoridades competentes consideren al menos tan estrictas como las establecidas en la presente Directiva, en la Directiva 2000/12/CE o en la Directiva 93/6/CEE,

iv) organismos de inversión colectiva autorizados con arreglo a la legislación de un Estado miembro a vender participaciones al público y a los gestores de tales organismos,

v) sociedades de inversión de capital fijo, con arreglo a la definición del apartado 4 del artículo 15 de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendiente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (1), cuyas obligaciones se coticen o negocien en un mercado regulado de un Estado miembro, siempre que las actividades de dichas personas estén reguladas a escala nacional.

(1) DO L 26 de 31.1.1977, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye el Acta de adhesión de 1994.

2. Las personas excluidas del ámbito de aplicación de la presente Directiva de conformidad con el apartado 1 no podrán acogerse a la libertad de prestación de servicios o actividades ni establecer sucursales conforme a lo dispuesto en los artículos 31 y 32, respectivamente.

Artículo 4. Definiciones

1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

1) Empresa de inversión: toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros.

Los Estados miembros podrán incluir en la definición de empresa de inversión a empresas que no sean personas jurídicas, siempre que:

a) su estatuto jurídico garantice a los intereses de terceros un nivel de protección equivalente al que ofrecen las personas jurídicas, y

b) sean objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a su forma jurídica.

No obstante, cuando una persona física preste servicios que impliquen la tenencia de fondos o valores negociables pertenecientes a terceros, sólo podrá considerarse empresa de inversión con arreglo a la presente Directiva si, sin perjuicio de las demás exigencias de la presente Directiva y de la Directiva 93/6/CEE, reúne las condiciones siguientes:

a) que estén protegidos los derechos de propiedad de terceros sobre sus instrumentos y fondos, en particular en caso de insolvencia de la empresa o de sus propietarios, embargo, compensación o cualquier otra acción emprendida por acreedores de la empresa o de sus propietarios;

b) que la empresa de inversión esté sujeta a normas que tengan por objeto supervisar su solvencia y la de sus propietarios;

c) que las cuentas anuales de la empresa estén auditadas por una o varias personas facultadas para auditar cuentas con arreglo a la legislación nacional;

d) cuando una empresa tenga un solo propietario, que éste adopte medidas para la protección de los inversores en caso de cese de las actividades de la empresa por causa de fallecimiento, incapacidad o circunstancias similares.

2) Servicios y actividades de inversión: cualquiera de los servicios y actividades enumerados en la sección A del anexo I en relación con cualquiera de los instrumentos enumerados en la sección C del anexo I.

La Comisión, actuando de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, determinará:

— los contratos de derivados mencionados en el punto 7 de la sección C del anexo I que tienen las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cuestiones, si su compensación y liquidación la realizan cámaras de compensación reconocidas y son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía;

— los contratos de derivados mencionados en el punto 10 de la sección C del anexo I que tienen las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cuestiones, si se comercializan en un mercado regulado o en un SMN, su compensación y liquidación la realizan cámaras de compensación reconocidas y son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

3) Servicio auxiliar: cualquiera de los servicios enumerados en la sección B del anexo I.

4) Asesoramiento en materia de inversión: la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros.

5) Ejecución de órdenes por cuenta de clientes: la conclusión de acuerdos de compra o venta de uno o más instrumentos financieros por cuenta de clientes.

6) Negociación por cuenta propia: la negociación con capital propio que da lugar a la conclusión de operaciones sobre uno o más instrumentos financieros.

7) Internalizador sistemático: la empresa de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocia por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN.

8) Creador de mercado: la persona que se presenta regularmente en los mercados financieros declarándose dispuesta a negociar por cuenta propia, comprando y vendiendo instrumentos financieros con capital propio a precios establecidos por él.

9) Gestión de carteras: la gestión discrecional e individualizada de carteras según mandato de los clientes, cuando las carteras incluyan uno o más instrumentos financieros.

10) Cliente: toda persona física o jurídica a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares.

11) Cliente profesional: todo cliente que se ajuste a los criterios establecidos en el anexo II.

12) Cliente minorista: todo cliente que no sea cliente profesional.

13) Gestor del mercado: la persona o personas que gestionan o desarrollan la actividad de un mercado regulado. El gestor del mercado puede ser el propio mercado regulado.

14) Mercado regulado: sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir dentro del sistema y según sus normas no discrecionales los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con lo dispuesto en el título III.

15) Sistema de negociación multilateral (SMN): sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir dentro del sistema y según normas no discrecionales los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en el título II.

16) Orden a precio limitado: orden de compra o venta de un instrumento financiero al precio especificado o en mejores condiciones y por un volumen concreto.

17) Instrumento financiero: los instrumentos especificados en la sección C del anexo I.

18) Valores negociables: las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, a excepción de los instrumentos de pago, como:

a) acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades y certificados de depósito representativos de acciones;

b) obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los certificados de depósito representativos de tales valores;

c) los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

19) Instrumentos del mercado monetario: las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario, como bonos del Tesoro, certificados de depósito y efectos comerciales, excluidos los instrumentos de pago.

20) Estado miembro de origen:

a) en el caso de una empresa de inversión:

i) si se trata de una persona física, el Estado miembro en el que tenga su administración central;

ii) si se trata de una persona jurídica, el Estado miembro en donde tenga su domicilio social;

iii) si, de conformidad con su legislación nacional, no tuviere domicilio social, el Estado miembro en el que tenga su administración central;

b) en el caso de un mercado regulado, el Estado miembro en que esté registrado el mercado regulado o si, de conformidad con la legislación nacional de dicho Estado miembro, no tuviere domicilio social, el Estado miembro en que esté situada su administración central;

21) Estado miembro de acogida: el Estado miembro, distinto del Estado miembro de origen, en el que una empresa de inversión tenga una sucursal o realice servicios o actividades, o el Estado miembro en el que un mercado regulado brinde los mecanismos adecuados para que puedan acceder a la negociación en su sistema miembros o participantes remotos establecidos en ese mismo Estado miembro.

22) Autoridad competente: la autoridad designada por cada Estado miembro de conformidad con el artículo 48, salvo indicación en contrario de la presente Directiva.

23) Entidades de crédito: entidades de crédito con arreglo a la definición de la Directiva 2000/12/CE.

24) Sociedad de gestión de un OICVM: sociedad de gestión con arreglo a la definición de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (1).

25) Agente vinculado: persona física o jurídica que, bajo la responsabilidad plena e incondicional de una sola empresa de inversión por cuya cuenta actúa, promueve la inversión o servicios auxiliares ante clientes o posibles clientes, recibe y transmite las instrucciones u órdenes de clientes sobre instrumentos financieros o servicios de inversión, coloca instrumentos financieros o presta asesoramiento a clientes o posibles clientes con respecto a esos instrumentos financieros o servicios.

26) Sucursal: establecimiento, distinto de su administración central, que constituya una parte sin personalidad jurídica de una empresa de inversión y que preste servicios o actividades de inversión y pueda realizar asimismo servicios auxiliares para cuyo ejercicio la empresa de inversión haya recibido la oportuna autorización; todos los centros de actividad establecidos en el mismo Estado miembro por una misma empresa de inversión que tenga su administración central en otro Estado miembro se considerarán una única sucursal.

27) Participación cualificada: participación, directa o indirecta, en una empresa de inversión que represente al menos el 10% de su capital o de sus derechos de voto, según el artículo 92 de la Directiva 2001/34/CE, o que permita ejercer una influencia significativa en su gestión.

28) Empresa matriz: empresa matriz según se define en los artículos 1 y 2 de la Séptima Directiva 83/349/CEE del

(1) DO L 375 de 31.12.1985, p. 3. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 41 de 13.2.2002, p. 35).

Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa a las cuentas consolidadas (1).

29) Filial: empresa filial según se define en los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE, incluso la filial de una empresa filial de una empresa matriz.

30) Control: lo definido como control en el artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE.

31) Vínculos estrechos: una situación en la que dos o más personas físicas o jurídicas están vinculadas por:

a) participación, es decir, la propiedad, directa o por control, del 20% o más de los derechos de voto o del capital de una empresa;

b) control, es decir, la relación entre una empresa matriz y una filial en todos los supuestos mencionados en los apartados 1 y 2 del artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE, o una relación similar entre toda persona física o jurídica y una empresa, entendiéndose que toda empresa filial de una filial será también filial de la empresa matriz que está a la cabeza de esas empresas.

La situación en la que dos o más personas físicas o jurídicas estén permanentemente vinculadas a una misma persona por una relación de control también se considerará que constituye un vínculo estrecho entre tales personas.

2. A fin de tener en cuenta la evolución de los mercados financieros y velar por la aplicación uniforme de la presente Directiva, la Comisión, de acuerdo con el procedimiento establecido en el apartado 2 del artículo 64, podrá aclarar las definiciones establecidas en el apartado 1 del presente artículo.

TÍTULO II. CONDICIONES DE AUTORIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN

CAPÍTULO I

Condiciones y procedimientos de autorización

Artículo 5. Obligación de la autorización

1. Los Estados miembros exigirán que la prestación de servicios o realización de actividades de inversión como profesión o actividad habitual esté sujeta a autorización previa de conformidad con las disposiciones del presente capítulo. Dicha autorización la concederá la autoridad competente del Estado miembro de origen designada de conformidad con el artículo 48.

2. No obstante lo dispuesto en el apartado 1, los Estados miembros permitirán a cualquier gestor del mercado que gestione un SMN, a condición de que se verifique previamente que

cumple lo dispuesto en el presente capítulo, con excepción de los artículos 11 y 15.

3. Los Estados miembros establecerán un registro de todas las empresas de inversión. Este registro será público y contendrá información sobre los servicios o actividades para los cuales esté autorizada la empresa de inversión. Será actualizado de manera periódica.

4. Cada Estado miembro exigirá que:

— toda empresa de inversión que sea una persona jurídica, tenga su administración central en el mismo Estado miembro de su domicilio social,

— toda empresa de inversión que no sea una persona jurídica, o toda empresa de inversión que sea una persona jurídica pero que de conformidad con su legislación nacional no tenga domicilio social, tenga su administración central en el Estado miembro en que ejerza de hecho sus actividades.

5. En caso de empresas de inversión que presten únicamente asesoramiento en materia de inversión o el servicio de recepción y transmisión de órdenes en las condiciones del artículo 3, los Estados miembros podrán permitir que la autoridad competente delegue funciones administrativas, preparatorias o auxiliares relacionadas con la concesión de una autorización de conformidad con las condiciones estipuladas en el apartado 2 del artículo 48.

Artículo 6. Alcance de la autorización

1. El Estado miembro de origen se asegurará de que la autorización especifique los servicios o actividades de inversión que la empresa de inversión está autorizada a prestar. La autorización podrá cubrir uno o varios de los servicios auxiliares mencionados en la sección B del anexo I. En ningún caso podrá concederse la autorización únicamente para la prestación de servicios auxiliares.

2. Una empresa de inversión que solicite autorización para ampliar su actividades a otros servicios o actividades de inversión o a otros servicios auxiliares no previstos en el momento de la autorización inicial deberá presentar una solicitud de ampliación de su autorización.

3. La autorización será válida para toda la Comunidad y permitirá a una empresa de inversión prestar los servicios o realizar las actividades para las que haya sido autorizada en toda la Comunidad, ya sea mediante el establecimiento de una sucursal o en régimen de libre prestación de servicios.

Artículo 7. Procedimientos para conceder y denegar solicitudes de autorización

1. La autoridad competente no concederá autorización hasta que esté plenamente convencida de que el solicitante cumple todos los requisitos que se derivan de las disposiciones adoptadas en virtud de la presente Directiva.

(1) DO L 193 de 18.7.1983, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 178 de 17.7.2003, p. 16).

2. La empresa de inversión facilitará toda la información —incluido un programa de operaciones que exponga, entre otras cosas, los tipos de actividad previstos y la estructura organizativa de la empresa de inversión— necesaria para que la autoridad competente pueda comprobar que dicha empresa ha adoptado, en el momento de la autorización inicial, todas las medidas necesarias para cumplir sus obligaciones en virtud de las disposiciones del presente capítulo.

3. Se notificará al solicitante, dentro de los seis meses siguientes a la presentación de una solicitud completa, si se ha concedido o no la autorización.

Artículo 8. Revocación de la autorización

La autoridad competente podrá revocar la autorización concedida a una empresa de inversión cuando ésta:

a) no haga uso de la autorización en un plazo de doce meses, renuncie a ésta expresamente o no haya prestado servicios de inversión o realizado actividades de inversión durante los seis meses anteriores a la revocación, a no ser que en el correspondiente Estado miembro existan disposiciones que establezcan la caducidad de la autorización en dichos supuestos;

b) haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular;

c) deje de cumplir las condiciones a las que estaba sujeta la concesión de la autorización, como la conformidad con las condiciones establecidas en la Directiva 93/6/CEE;

d) haya infringido de manera grave y sistemática las disposiciones adoptadas de conformidad con la presente Directiva relativas a las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión;

e) incurra en alguno de los supuestos en los que el Derecho nacional prevea la revocación de la autorización por aspectos no incluidos en el ámbito de la presente Directiva.

Artículo 9. Personas que efectivamente dirigen las actividades

1. Los Estados miembros exigirán que las personas que efectivamente dirigen las actividades de una empresa de inversión gocen de la honorabilidad y la experiencia suficientes para asegurar la gestión adecuada y prudente de la empresa de inversión.

Cuando el gestor de mercado que solicite autorización para gestionar un SMN y las personas que efectivamente dirigen la actividad del SMN sean las mismas que las que efectivamente dirigen la actividad del mercado regulado, se considerará que dichas personas cumplen los requisitos establecidos en el párrafo primero.

2. Los Estados miembros exigirán que la empresa de inversión notifique a la autoridad competente cualquier cambio en

su equipo directivo, junto con toda la información necesaria para valorar si el nuevo personal designado para dirigir la empresa goza de la honorabilidad y la experiencia suficientes.

3. La autoridad competente denegará la autorización si no está convencida de que las personas que efectivamente dirigen las actividades de la empresa de inversión gozan de la honorabilidad y la experiencia suficientes, o cuando existan motivos objetivos y demostrables para creer que los cambios propuestos en la dirección de la empresa suponen una amenaza para la gestión adecuada y prudente de la empresa.

4. Los Estados miembros exigirán que la gestión de las empresas de inversión esté a cargo de al menos dos personas que cumplan los requisitos del apartado 1.

No obstante lo dispuesto en el párrafo primero, los Estados miembros podrán conceder autorización a empresas de inversión que sean personas físicas, o a empresas de inversión que sean personas jurídicas y estén dirigidas por una sola persona física, de conformidad con sus estatutos y con el Derecho nacional. Sin embargo, los Estados miembros exigirán que cuenten con mecanismos alternativos que aseguren la gestión adecuada y prudente de esas empresas de inversión.

Artículo 10. Accionistas y socios con participaciones cualificadas

1. Las autoridades competentes no autorizarán a las empresas de inversión a realizar servicios ni actividades de inversión mientras no se les haya informado de la identidad de los accionistas o de los socios, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean participaciones cualificadas y de los importes de dichas participaciones.

Las autoridades competentes denegarán la autorización si, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión adecuada y prudente de la empresa de inversión, no están convencidas de la idoneidad de los accionistas o socios que posean participaciones cualificadas.

En los casos en que existan vínculos estrechos entre la empresa de inversión y otras personas físicas o jurídicas, la autoridad competente solamente concederá la autorización si estos vínculos no impiden el ejercicio efectivo de las funciones de supervisión de la autoridad competente.

2. La autoridad competente denegará también la autorización cuando las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas de un tercer país por las que se rigen una o varias personas físicas o jurídicas con las que la empresa mantiene vínculos estrechos, o las dificultades que supone su aplicación, impidan el ejercicio efectivo de sus funciones de supervisión.

3. Los Estados miembros exigirán que toda persona física o jurídica que se proponga adquirir o vender, directa o indirectamente, una participación cualificada en una empresa de

inversión informe previamente a la autoridad competente del volumen de la participación prevista, de acuerdo con el párrafo segundo. Se exigirá también a tales personas que informen a la autoridad competente si se proponen aumentar o reducir su participación cualificada, de modo que la proporción de los derechos de voto o del capital en su poder alcance, quede por debajo o supere el 20, el 33 o el 50%, o de tal modo que la empresa de inversión se convierta en su filial o deje de serlo.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 4, la autoridad competente dispondrá de un plazo máximo de tres meses, a partir de la fecha de la notificación de la propuesta de adquisición contemplada en el párrafo primero, para oponerse al mencionado proyecto si, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión prudente y adecuada de la empresa de inversión, no estuviere convencida de la idoneidad de las personas mencionadas en el párrafo primero. Si la autoridad competente no se opone al proyecto, podrá fijar un plazo para su puesta en práctica.

4. Si el adquirente de la participación mencionada en el apartado 3 es una empresa de inversión, una entidad de crédito, una empresa de seguros o la sociedad de gestión de un OICVM autorizada en otro Estado miembro, o la empresa matriz de una empresa de inversión, entidad de crédito, empresa de seguros o sociedad de gestión de un OICVM autorizada en otro Estado miembro, o una persona que controle una empresa de inversión, entidad de crédito, empresa de seguros o sociedad de gestión de un OICVM autorizada en otro Estado miembro, y si, como consecuencia de esa adquisición, la empresa se convirtiera en filial del adquirente o quedara sujeta a su control, la evaluación de la adquisición deberá ser objeto de la consulta previa contemplada en el artículo 60.

5. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión informen sin demora a la autoridad competente si tienen conocimiento de que una adquisición o cesión de participaciones de su capital hace que las participaciones superen o queden por debajo de los umbrales mencionados en el párrafo primero del apartado 3.

Las empresas de inversión comunicarán asimismo a la autoridad competente, al menos una vez al año, la identidad de los accionistas y socios que posean participaciones cualificadas, indicando el volumen de dichas participaciones, de acuerdo, por ejemplo, con los datos obtenidos en la junta general anual de accionistas o socios, o con los que se obtengan del cumplimiento de las normas aplicables a las sociedades cuyos títulos se admiten a negociación en un mercado regulado.

6. Los Estados miembros exigirán que, cuando la influencia de las personas mencionadas en el párrafo primero del apartado 1 pueda ir en detrimento de una gestión prudente y adecuada de la empresa de inversión, la autoridad competente adopte las medidas oportunas para poner fin a esta situación.

Dichas medidas podrán consistir en la solicitud de un mandato judicial o en la imposición de sanciones a los directivos y responsables de la gestión, o en la suspensión del ejercicio

de los derechos de voto correspondientes a las acciones o participaciones que posean los accionistas o socios de que se trate.

Se aplicarán medidas similares a las personas que no cumplan la obligación de proporcionar información previa en relación con la adquisición o el incremento de una participación cualificada. En el caso de que se adquiriera una participación pese a la oposición de las autoridades competentes, los Estados miembros, con independencia de cualquier otra sanción que pueda imponerse, dispondrán la suspensión del ejercicio de los correspondientes derechos de voto, o bien la nulidad de los votos emitidos o la posibilidad de anularlos.

Artículo 11. Adhesión a un sistema de indemnización de los inversores autorizado

La autoridad competente verificará que toda entidad que solicite autorización como empresa de inversión cumpla, en el momento de la autorización, sus obligaciones en virtud de la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores (1).

Artículo 12. Dotación de capital inicial

Los Estados miembros se asegurarán de que las autoridades competentes no concedan la autorización a menos que la empresa de inversión tenga suficiente capital inicial de conformidad con los requisitos de la Directiva 93/6/CEE, teniendo en cuenta la naturaleza del servicio o actividad de inversión en cuestión.

En espera de la revisión de la Directiva 93/6/CEE, las empresas de inversión mencionadas en el artículo 67 estarán sujetas a los requisitos de capital establecidos en dicho artículo.

Artículo 13. Requisitos de organización

1. El Estado miembro de origen exigirá que las empresas de inversión cumplan los requisitos que, con respecto a su organización, se establecen en los apartados 2 a 8 siguientes.

2. Toda empresa de inversión establecerá políticas y procedimientos adecuados y suficientes para garantizar que la misma, incluidos sus directivos, empleados y agentes vinculados, cumplan las obligaciones que les impone la presente Directiva, así como las normas pertinentes aplicables a las operaciones personales de dichas personas.

3. Toda empresa de inversión mantendrá y aplicará medidas administrativas y de organización efectivas con vistas a adoptar todas las medidas razonables destinadas a impedir que los conflictos de intereses definidos en el artículo 18 perjudiquen los intereses de sus clientes.

(1) DO L 84 de 26.3.1997, p. 22.

4. Toda empresa de inversión adoptará medidas razonables para garantizar la continuidad y la regularidad de la realización de los servicios y actividades de inversión. A tal fin, la empresa de inversión empleará sistemas, recursos y procedimientos adecuados y proporcionados.

5. Cuando confíe a un tercero el ejercicio de funciones operativas cruciales para la prestación de un servicio continuado y satisfactorio a sus clientes y la realización de actividades de inversión de modo continuo y satisfactorio, la empresa de inversión adoptará medidas razonables para evitar que aumente indebidamente el riesgo operativo. La externalización de funciones operativas importantes no podrá afectar sensiblemente a la calidad del control interno ni a la capacidad del supervisor de controlar que la empresa cumple todas sus obligaciones.

Toda empresa de inversión dispondrá de procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de valoración del riesgo y mecanismos eficaces de control y salvaguardia de sus sistemas informáticos.

6. Toda empresa de inversión llevará un registro de todos los servicios y operaciones que realice. Dicho registro deberá ser suficiente para permitir que la autoridad competente supervise el cumplimiento de los requisitos previstos en la presente Directiva y, en especial, de todas las obligaciones de la empresa de inversión para con sus clientes o posibles clientes.

7. Cuando tenga a su disposición instrumentos financieros pertenecientes a clientes, la empresa de inversión tomará las medidas oportunas para salvaguardar los derechos de propiedad de dichos clientes, sobre todo en caso de insolvencia de la empresa de inversión, y para impedir la utilización por cuenta propia de los instrumentos de los clientes, salvo en el caso de que los clientes manifiesten su consentimiento expreso.

8. Cuando tenga a su disposición fondos pertenecientes a clientes, la empresa de inversión tomará las medidas oportunas para salvaguardar los derechos de dichos clientes y, salvo en el caso de las entidades de crédito, para impedir la utilización por cuenta propia de los fondos de los clientes.

9. En el caso de las sucursales de empresas de inversión, la autoridad competente del Estado miembro en el que esté situada la sucursal asumirá la responsabilidad establecida en el apartado 6 con respecto al registro de las operaciones realizadas por la sucursal, sin perjuicio de que la autoridad competente del Estado miembro de origen de la empresa de inversión tenga acceso directo a estos registros.

10. Para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 2 a 9, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que especifiquen los requisitos organizativos concretos que se exigirán a las empresas de inversión que realicen distintos servicios o actividades de inversión y auxiliares o combinaciones de los mismos.

Artículo 14. Proceso de negociación y conclusión de operaciones en un SMN

1. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN que, además de los requisitos contemplados en el artículo 13, establezcan normas y procedimientos transparentes y no discrecionales que aseguren una negociación justa y ordenada, y que fijen criterios objetivos para una ejecución eficaz de las órdenes.

2. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN que establezcan normas transparentes en relación con los criterios para determinar los instrumentos financieros que pueden negociarse en el marco de sus sistemas.

Los Estados miembros exigirán que, cuando corresponda, las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN proporcionen o se aseguren de que puede obtenerse información pública suficiente para que sus usuarios puedan formarse una opinión sobre las inversiones, teniendo en cuenta tanto la naturaleza de los usuarios como los tipos de instrumentos negociados.

3. Los Estados miembros velarán por que los artículos 19, 21 y 22 no sean de aplicación a las operaciones realizadas con arreglo a las normas que regulan un SMN entre sus miembros o participantes o entre el SMN y sus miembros o participantes con respecto al uso del SMN. No obstante, los miembros o participantes del SMN se atenderán a las obligaciones contempladas en los artículos 19, 21 y 22 en relación con sus clientes cuando, al actuar por cuenta de sus clientes, ejecuten sus órdenes mediante los sistemas de un SMN.

4. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN establezcan y mantengan normas transparentes, basadas en criterios objetivos, que regulen el acceso a su sistema. Dichas normas deberán ajustarse a las condiciones establecidas en el apartado 3 del artículo 42.

5. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN que informen claramente a sus usuarios de sus responsabilidades respectivas con relación a la liquidación de las operaciones ejecutadas en el sistema. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN hayan tomado las medidas necesarias para facilitar la liquidación eficiente de las operaciones realizadas en los sistemas del SMN.

6. Cuando un valor negociable admitido a negociación en un mercado regulado se negocie también en un SMN sin consentimiento de su emisor, éste no estará sujeto a ninguna obligación de información financiera inicial, continua o ad hoc en relación con ese SMN.

7. Los Estados miembros exigirán que toda empresa de inversión o gestor del mercado que gestione un SMN cumpla inmediatamente las instrucciones que le sean comunicadas

por su autoridad competente de conformidad con el apartado 1 del artículo 50, en relación con la exclusión o suspensión de un instrumento financiero de la negociación.

Artículo 15. Relaciones con terceros países

1. Los Estados miembros informarán a la Comisión de las dificultades generales a las que se enfrenten las empresas de inversión a la hora de establecerse o de prestar servicios o realizar actividades de inversión en un tercer país.

2. Cuando, sobre la base de la información que le sea presentada con arreglo al apartado 1, la Comisión advierta que un tercer país no concede a las empresas de inversión de la Comunidad un acceso efectivo al mercado comparable al que concede la Comunidad a las empresas de inversión de ese tercer país, podrá presentar propuestas al Consejo sobre un mandato apropiado de negociación con vistas a obtener un trato competitivo comparable para las empresas de inversión de la Comunidad. El Consejo se pronunciará por mayoría cualificada.

3. Cuando, sobre la base de la información que le sea presentada con arreglo al apartado 1, la Comisión advierta que un tercer país no concede a las empresas de inversión de la Comunidad un trato nacional que les permita las mismas posibilidades competitivas que a las empresas de inversión nacionales, y que no se cumplen las condiciones de acceso efectivo al mercado, podrá iniciar negociaciones con vistas a remediar la situación.

En las circunstancias mencionadas en el párrafo anterior, la Comisión podrá decidir, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, en todo momento y paralelamente al inicio de negociaciones, que las autoridades competentes de los Estados miembros suspendan o limiten sus decisiones relativas a solicitudes de autorización pendientes o futuras y la adquisición directa o indirecta de participaciones por empresas matrices reguladas por el derecho del tercer país en cuestión. Estas limitaciones o suspensiones no podrán aplicarse al establecimiento de filiales por las empresas de inversión debidamente autorizadas en la Comunidad o por sus filiales, ni a la adquisición de participaciones en empresas de inversión de la Comunidad por esas empresas o filiales. La duración de las medidas citadas no podrá ser superior a tres meses.

Antes de finalizar el período de tres meses mencionado en el párrafo segundo, y a tenor de los resultados de las negociaciones, la Comisión podrá, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, decidir la prórroga de estas medidas.

4. Cuando la Comisión advierta que se produce una de las situaciones descritas en los apartados 2 y 3, los Estados miembros deberán informarla, previa petición:

a) de toda solicitud de autorización de cualquier empresa que sea filial directa o indirecta de una empresa matriz regulada por el derecho del tercer país en cuestión;

b) cuando hayan sido informados, de conformidad con el apartado 3 del artículo 10, de que esa empresa matriz se propone adquirir una participación en una empresa de inversión de la Comunidad, de modo que esta última se convertiría en su filial.

Esta obligación de proporcionar información expirará cuando se alcance un acuerdo con el tercer país de que se trate, o cuando dejen de aplicarse las medidas mencionadas en los párrafos segundo y tercero del apartado 3.

5. Las medidas adoptadas conforme al presente artículo deberán respetar las obligaciones de la Comunidad en virtud de los acuerdos internacionales, bilaterales o multilaterales, que regulen el acceso a las actividades de las empresas de inversión o su ejercicio.

CAPÍTULO II

Condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión

Sección 1. Disposiciones generales

Artículo 16. Revisión periódica de las condiciones de la autorización inicial

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión autorizadas en su territorio cumplan en todo momento las condiciones de la autorización inicial establecidas en el capítulo I del presente título.

2. Los Estados miembros exigirán a las autoridades competentes que establezcan los métodos apropiados para supervisar que las empresas de inversión cumplan su obligación en virtud del apartado 1. Exigirán a las empresas de inversión que notifiquen a las autoridades competentes todo cambio importante respecto de las condiciones de la autorización inicial.

3. En el caso de las empresas de inversión que presten únicamente asesoramiento en materia de inversión, los Estados miembros podrán permitir que la autoridad competente delegue cometidos administrativos, preparatorios o auxiliares relacionados con la revisión de las condiciones de la autorización inicial, de conformidad con las condiciones estipuladas en el apartado 2 del artículo 48.

Artículo 17. Obligaciones generales de supervisión continua

1. Los Estados miembros se asegurarán de que las autoridades competentes supervisen las actividades de las empresas de inversión para comprobar que cumplen las condiciones de funcionamiento establecidas en la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán de que se hayan adoptado las medidas apropiadas para que las autoridades competentes puedan obtener la información necesaria para comprobar que las empresas de inversión cumplen esas obligaciones.

2. En el caso de las empresas de inversión que presten únicamente asesoramiento en materia de inversión, los Estados miembros podrán permitir que la autoridad competente delegue cometidos administrativos, preparatorios o auxiliares relacionados con la supervisión periódica de los requisitos operativos, de conformidad con las condiciones estipuladas en el apartado 2 del artículo 48.

Artículo 18. Conflictos de intereses

1. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que tomen todas las medidas razonables para detectar conflictos de intereses que pudieran surgir en el momento de la prestación de cualquier servicio de inversión o auxiliar, o de una combinación de los mismos, entre las propias empresas, incluidos sus directivos, empleados y agentes vinculados o cualquier persona vinculada directa o indirectamente a ellas por control, y sus clientes o entre clientes.

2. En caso de que las medidas organizativas o administrativas adoptadas por la empresa de inversión con arreglo al apartado 3 del artículo 13 para tratar los conflictos de intereses no sean suficientes para garantizar, con razonable certeza, que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la empresa de inversión deberá revelar claramente al cliente la naturaleza general o el origen de los conflictos de intereses antes de actuar por cuenta del cliente.

3. Para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, adoptará medidas de ejecución para:

a) definir las medidas que sería razonable que adoptaran las empresas de inversión para detectar, prevenir, abordar o revelar conflictos de intereses en la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares o combinaciones de los mismos;

b) establecer criterios adecuados para determinar los tipos de conflictos de intereses cuya existencia podría perjudicar los intereses de los clientes o posibles clientes de la empresa de inversión.

Sección 2. Disposiciones para garantizar la protección del inversor

Artículo 19. Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes

1. Los Estados miembros exigirán que, cuando preste servicios de inversión o, en su caso, servicios auxiliares a clientes, la empresa de inversión actúe con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes, y observe, en particular, los principios establecidos en los apartados 2 a 8.

2. Toda la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigidas por la empresa de inversión a los clientes o

posibles clientes serán imparciales, claras y no engañosas. Las comunicaciones publicitarias serán claramente identificables como tales.

3. Se proporcionará a los clientes o posibles clientes de manera comprensible información adecuada sobre:

— la empresa de inversión y sus servicios,

— los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas; esta información debería incluir orientaciones y advertencias apropiadas acerca de los riesgos asociados a las inversiones en esos instrumentos o en relación con estrategias de inversión particulares,

— centros de ejecución de órdenes, y

— gastos y costes asociados, de modo que les permita, en lo posible, comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece y, por consiguiente, puedan tomar decisiones sobre la inversión con conocimiento de causa. Esta información podrá facilitarse en un formato normalizado.

4. Al prestar asesoramiento en materia de inversiones o realizar gestión de carteras, la empresa de inversión obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan.

5. Los Estados miembros se asegurarán de que las empresas de inversión, cuando presten servicios de inversión distintos de los contemplados en el apartado 4, pidan al cliente o posible cliente que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, de modo que la empresa de inversión pueda evaluar si el servicio o producto de inversión previsto es adecuado para el cliente.

En caso de que la empresa de inversión, basándose en la información recibida en virtud del apartado anterior, considere que el producto o servicio no es adecuado para el cliente o posible cliente, deberá advertirle de su opinión. Esta advertencia podrá facilitarse en un formato normalizado.

En caso de que el cliente o posible cliente decida no facilitar la información solicitada a la que se refiere el párrafo primero o no facilite información suficiente en relación con sus conocimientos y experiencia, la empresa de inversión advertirá al cliente o posible cliente de que dicha decisión impide a la empresa determinar si el servicio o producto previsto es adecuado para él. Esta advertencia podrá facilitarse en un formato normalizado.

6. Los Estados miembros permitirán que, cuando las empresas de inversión presten servicios de inversión que se limiten exclusivamente a la ejecución o recepción y transmi-

sión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, dichas empresas presten dichos servicios de inversión a sus clientes sin necesidad de obtener la información o hacer la valoración mencionadas en el apartado 5 cuando se cumplan todas las condiciones siguientes:

— que dichos servicios se refieran a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a instrumentos del mercado monetario, obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excluidas las obligaciones o los valores de deuda titulizada que incluyan derivados), OICVM y otros instrumentos financieros no complejos. Se considerará que un mercado de un tercer país es equivalente a un mercado regulado si cumple unos requisitos equivalentes a los establecidos en el título III. La Comisión publicará una lista de los mercados que deben considerarse equivalentes. Esta lista se actualizará periódicamente,

— que el servicio se preste a iniciativa del cliente o posible cliente,

— que se haya informado claramente al cliente o posible cliente de que en la prestación de dicho servicio la empresa de inversión no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado y de que, por tanto, el cliente no goza de la correspondiente protección de las normas de conducta pertinentes; esta advertencia podrá facilitarse en un formato normalizado,

— que la empresa de inversión cumpla las obligaciones que le impone el artículo 18.

7. La empresa de inversión creará un registro que incluya el documento o documentos objeto del acuerdo entre la empresa y el cliente que estipulen los derechos y las obligaciones de las partes y las demás condiciones en las que la empresa prestará servicios al cliente. Los derechos y las obligaciones de las partes en el contrato podrán indicarse mediante referencia a otros documentos o textos jurídicos.

8. El cliente deberá recibir de la empresa de inversión informes adecuados sobre el servicio prestado a sus clientes. Dichos informes incluirán, en su caso, los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente.

9. En caso de que se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a normas europeas comunes para entidades de crédito y créditos al consumo relativas a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información, dicho servicio no estará sujeto además a las obligaciones establecidas en el presente artículo.

10. Para asegurar la necesaria protección de los inversores y la aplicación uniforme de los apartados 1 a 8, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que garanticen que las empresas de inversión cumplan los principios en ellos mencionados cuando presten servicios de inversión o auxiliares a sus clientes. Estas medidas de ejecución detalladas tendrán en cuenta:

a) la naturaleza del servicio o servicios ofrecidos o prestados al cliente o posible cliente, teniendo en cuenta el tipo, objeto, magnitud y frecuencia de las operaciones;

b) la naturaleza de los instrumentos financieros que se ofrecen o se prevé ofrecer;

c) el carácter particular o profesional del cliente o posible cliente.

Artículo 20. Prestación de servicios por medio de otra empresa de inversión

Los Estados miembros permitirán que una empresa de inversión que recibe instrucciones para realizar servicios de inversión o servicios auxiliares en nombre de un cliente por mediación de otra empresa de inversión pueda basarse en la información sobre el cliente transmitida por esta última. La empresa de inversión que remita las instrucciones será responsable de que la información transmitida sea completa y exacta.

La empresa de inversión que reciba de este modo las instrucciones para realizar servicios en nombre de un cliente podrá también basarse en recomendaciones proporcionadas al cliente por otra empresa de inversión con respecto al servicio o a la operación en cuestión. La empresa de inversión que remita las instrucciones será responsable de la adecuación para el cliente de las recomendaciones o asesoramiento proporcionado.

La empresa de inversión que reciba instrucciones u órdenes de clientes a través de otra empresa de inversión seguirá siendo responsable de la realización del servicio o la operación, sobre la base de esta información o recomendaciones, de conformidad con las disposiciones pertinentes del presente título.

Artículo 21. Obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente

1. Los Estados miembros exigirán que, al ejecutar órdenes, las empresas de inversión adopten todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden. No obstante, en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica.

2. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que establezcan y apliquen medidas efectivas para cumplir lo dispuesto en el apartado 1. En particular, los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión establezcan y apliquen una política de ejecución de órdenes que les permita obtener para las órdenes de sus clientes el mejor resultado posible de conformidad con el apartado 1.

3. La política de ejecución de órdenes incluirá, con respecto a cada clase de instrumentos, información sobre los distintos centros en que la empresa de inversión ejecute las órdenes de sus clientes y los factores que influyan en la elección del centro de ejecución. Incluirá como mínimo los centros en que la empresa de inversión puede obtener sistemáticamente el mejor resultado posible para la ejecución de las órdenes de los clientes.

Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que proporcionen a sus clientes información adecuada sobre su política de ejecución de órdenes. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión obtengan el consentimiento previo de sus clientes respecto de la política de ejecución.

Los Estados miembros exigirán que, en caso de que la política de ejecución de órdenes prevea la posibilidad de que las órdenes de los clientes puedan ejecutarse al margen de un mercado regulado o un SMN, la empresa de inversión informe de esta posibilidad a sus clientes o posibles clientes. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión obtengan el consentimiento previo y expreso de sus clientes antes de proceder a ejecutar sus órdenes al margen de un mercado regulado o un SMN. Las empresas de inversión podrán obtener dicho consentimiento en forma de acuerdo general o para cada operación.

4. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión supervisen la efectividad de sus sistemas y de su política de ejecución de órdenes con objeto de detectar y, en su caso, corregir cualquier deficiencia. En particular, comprobarán periódicamente si los centros de ejecución incluidos en la política de ejecución de órdenes proporcionan los mejores resultados posibles para el cliente o si es necesario cambiar sus sistemas de ejecución. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que notifiquen a los clientes cualquier cambio importante en sus sistemas o en su política de ejecución de órdenes.

5. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión puedan demostrar a sus clientes, a petición de éstos, que han ejecutado sus órdenes de conformidad con la política de ejecución de la empresa.

6. Para asegurar la necesaria protección a los inversores, el funcionamiento correcto y ordenado de los mercados y la aplicación uniforme de los apartados 1, 3 y 4, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución con respecto a:

a) los criterios para determinar la importancia relativa de los distintos factores que, con arreglo al apartado 1, pueden tenerse en cuenta para determinar el mejor resultado posible teniendo presentes el volumen y el tipo de orden, así como si el cliente es particular o profesional;

b) los factores que puede tener en cuenta una empresa de inversión a la hora de revisar sus sistemas de ejecución y las circunstancias en las cuales podría ser adecuado modificar dichos sistemas, y en particular, los factores para deter-

minar los centros que permiten a las empresas de inversión obtener sistemáticamente el mejor resultado posible para la ejecución de las órdenes de los clientes;

c) la naturaleza y la amplitud de la información que ha de facilitarse a los clientes acerca de sus políticas de ejecución, de conformidad con el apartado 3.

Artículo 22. Normas de gestión de órdenes de clientes

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión autorizadas para ejecutar órdenes por cuenta de clientes dispongan de procedimientos y sistemas que aseguren la ejecución puntual, justa y rápida de esas órdenes, frente a otras órdenes de clientes o a los intereses particulares de la empresa de inversión.

Dichos procedimientos o sistemas permitirán la ejecución de órdenes de clientes, por lo demás equivalentes, con arreglo al momento en que fueron recibidas por la empresa de inversión.

2. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión adopten medidas para facilitar la ejecución más rápida posible de las órdenes de clientes a precio limitado respecto de acciones admitidas a negociación en un mercado regulado que no sean ejecutadas inmediatamente en las condiciones existentes en el mercado, para lo cual las empresas deberán, a menos que el cliente indique otra cosa, hacer pública inmediatamente dicha orden del cliente a precio limitado, de forma que otros participantes del mercado puedan acceder fácilmente a la misma. Los Estados miembros podrán decidir que las empresas de inversión cumplan la presente obligación transmitiendo las órdenes de clientes a precio limitado a un mercado regulado y/o a un SMN. Los Estados miembros dispondrán que las autoridades competentes puedan eximir de la obligación de publicar la información sobre las órdenes a precio limitado cuyo volumen pueda considerarse grande en comparación con el volumen habitual del mercado, conforme a lo establecido en el apartado 2 del artículo 44.

3. Para asegurarse de que las medidas para la protección de los inversores y el funcionamiento correcto y ordenado de los mercados tienen en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros, y para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que definan:

a) las condiciones y la naturaleza de los procedimientos y sistemas que permitan una ejecución puntual, justa y rápida de las órdenes de los clientes y las situaciones o los tipos de operaciones en las que es razonable que las empresas de inversión puedan apartarse de una pronta ejecución para obtener unas condiciones más favorables para los clientes;

b) los distintos métodos por los que puede considerarse que una empresa de inversión ha cumplido su obligación de revelar al mercado órdenes de clientes a precio limitado no ejecutables inmediatamente.

Artículo 23. Obligaciones de las empresas de inversión que designan agentes vinculados

1. Los Estados miembros podrán decidir permitir que las empresas de inversión designen agentes vinculados con fines de promoción de sus servicios, para captar negocio o recibir órdenes de clientes o posibles clientes y transmitirlos, colocar instrumentos financieros o prestar asesoramiento sobre dichos instrumentos y servicios financieros que la empresa de inversión ofrece.

2. Los Estados miembros exigirán que, cuando una empresa de inversión decida designar un agente vinculado, ésta mantenga la responsabilidad total e incondicional de toda acción u omisión del agente vinculado cuando éste actúe en nombre de la empresa. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que se aseguren de que los agentes vinculados informen de la capacidad con que actúan y de la empresa a la que representan cuando se pongan en contacto o antes de negociar con cualquier cliente o posible cliente.

De conformidad con los apartados 6, 7 y 8 del artículo 13, los Estados miembros podrán permitir que los agentes vinculados registrados en sus territorios manejen dinero o instrumentos financieros de clientes en nombre y bajo la entera responsabilidad de la empresa de inversión para la cual operen dentro de sus territorios o, en caso de transacciones transfronterizas, en el territorio de un Estado miembro que permita que un agente vinculado maneje dinero de clientes.

Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que supervisen las actividades de sus agentes vinculados para asegurarse de que siguen cumpliendo lo dispuesto en la presente Directiva al actuar por medio de agentes vinculados.

3. Los Estados miembros que decidan autorizar a las empresas de inversión a designar agentes vinculados establecerán un registro público. Los agentes vinculados se inscribirán en el registro público del Estado miembro en el que estén establecidos.

Cuando el Estado miembro en el que esté establecido el agente vinculado haya decidido, de conformidad con el apartado 1, no permitir que las empresas de inversión autorizadas por sus autoridades competentes designen agentes vinculados, dichos agentes se registrarán ante la autoridad competente del Estado miembro de origen de la empresa de inversión por cuya cuenta actúe.

Los Estados miembros se asegurarán de que no se inscriba en el registro público a un agente vinculado hasta que se haya comprobado que tiene suficiente honorabilidad y posee los conocimientos generales, comerciales y profesionales apropiados para poder comunicar con precisión al cliente o al posible cliente toda la información pertinente sobre el servicio propuesto. Los Estados miembros podrán decidir que las empresas de inversión puedan verificar si los agentes vinculados que han designado tienen suficiente honorabilidad y poseen los conocimientos apropiados a que se refiere el párrafo tercero.

El registro se pondrá al día regularmente. Será de acceso público para su consulta.

4. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión que designen agentes vinculados tomen las medidas adecuadas para evitar cualquier repercusión negativa que las actividades del agente vinculado no reguladas por la presente Directiva pudieran tener en las actividades que el agente vinculado realiza en nombre de la empresa de inversión.

Los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades competentes a colaborar con empresas de inversión y entidades de crédito, asociaciones de éstas y otras entidades, en el registro de agentes vinculados y la supervisión del cumplimiento por parte de éstos de las obligaciones a que se refiere el apartado 3. En particular, los agentes vinculados podrán ser registrados por una empresa de inversión, entidad de crédito o asociaciones de éstas y otras entidades bajo la supervisión de la autoridad competente.

5. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que designen solamente agentes vinculados inscritos en los registros públicos mencionados en el apartado 3.

6. Los Estados miembros podrán reforzar los requisitos establecidos en el presente artículo o añadir nuevos requisitos con relación a los agentes vinculados registrados bajo su jurisdicción.

Artículo 24. Operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles.

1. Los Estados miembros se asegurarán de que las empresas de inversión autorizadas a ejecutar órdenes por cuenta de clientes, negociar por cuenta propia o recibir y transmitir órdenes puedan suscitar o realizar operaciones con contrapartes elegibles sin estar obligadas a cumplir las obligaciones previstas en los artículos 19 y 21 y en el apartado 1 del artículo 22 con respecto a esas operaciones o con respecto a los servicios auxiliares directamente relacionados con dichas operaciones.

2. A los efectos del presente artículo, los Estados miembros reconocerán como contrapartes elegibles a las empresas de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros, OICVM y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas con arreglo a la legislación comunitaria o al Derecho nacional de un Estado miembro, empresas no sujetas a la presente Directiva en virtud de las letras k) y l) del apartado 1 del artículo 2, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los organismos públicos que negocian deuda pública, bancos centrales y organizaciones supranacionales.

La clasificación como contraparte elegible según el párrafo primero se entenderá sin perjuicio del derecho de esas entidades a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como clientes, en cuyo caso su relación con la empresa de inversión quedará sujeta a las disposiciones de los artículos 19, 21 y 22.

3. Los Estados miembros podrán reconocer asimismo como contrapartes elegibles a otras empresas que cumplan requisitos proporcionados previamente establecidos, incluidos umbrales cuantitativos. En caso de una operación en la que las contrapartes en potencia estén situadas en distintas jurisdicciones, la empresa de inversión respetará el estatuto de la otra empresa, tal como lo determinen la legislación o las medidas del Estado miembro en el que esté establecida esa empresa.

Los Estados miembros garantizarán que las empresas de inversión, cuando realicen operaciones de conformidad con el apartado 1 con estas otras empresas, obtengan de la contraparte en potencia la confirmación expresa de que accede a ser tratada como contraparte elegible. Los Estados miembros permitirán que las empresas de inversión obtengan dicha confirmación en forma de acuerdo general o para cada operación.

4. Los Estados miembros podrán reconocer como contrapartes elegibles a entidades de terceros países equivalentes a las entidades de las categorías mencionadas en el apartado 2.

Los Estados miembros podrán reconocer asimismo como contrapartes elegibles a empresas de terceros países como las mencionadas en el apartado 3, en las mismas condiciones y con arreglo a los mismos requisitos que los establecidos en el apartado 3.

5. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 2, 3 y 4, habida cuenta de la evolución de las prácticas del mercado, y facilitar el funcionamiento efectivo del mercado único, la Comisión podrá adoptar, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que definan:

- a) los procedimientos para solicitar el trato como cliente con arreglo al apartado 2;
- b) los procedimientos para obtener la confirmación expresa de las contrapartes en potencia con arreglo al apartado 3;
- c) los requisitos proporcionados previamente establecidos, incluidos umbrales cuantitativos, que permitan considerar a una empresa como contraparte elegible con arreglo al apartado 3.

Artículo 25. Obligación de preservar la integridad del mercado, de declarar las operaciones y de llevar un registro

1. Sin perjuicio del reparto de responsabilidades en la ejecución de las disposiciones de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (1), los Estados miembros velarán por el establecimiento de medidas apropiadas que permitan a la autoridad competente supervisar las actividades de las empresas de inversión para asegurarse de que

actúan de manera honrada, justa y profesional, fomentando la integridad del mercado.

2. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que tengan a disposición de la autoridad competente, por lo menos durante cinco años, los datos pertinentes relativos a todas las operaciones en instrumentos financieros que hayan llevado a cabo, ya sea por cuenta propia o por cuenta de un cliente. En el caso de las operaciones realizadas por cuenta de clientes, los registros deberán contener toda la información y los datos sobre la identidad del cliente y la información requerida en virtud de la Directiva 91/308/CEE del Consejo, de 10 de junio de 1991, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales (2).

3. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que ejecutan operaciones en cualquier instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado que declaren los datos de esas operaciones a la autoridad competente con la mayor brevedad, y a más tardar al finalizar el siguiente día laborable. Esta obligación se aplicará independientemente de que las operaciones se hayan realizado o no en un mercado regulado.

Las autoridades competentes establecerán, de conformidad con el artículo 58, las medidas necesarias para garantizar que la autoridad competente del mercado más importante en términos de liquidez para dichos instrumentos financieros reciba asimismo esa información.

4. Estos informes incluirán, en particular, datos acerca de los nombres y números de los instrumentos comprados o vendidos, la cantidad, las fechas y horas de ejecución y los precios de la operación, así como los medios de identificación de las empresas de inversión de que se trate.

5. Los Estados miembros dispondrán que estos informes destinados a la autoridad competente sean elaborados por la propia empresa de inversión, por un tercero que actúe en su nombre, por un sistema de casamiento de operaciones o de información aprobado por la autoridad competente, o por el mercado regulado o el SMN a través de cuyos sistemas se haya concluido la operación. En caso de que las operaciones sean declaradas directamente a la autoridad competente por un mercado regulado, un SMN o un sistema de casamiento de operaciones o de información aprobado por la autoridad competente, la empresa de inversión podrá ser eximida de la obligación contemplada en el apartado 3.

6. Cuando, de conformidad con el apartado 7 del artículo 32, los informes a los que se refiere el presente artículo sean transmitidos a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, ésta transmitirá dicha información a las autoridades competentes del Estado miembro de origen de la empresa de inversión, a no ser que decidan que no desean recibir tal información.

(2) DO L 166 de 28.6.1981, p. 77. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2001/97/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 344 de 28.12.2001, p. 76).

(1) DO L 96 de 12.4.2003, p. 16.

7. Para asegurarse de que las medidas de protección de la integridad del mercado se modifican para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros, y para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 5, la Comisión podrá adoptar, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que definan los métodos y disposiciones para informar acerca de las operaciones financieras, la forma y el contenido de estos informes y los criterios para definir un mercado importante de conformidad con el apartado 3.

Artículo 26. Supervisión del cumplimiento de las normas de los SMN y de otras obligaciones legales

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen un SMN establezcan y mantengan mecanismos y procedimientos eficaces, que correspondan a las necesidades del SMN, para supervisar con regularidad el cumplimiento de sus normas por parte de sus usuarios. Las empresas de inversión y gestores de mercado que gestionen un SMN supervisarán las operaciones realizadas por sus usuarios de acuerdo con sus sistemas, con objeto de detectar infracciones de dichas normas o anomalías en las condiciones de negociación o de actuación que puedan suponer abuso de mercado.

2. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen un SMN señalen a la autoridad competente toda infracción significativa de sus normas o toda anomalía en las condiciones de negociación o de actuación que pueda suponer abuso de mercado. Los Estados miembros también exigirán a las empresas de inversión y a los gestores del mercado que gestionen un SMN que faciliten inmediatamente a la autoridad competente la información pertinente para la investigación y la persecución del abuso de mercado y le presten plena asistencia en la investigación y la persecución del abuso de mercado cometido en o mediante sus sistemas.

Artículo 27. Obligación de las empresas de inversión de hacer públicas las cotizaciones en firme

1. Los Estados miembros exigirán a los internalizadores sistemáticos en acciones que publiquen una cotización en firme con relación a aquellas acciones admitidas a negociación en un mercado regulado para las que sean internalizadores sistemáticos y para las que exista un mercado líquido. Cuando se trate de acciones para las que no exista un mercado líquido, los internalizadores sistemáticos divulgarán las cotizaciones a sus clientes a petición de éstos.

Las disposiciones del presente artículo serán aplicables a los internalizadores sistemáticos que negocien para volúmenes inferiores o iguales al volumen estándar del mercado. Los internalizadores sistemáticos que sólo negocien con volúmenes superiores al volumen estándar del mercado no estarán sujetos a las disposiciones del presente artículo.

Los internalizadores sistemáticos podrán decidir el volumen o los volúmenes en los que quieren cotizar. Para una acción determinada cada cotización incluirá uno o más precios en firme de compra y venta para un volumen o unos volúmenes que podrían ser inferiores o iguales al volumen estándar del mercado para la clase de acciones a la que la acción pertenece.

El precio o los precios reflejarán también las condiciones imperantes en el mercado para aquella acción. Las acciones se agruparán en clases sobre la base del valor medio aritmético de las órdenes ejecutadas en el mercado para aquella acción. El volumen estándar del mercado para cada clase de acciones será un volumen representativo del valor medio aritmético de las órdenes ejecutadas en el mercado para las acciones incluidas en cada clase de acciones.

El mercado para cada acción estará compuesto por todas las órdenes ejecutadas en la Unión Europea con respecto a aquella acción, exceptuando aquellas cuya escala sea de gran magnitud en comparación con el volumen normal de mercado para aquella acción.

2. La autoridad competente del mercado más importante en términos de liquidez, tal como se define en el artículo 25, para cada acción determinará por lo menos una vez al año, sobre la base del valor medio aritmético de las órdenes ejecutadas en el mercado con respecto a aquella acción, la clase de acciones a la que pertenece. Esta información se hará pública a todos los participantes en el mercado.

3. Los internalizadores sistemáticos harán públicas sus cotizaciones de forma regular y continua dentro del horario normal de negociación. Estarán autorizados a actualizar sus cotizaciones en cualquier momento. En condiciones de mercado excepcionales, también podrán retirar sus cotizaciones.

Las cotizaciones se harán públicas de manera fácilmente accesible para otros participantes del mercado, en condiciones comerciales razonables.

Los internalizadores sistemáticos ejecutarán, ateniéndose a las disposiciones establecidas en el artículo 21, las órdenes que reciban de sus clientes minoristas en relación con las acciones para las que son internalizadores sistemáticos a los precios de cotización en el momento de la recepción de la orden.

Los internalizadores sistemáticos ejecutarán las órdenes que reciban de sus clientes profesionales en relación con las acciones para las que son internalizadores sistemáticos a los precios de cotización en el momento de la recepción de la orden. No obstante, podrán ejecutar dichas órdenes a mejor precio en casos justificados, siempre que dicho precio se encuentre dentro de un rango público próximo a las condiciones de mercado y siempre que las órdenes sean de un volumen mayor al volumen habitualmente realizado por un inversor minorista.

Respecto de las operaciones en las que la ejecución de varios valores sea parte de una única operación o en el caso de órdenes sujetas a condiciones distintas del precio actual

del mercado, los internalizadores sistemáticos podrán, además, ejecutar órdenes procedentes de sus clientes profesionales a precios distintos de los cotizados sin tener que cumplir las condiciones establecidas en el párrafo cuarto.

Cuando se produzca una situación en la que un internalizador sistemático que cotice una sola cotización, o cuya cotización más elevada sea inferior al volumen estándar del mercado, reciba una orden de un cliente de un volumen superior a su volumen de cotización, pero inferior al volumen estándar del mercado, podrá decidir ejecutar aquella parte de la orden que exceda de su volumen de cotización, siempre que se ejecute al precio cotizado, excepto en caso de que se permita lo contrario con arreglo a las condiciones establecidas en los dos párrafos anteriores. En los casos en que el internalizador sistemático cotice en diferentes volúmenes y reciba una orden comprendida entre tales volúmenes, que opte por ejecutar, la ejecutará a uno de los precios cotizados con arreglo a las disposiciones del artículo 22, excepto en caso de que se permita lo contrario con arreglo a las condiciones establecidas en los dos párrafos anteriores.

4. Las autoridades competentes controlarán que:

a) la empresa de inversión actualiza regularmente los precios de compra/venta que hace públicos de conformidad con el apartado 1 y mantiene precios que reflejan las condiciones imperantes en el mercado;

b) la empresa de inversión cumple las condiciones de mejora de precios establecidas en el cuarto párrafo del apartado 3.

5. Los internalizadores sistemáticos podrán decidir, basándose en su política comercial y de forma objetiva y no discriminatoria, los inversores a quienes dan acceso a sus cotizaciones.

A tal efecto, dispondrán de normas claras que regulen el acceso a sus cotizaciones. Los internalizadores sistemáticos podrán suspender o negarse a entablar relaciones comerciales con inversores basándose en consideraciones comerciales tales como la situación financiera del inversor, el riesgo de la contraparte y la liquidación final de la operación.

6. Para limitar el riesgo de quedar expuestos a operaciones múltiples de un mismo cliente, los internalizadores sistemáticos podrán limitar de forma no discriminatoria el número de operaciones del mismo cliente que se comprometen a realizar en las condiciones hechas públicas. También podrán limitar, de forma no discriminatoria y de conformidad con las disposiciones del artículo 22, el número total de operaciones de distintos clientes al mismo tiempo, siempre que ello sólo esté permitido cuando el número o el volumen de órdenes que pretenden realizar los clientes exceda considerablemente de lo normal.

7. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 6, contribuyendo a la valoración eficaz de las acciones y maximizando la posibilidad de que las empresas de inversión obtengan el mejor resultado para sus clientes, la Comi-

sión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que:

a) especifiquen los criterios para la aplicación de los apartados 1 y 2;

b) especifiquen los criterios que determinen cuándo se publica una cotización de un modo regular y constante y es fácilmente accesible, así como los medios a través de los cuales las empresas de inversión podrán cumplir su obligación de publicar sus cotizaciones, que incluirán las siguientes posibilidades:

i) a través de los sistemas de cualquier mercado regulado que haya admitido a cotización el instrumento en cuestión,

ii) a través de un tercero,

iii) por medios privados;

c) especifiquen los criterios generales para determinar las transacciones en las que la ejecución en diversos valores es parte de una transacción o las órdenes que están sujetas a condiciones distintas de los precios actuales del mercado;

d) especifiquen los criterios generales para determinar lo que puede considerarse que son circunstancias excepcionales del mercado que permiten retirar las cotizaciones, así como las condiciones para actualizar las cotizaciones;

e) especifiquen los criterios para determinar cuál es el volumen habitualmente realizado por un inversor particular.

f) especifiquen los criterios para determinar lo que constituye exceder considerablemente de lo normal, tal como se establece en el apartado 6;

g) especifiquen los criterios para determinar cuándo un precio se encuentra dentro de un rango público próximo a las condiciones de mercado.

Artículo 28. Transparencia post-negociación de las empresas de inversión

1. Los Estados miembros exigirán como mínimo que las empresas de inversión que, bien por cuenta propia o bien por cuenta de sus clientes, efectúen operaciones en acciones admitidas a cotización en un mercado regulado al margen de un mercado regulado o de un SMN, hagan público el volumen y el precio de esas operaciones y la hora en que se hayan concluido. Esta información se hará pública lo más cerca posible al tiempo real, en condiciones comerciales razonables y de manera fácilmente accesible para los demás participantes en el mercado.

2. Los Estados miembros exigirán que la información que se haga pública de conformidad con el apartado 1 y los plazos en que se divulgue cumplan los requisitos adoptados en virtud del artículo 45.

Cuando las medidas adoptadas en virtud del artículo 45 prevean aplazar la información para ciertas categorías de operaciones en acciones, esta posibilidad se aplicará mutatis mutandis a esas mismas operaciones cuando sean realizadas al margen de los mercados regulados o de los SMN.

3. Para asegurar el funcionamiento transparente y ordenado de los mercados y la aplicación uniforme del apartado 1, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que:

a) especifiquen los medios a través de los cuales las empresas de inversión podrán cumplir sus obligaciones en virtud del apartado 1, que incluirán las siguientes posibilidades:

i) a través de los sistemas de cualquier mercado regulado que haya admitido a cotización el instrumento en cuestión o a través de los sistemas de un SMN en el que se negocie la acción en cuestión,

ii) a través de un tercero,

iii) por medios privados;

b) aclaren la aplicación de la obligación establecida en el apartado 1 a las operaciones en las que intervenga el uso de acciones a efectos de garantía, préstamo u otros fines, cuando el intercambio de acciones está determinado por factores ajenos al precio actual de la acción en el mercado.

Artículo 29. Requisitos de transparencia pre-negociación para los SMN

1. Los Estados miembros exigirán como mínimo que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen un SMN hagan públicos los precios actuales de compra y venta y la profundidad de las posiciones de negociación a dichos precios que se difundan a través de sus sistemas por lo que respecta a las acciones admitidas a cotización en un mercado regulado. Los Estados miembros dispondrán que esta información se haga pública en condiciones comerciales razonables y de forma continua dentro del horario normal de negociación.

2. Los Estados miembros establecerán que las autoridades competentes puedan eximir a las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionen un SMN de la obligación de publicar la información mencionada en el apartado 1 en función del modelo de mercado o del tipo y volumen de las órdenes en los casos establecidos en virtud del apartado 3. En particular, las autoridades competentes podrán no imponer dicha obligación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen de mercado habitual para esas acciones o para ese tipo de acciones.

3. Con el fin de garantizar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento contemplado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución relativas:

a) al rango de precios de oferta y demanda o a las cotizaciones de los creadores de mercado designados, así como a la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios, que deberán hacerse públicos;

b) al volumen o tipo de órdenes que pueden estar exentas de la información pre-negociación de conformidad con el apartado 2;

c) al modelo de mercado que pueda estar exento de la información pre-negociación de conformidad con el apartado 2 y, en concreto, la aplicabilidad de la obligación a los métodos de negociación gestionados por un SMN que ejecutan operaciones con arreglo a sus normas mediante referencia a precios establecidos al margen de los sistemas del SMN o mediante subasta periódica.

Salvo que la naturaleza específica del SMN justifique otra cosa, el contenido de las medidas de ejecución serán igual al de las medidas de ejecución previstas en el artículo 44 para los mercados regulados.

Artículo 30. Obligaciones de transparencia post-negociación para los SMN

1. Los Estados miembros exigirán como mínimo que, por lo que se refiere a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado, las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen un SMN hagan público el precio, el volumen y la hora de las operaciones realizadas de acuerdo con sus sistemas. Exigirán también que los datos de esas operaciones se hagan públicos en condiciones comerciales razonables y lo más cerca posible al tiempo real. Este requisito no se aplicará a los datos de las negociaciones realizadas en un SMN que se hagan públicos de acuerdo con los sistemas de un mercado regulado.

2. Los Estados miembros dispondrán que la autoridad competente pueda autorizar a las empresas de inversión o los gestores de mercado que gestionen un SMN a aplazar la publicación de los datos de las operaciones en función de su tipo o volumen. En especial, las autoridades competentes podrán autorizar el aplazamiento de la publicación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen de mercado habitual para esas acciones o para ese tipo de acciones. Los Estados miembros exigirán que los SMN obtengan de la autoridad competente la aprobación previa de los métodos propuestos de información aplazada, y que dichos métodos se revelen con claridad a los participantes del mercado y a los inversores.

3. Para velar por el funcionamiento eficiente y ordenado de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, adoptará medidas de ejecución con respecto a lo siguiente:

a) el alcance y el contenido de la información que debe ponerse a disposición del público;

b) las condiciones en las que las empresas de inversión o los gestores de mercado que gestionen un SMN pueden prever el aplazamiento de la publicación de operaciones y los criterios que se han de aplicar para decidir en qué operaciones se permite la publicación aplazada, debido al volumen de las mismas o al tipo de acciones de que se trata.

Salvo que la naturaleza específica del SMN justifique otra cosa, el contenido de las medidas de ejecución será igual al de las medidas de ejecución previstas en el artículo 45 para los mercados regulados.

CAPÍTULO III

Derechos de las empresas de inversión

Artículo 31. Libre prestación de servicios y actividades de inversión

1. Los Estados miembros se asegurarán de que toda empresa de inversión autorizada y supervisada por la autoridad competente de otro Estado miembro de conformidad con la presente Directiva y, por lo que respecta a las entidades de crédito, de conformidad con la Directiva 2000/12/CE, pueda llevar a cabo libremente en sus territorios servicios o actividades de inversión, así como servicios auxiliares, siempre que dichos servicios y actividades estén cubiertos por la autorización. Sólo podrán prestarse servicios auxiliares junto con un servicio o actividad de inversión.

Los Estados miembros no impondrán ningún requisito adicional a estas empresas de inversión o entidades de crédito con respecto a las materias reguladas por la presente Directiva.

2. Toda empresa de inversión que desee prestar servicios o realizar actividades por primera vez en el territorio de otro Estado miembro, o que desee modificar la gama de servicios o actividades prestados bajo ese régimen, deberá comunicar a la autoridad competente de su Estado miembro de origen la siguiente información:

a) el Estado miembro en el que tenga previsto operar;

b) un programa de actividades en que se especifiquen, entre otras cosas, las actividades o servicios de inversión, así como los servicios auxiliares que se propone llevar a cabo y la indicación de si se prevé utilizar agentes vinculados en el territorio de los Estados miembros en los que piensa prestar servicios.

Cuando la empresa de inversión tenga la intención de utilizar agentes vinculados, la autoridad competente del Estado miembro de origen de la empresa de inversión comunicará, a petición de la autoridad competente del Estado miembro de acogida y en un plazo de tiempo razonable, la identidad de los agentes vinculados que la empresa de inversión tenga intención de utilizar en dicho Estado miembro. El Estado miembro de acogida podrá hacer pública dicha información.

3. En el plazo de un mes a partir de la recepción de la información, la autoridad competente del Estado miembro de origen la remitirá a la autoridad competente del Estado miembro de acogida que haya sido designada como punto de contacto de conformidad con el apartado 1 del artículo 56. Seguidamente, la empresa de inversión podrá empezar a prestar el servicio o servicios de inversión de que se trate en el Estado miembro de acogida.

4. En caso de modificación de alguno de los datos comunicados de conformidad con el apartado 2, la empresa de inversión informará por escrito de dicho cambio a la autoridad competente del Estado miembro de origen al menos un mes antes de aplicar la modificación. La autoridad competente del Estado miembro de origen informará también sobre la modificación a la autoridad competente del Estado miembro de acogida.

5. Sin otro requisito legal o administrativo, los Estados miembros permitirán que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen SMN de otros Estados miembros establezcan en su territorio mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o participantes establecidos en su territorio.

6. La empresa de inversión o el gestor del mercado que gestione un SMN comunicará a la autoridad competente de su Estado miembro de origen el Estado miembro en el que tenga previsto establecer dichos mecanismos. La autoridad competente del Estado miembro de origen del SMN comunicará esta información, en el plazo de un mes, al Estado miembro en el que el SMN prevea establecer tales mecanismos.

La autoridad competente del Estado miembro de origen del SMN comunicará, previa petición de la autoridad competente del Estado miembro de acogida del SMN y en un plazo razonable, la identidad de los miembros o participantes del SMN establecido en dicho Estado miembro.

Artículo 32. Establecimiento de una sucursal

1. Los Estados miembros se asegurarán de que puedan prestarse servicios o realizarse actividades de inversión y prestarse servicios auxiliares en su territorio de conformidad con la presente Directiva y con la Directiva 2000/12/CE mediante el establecimiento de una sucursal, a condición de que dichos servicios y actividades estén cubiertos por la autorización concedida a esa empresa de inversión o entidad de crédito en su Estado miembro de origen. Sólo se podrán prestar servicios auxiliares junto con un servicio o actividad de inversión.

Los Estados miembros no impondrán requisito adicional alguno, salvo los autorizados por el apartado 7, a la organización y el funcionamiento de la sucursal en relación con las cuestiones reguladas por la presente Directiva.

2. Los Estados miembros exigirán a toda empresa de inversión que desee establecer una sucursal en el territorio de otro Estado miembro que facilite previamente a la autori-

dad competente de su Estado miembro de origen la siguiente información:

a) los Estados miembros en cuyo territorio se propone establecer una sucursal;

b) un programa de actividades en que se especifiquen, entre otras cosas, las actividades o servicios de inversión, así como los servicios auxiliares que se propone llevar a cabo y la estructura organizativa de la sucursal, y la indicación de si ésta prevé utilizar agentes vinculados;

c) la dirección en el Estado miembro de acogida donde puede obtenerse documentación;

d) nombre de los directivos responsables de la gestión de la sucursal.

Cuando una empresa de inversión recurra a un agente vinculado establecido en un Estado miembro fuera de su Estado miembro de origen, dicho agente vinculado se asimilará a la sucursal y estará sujeto a lo dispuesto en la presente Directiva en relación con las sucursales.

3. A menos que tenga razones para dudar de la idoneidad de la estructura administrativa o de la situación financiera de la empresa de inversión, habida cuenta de las actividades que ésta se propone ejercer, la autoridad competente del Estado miembro de origen transmitirá a la autoridad competente del Estado miembro de acogida que haya sido designada como punto de contacto de conformidad con el apartado 1 del artículo 56 toda la información en el plazo de tres meses a partir de su recepción, e informará debidamente de ello a la empresa de inversión.

4. Además de la información mencionada en el apartado 2, la autoridad competente del Estado miembro de origen comunicará a la autoridad competente del Estado miembro de acogida los datos del sistema de indemnización acreditado al que esté afiliada la empresa de inversión, de conformidad con la Directiva 97/9/CE. En caso de modificación de esta información, la autoridad competente del Estado miembro de origen informará debidamente a la autoridad competente del Estado miembro de acogida.

5. En el caso de que se niegue a transmitir la citada información a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, la autoridad competente del Estado miembro de origen indicará las razones de su negativa a la empresa de inversión de que se trate, dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la información.

6. Cuando se haya recibido la comunicación de la autoridad competente del Estado miembro de acogida, o en ausencia de ésta en un plazo de dos meses a partir de la fecha de la comunicación de la autoridad competente del Estado miembro de origen, la sucursal podrá establecerse e iniciar sus actividades.

7. La autoridad competente del Estado miembro en el que esté establecida la sucursal asumirá la responsabilidad de asegurarse de que los servicios prestados por la sucursal en su

territorio cumplan las obligaciones establecidas en los artículos 19, 21, 22, 25, 27 y 28, así como en las medidas adoptadas de conformidad con los mismos.

La autoridad competente del Estado miembro en el que esté establecida la sucursal tendrá derecho a examinar las disposiciones adoptadas por la sucursal y a pedir las modificaciones estrictamente necesarias para que dicha autoridad pueda imponer el cumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 19, 21, 22, 25, 27 y 28, así como en las medidas adoptadas de conformidad con los mismos respecto a los servicios o actividades prestados por la sucursal en su territorio.

8. Los Estados miembros dispondrán que, cuando una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro haya establecido una sucursal en su territorio, la autoridad competente del Estado miembro de origen de esa empresa de inversión pueda, en el ejercicio de sus responsabilidades y tras informar a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, realizar inspecciones *in situ* de esa sucursal.

9. En caso de modificación de alguno de los datos comunicados de conformidad con el apartado 2, la empresa de inversión informará de ello por escrito a la autoridad competente de su Estado miembro de origen al menos un mes antes de aplicar la modificación. La autoridad competente del Estado miembro de origen también informará sobre tal modificación a la autoridad competente del Estado miembro de acogida.

Artículo 33. Acceso a los mercados regulados

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión de otros Estados miembros que estén autorizadas a ejecutar órdenes de clientes o a negociar por cuenta propia tengan derecho a convertirse en miembros de los mercados regulados establecidos en su territorio o tengan acceso a ellos mediante alguno de los siguientes mecanismos:

a) directamente, estableciendo sucursales en los Estados miembros de acogida;

b) haciéndose miembros remotos o teniendo acceso a distancia al mercado regulado, sin tener que estar establecidas en el Estado miembro de origen de ese mercado regulado, cuando los procedimientos de negociación y los sistemas del mercado en cuestión no requieran una presencia física para la realización de operaciones.

2. Los Estados miembros no impondrán a las empresas de inversión que ejercen el derecho otorgado por el apartado 1 ningún requisito legal o administrativo adicional, con respecto a los puntos cubiertos por la presente Directiva.

Artículo 34. Acceso a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación y derecho a designar un sistema de liquidación

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión de otros Estados miembros tengan derecho a acceder a

los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación existentes en su territorio con el fin de liquidar o concertar la liquidación de operaciones en instrumentos financieros.

Los Estados miembros exigirán que el acceso de dichas empresas de inversión a estos sistemas esté sujeto a los mismos criterios objetivos, transparentes y no discriminatorios que se aplican a los participantes locales. Los Estados miembros no restringirán el uso de estos mecanismos a la compensación y liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en un mercado regulado o en un SMN de su territorio.

2. Los Estados miembros exigirán que los mercados regulados de su territorio ofrezcan a todos sus miembros o participantes el derecho a designar el sistema de liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en ese mercado regulado, siempre que:

a) se establezcan entre el sistema designado de liquidación y cualquier otro sistema o infraestructura los vínculos y mecanismos que sean necesarios para asegurar la liquidación eficaz y económica de la operación en cuestión; y que

b) la autoridad competente responsable de la supervisión del mercado regulado reconozca que las condiciones técnicas para la liquidación de operaciones realizadas en ese mercado regulado a través de un sistema de liquidación distinto del designado por el mercado regulado permiten el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros.

Esta evaluación por parte de la autoridad competente del mercado regulado se entenderá sin perjuicio de las competencias de los bancos centrales nacionales en su calidad de supervisores de los sistemas de liquidación ni de otras autoridades supervisoras de dichos sistemas. Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la autoridad competente tendrá en cuenta la labor de supervisión ya ejercida por dichas entidades.

3. Los derechos de las empresas de inversión concedidos en virtud de los apartados 1 y 2 no afectarán al derecho de los operadores de sistemas de contrapartida central, compensación o liquidación de valores, de negarse a facilitar los servicios solicitados por motivos comerciales legítimos.

Artículo 35. Disposiciones relativas a los acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación con relación a los SMN

1. Los Estados miembros no impedirán que las empresas de inversión y gestores del mercado que gestionen un SMN suscriban acuerdos adecuados con una contrapartida central, cámara de compensación o sistema de liquidación de otro Estado miembro a efectos de compensación o liquidación de algunas o todas las negociaciones que hayan concluido con participantes del mercado de sus respectivos sistemas.

2. La autoridad competente de las empresas de inversión y gestores del mercado que gestionen un SMN no podrá opo-

nerse a que se recurra a contrapartidas centrales, cámaras de compensación o sistemas de liquidación de otro Estado miembro, salvo que pueda demostrar que su oposición es necesaria para mantener el funcionamiento ordenado de ese SMN y teniendo en cuenta las condiciones de los sistemas de liquidación previstas en el apartado 2 del artículo 34.

Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la autoridad competente tendrá en cuenta la labor de supervisión del sistema de compensación y liquidación ya ejercida por los bancos centrales nacionales en su calidad de supervisores de los sistemas de compensación y liquidación o por otras autoridades supervisoras con competencia sobre tales sistemas.

TÍTULO III. MERCADOS REGULADOS

Artículo 36. Autorización y legislación aplicable

1. Los Estados miembros reservarán la autorización como mercado regulado a los sistemas que cumplan lo dispuesto en el presente título.

La autorización como mercado regulado sólo se concederá cuando la autoridad competente esté convencida de que tanto el gestor del mercado como los sistemas del mercado regulado cumplen como mínimo los requisitos fijados en el presente título.

En caso de que un mercado regulado sea una persona jurídica y esté gestionado u operado por un gestor del mercado distinto del propio mercado regulado, los Estados miembros establecerán el modo en que deben distribuirse entre el mercado regulado y el gestor del mercado las distintas obligaciones impuestas al gestor del mercado en virtud de la presente Directiva.

El gestor del mercado regulado facilitará toda la información necesaria para que la autoridad competente pueda comprobar que el mercado regulado ha adoptado, en el momento de la autorización inicial, todas las medidas necesarias para cumplir sus obligaciones en virtud de las disposiciones del presente título. Dicha información ha de incluir un programa de operaciones que exponga, entre otras cosas, los tipos de actividad previstos y la estructura organizativa del mercado regulado.

2. Los Estados miembros exigirán al gestor del mercado regulado que realice las funciones relacionadas con la organización y el funcionamiento del mercado regulado bajo la supervisión de la autoridad competente. Los Estados miembros se asegurarán de que las autoridades competentes comprueban periódicamente que los mercados regulados cumplen las disposiciones del presente título. Velarán asimismo por que las autoridades competentes verifiquen que los mercados regulados cumplan en todo momento las condiciones de la autorización inicial establecidas en el presente título.

3. Los Estados miembros velarán por que el gestor del mercado sea responsable de asegurar que el mercado regu-

lado que gestiona cumple todos los requisitos que establece el presente título.

Los Estados miembros se asegurarán asimismo de que el gestor del mercado está autorizado para ejercer los derechos que correspondan al mercado regulado que gestiona en virtud de la presente Directiva.

4. Sin perjuicio de las disposiciones pertinentes de la Directiva 2003/6/CE, las negociaciones realizadas en el marco de los sistemas del mercado regulado se regirán por el derecho público del Estado miembro de origen del mercado regulado.

5. La autoridad competente podrá revocar la autorización concedida a un mercado regulado cuando éste:

a) no haga uso de la autorización en un plazo de 12 meses, renuncie expresamente a la misma o no haya funcionado durante los seis meses anteriores a la revocación, a no ser que en el correspondiente Estado miembro existan disposiciones que establezcan la caducidad de la autorización en dichos supuestos;

b) haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular;

c) deje de cumplir las condiciones a las que estaba supe-
ditada la concesión de autorización;

d) haya infringido grave y sistemáticamente las disposi-
ciones adoptadas en cumplimiento de la presente Directiva;

e) incurra en alguno de los supuestos en los que la nor-
mativa nacional disponga la revocación de la autorización.

Artículo 37. Requisitos para la gestión del mercado regulado

1. Los Estados miembros exigirán que las personas que efectivamente dirigen las actividades y las operaciones del mercado regulado gocen de la honorabilidad y la experiencia suficientes para asegurar la gestión y el funcionamiento adecuado y prudente del mercado regulado. Los Estados miembros exigirán también al gestor del mercado regulado que informe a la autoridad competente de la identidad y de cualquier otro cambio ulterior de las personas que dirigen efectivamente las actividades y operaciones del mercado regulado.

La autoridad competente se negará a aprobar los cambios propuestos cuando existan razones objetivas y demostrables para creer que suponen una amenaza material para la gestión y el funcionamiento adecuado y prudente del mercado regulado.

2. Durante el procedimiento de autorización de un mercado regulado, los Estados miembros velarán por que pueda considerarse que la persona o personas que efectivamente dirigen las actividades y las operaciones de un mercado regulado ya autorizado de conformidad con las condiciones de la presente Directiva reúnen los requisitos establecidos en el apartado 1.

Artículo 38. Requisitos relativos a las personas que ejercen una influencia significativa en la gestión del mercado regulado

1. Los Estados miembros exigirán que las personas que están en posición de ejercer, directa o indirectamente, una influencia significativa en la gestión del mercado regulado sean idóneas.

2. Los Estados miembros exigirán que el gestor del mercado regulado:

a) facilite a la autoridad competente y al público información relativa al accionariado del mercado regulado o al gestor del mercado y, en especial, la identidad y gama de intereses de toda parte que pueda ejercer una influencia significativa sobre la gestión;

b) informe a la autoridad competente y al público de todo cambio de propiedad que suponga cambios en la identidad de las personas que ejercen una influencia significativa en la gestión del mercado regulado.

3. La autoridad competente se negará a aprobar las propuestas de cambio en la identidad de las personas que controlan el mercado regulado o del gestor del mercado si existen razones objetivas y demostrables para creer que ello supondría una amenaza para la gestión adecuada y prudente del mercado regulado.

Artículo 39. Requisitos de organización

Los Estados miembros exigirán que el mercado regula-
do:

a) adopte medidas para detectar claramente y abordar las posibles consecuencias adversas, para el funcionamiento del mercado regulado o para sus participantes, de cualquier conflicto de intereses entre los intereses del mercado regulado, sus accionistas o su gestor y las exigencias del buen funcionamiento del mercado regulado, en especial cuando esos conflictos de intereses puedan resultar perjudiciales para la realización de las funciones delegadas en el mercado regulado por la autoridad competente;

b) esté adecuadamente equipado para gestionar los riesgos a los que está expuesto, aplicar mecanismos y sistemas que les permitan identificar todos los riesgos significativos que comprometan su funcionamiento y establecer medidas eficaces para atenuar esos riesgos;

c) adopte mecanismos adecuados para la adecuada gestión de los aspectos técnicos del sistema, incluidos procedimientos de contingencia eficaces para hacer frente a posibles perturbaciones de los sistemas;

d) establezca normas y procedimientos transparentes y no discrecionales que aseguren una negociación justa y ordenada y fijen criterios objetivos para una ejecución eficaz de las órdenes;

e) adopte mecanismos eficaces para facilitar la conclusión eficiente y puntual de las operaciones ejecutadas con arreglo a sus sistemas;

f) disponga, en el momento de su autorización y de manera permanente, de los recursos financieros suficientes para facilitar su funcionamiento ordenado, teniendo en cuenta la naturaleza y el alcance de las operaciones que en él se realizan y el tipo y el grado de riesgo a que se expone.

Artículo 40. Admisión de instrumentos financieros a negociación

1. Los Estados miembros exigirán que los mercados regulados establezcan normas claras y transparentes en relación con la admisión a negociación de instrumentos financieros.

Estas normas garantizarán que los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado puedan ser negociados de modo correcto, ordenado y eficiente y, cuando se trate de valores negociables, que sean libremente negociables.

2. En el caso de los derivados, las normas garantizarán, en particular, que la formulación del contrato de derivados permita una correcta formación de precios, así como la existencia de condiciones efectivas de liquidación.

3. Además de las obligaciones previstas en los apartados 1 y 2, los Estados miembros exigirán al mercado regulado que establezca y mantenga mecanismos eficaces para comprobar que los emisores de valores mobiliarios admitidos a negociación en el mercado regulado cumplan sus obligaciones conforme al Derecho comunitario con respecto a la divulgación de información inicial, continua o ad hoc.

Los Estados miembros se asegurarán de que el mercado regulado establezca mecanismos que faciliten a sus miembros o participantes el acceso a la información publicada en virtud del Derecho comunitario.

4. Los Estados miembros se asegurarán de que los mercados regulados hayan establecido los mecanismos necesarios para comprobar periódicamente el cumplimiento de los requisitos de admisión de los instrumentos financieros que admiten a negociación.

5. Un valor mobiliario que haya sido admitido a negociación en un mercado regulado podrá ser admitido posteriormente a negociación en otros mercados regulados, aun sin el consentimiento del emisor y de conformidad con las disposiciones pertinentes de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (1). El mercado regulado deberá informar al emisor de que sus valores se negocian en ese mercado regulado. El emisor no

estará obligado a facilitar directamente la información requerida en el apartado 3 a ningún mercado regulado que haya admitido los valores a negociación sin su consentimiento.

6. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 5, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución que especifiquen:

a) Para las distintas clases de instrumentos, las características que debe tener en cuenta el mercado regulado para determinar si un instrumento se ha emitido de conformidad con las condiciones fijadas en el párrafo segundo del apartado 1, para la admisión a negociación en los distintos segmentos del mercado que gestiona;

b) los mecanismos que debe aplicar el mercado regulado para que se considere que ha cumplido su obligación de comprobar que el emisor de un valor mobiliario cumple sus obligaciones conforme al Derecho comunitario con respecto a la divulgación de información inicial, continua o ad hoc.

c) los mecanismos que el mercado regulado debe implantar de conformidad con el apartado 3 para facilitar a sus miembros o participantes el acceso a la información publicada con arreglo a lo establecido en el Derecho comunitario.

Artículo 41. Suspensión y exclusión de instrumentos de la negociación

1. Sin perjuicio del derecho de la autoridad competente de exigir la suspensión o exclusión de la negociación de un instrumento, establecido en las letras j) y k) del apartado 2 del artículo 50, el gestor del mercado regulado podrá suspender o excluir de la negociación a todo instrumento financiero que deje de cumplir las normas del mercado regulado, salvo en caso de que tal decisión pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado.

Aun cuando existe la posibilidad de que los gestores de los mercados regulados informen directamente a los gestores de otros mercados regulados, los Estados miembros exigirán que el gestor de un mercado regulado que suspenda o excluya la negociación de un instrumento financiero haga pública esa decisión y comunique la información pertinente a la autoridad competente. La autoridad competente informará debidamente de ello a las autoridades competentes de los demás Estados miembros.

2. La autoridad competente que exija la suspensión o exclusión de un instrumento financiero de la negociación en uno o más mercados regulados deberá hacer pública su decisión inmediatamente e informar debidamente de ello a las autoridades competentes de los demás Estados miembros. Las autoridades competentes de los demás Estados miembros exigirán la suspensión o exclusión de dicho instrumento financiero de la negociación en los mercados regulados y SMN que operen bajo su autoridad, salvo que ello pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado.

(1) DO L 345 de 31.12.2003, p. 64.

Artículo 42. Acceso al mercado regulado

1. Los Estados miembros exigirán que el mercado regulado establezca y mantenga normas transparentes y no discriminatorias, basadas en criterios objetivos, que regulen el acceso de sus participantes o la adhesión de sus miembros.

2. Estas normas deberán especificar todas las obligaciones de los miembros o participantes derivadas de:

a) la constitución y la administración del mercado regulado;

b) las disposiciones relativas a las operaciones que se realizan en el mercado;

c) las normas profesionales impuestas al personal de las empresas de inversión o entidades de crédito que operan en el mercado;

d) las condiciones establecidas, con arreglo al apartado 3, para los miembros o participantes distintos de las empresas de inversión y las entidades de crédito;

e) las normas y procedimientos para la compensación y liquidación de las operaciones realizadas en el mercado regulado.

3. Los mercados regulados podrán admitir como miembros o participantes a empresas de inversión, entidades de crédito autorizadas en virtud de la Directiva 2000/12/CE y a otras personas que:

a) sean idóneas;

b) posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación;

c) tengan establecidas, en su caso, medidas de organización adecuadas;

d) dispongan de recursos suficientes para la función que han de cumplir, teniendo en cuenta los diversos mecanismos financieros que el mercado regulado puede haber establecido para garantizar la correcta liquidación de las operaciones.

4. Los Estados miembros se asegurarán de que, con respecto a las operaciones concluidas en un mercado regulado, los miembros y participantes no estén obligados a imponerse mutuamente las obligaciones establecidas en los artículos 19, 21 y 22 de la presente Directiva. No obstante, los miembros o participantes del mercado regulado se atenderán a las obligaciones contempladas en los artículos 19, 21 y 22 en relación con sus clientes cuando, actuando por cuenta de sus clientes, ejecuten sus órdenes en un mercado regulado.

5. Los Estados miembros se asegurarán de que las normas que rigen el acceso o la adhesión al mercado regulado permitan la participación directa o remota de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

6. Los Estados miembros, sin otros requisitos legales o administrativos, permitirán que los mercados regulados de otros Estados miembros establezcan en su territorio los mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la negociación remota en esos mercados regulados a miembros o participantes establecidos en su territorio.

El mercado regulado deberá comunicar a la autoridad competente de su Estado miembro de origen el Estado miembro en el que tenga previsto establecer dichos mecanismos. La autoridad competente del Estado miembro de origen comunicará esta información, en el plazo de un mes, al Estado miembro en el que el mercado regulado tenga previsto establecer dichos mecanismos.

La autoridad competente del Estado miembro de origen del mercado regulado comunicará, a petición de la autoridad competente del Estado miembro de acogida y en un plazo de tiempo razonable, la identidad de los miembros o participantes del mercado regulado establecido en dicho Estado miembro.

7. Los Estados miembros exigirán al gestor del mercado regulado que comunique periódicamente a la autoridad competente del mercado regulado la lista de los miembros y participantes del mismo.

Artículo 43. Supervisión del cumplimiento de las normas del mercado regulado y de otras obligaciones legales

1. Los Estados miembros exigirán a los mercados regulados que establezcan y mantengan mecanismos y procedimientos eficaces para supervisar con regularidad el cumplimiento de sus normas por parte de sus miembros o participantes. Los mercados regulados supervisarán las operaciones realizadas por sus miembros o participantes de acuerdo con sus sistemas, con objeto de detectar infracciones de dichas normas o anomalías en las condiciones de negociación o de actuación que puedan suponer abuso de mercado.

2. Los Estados miembros exigirán que los gestores de los mercados regulados señalen a la autoridad competente del mercado regulado toda infracción significativa de sus normas y toda anomalía en las condiciones de negociación o de actuación que pueda suponer abuso de mercado. Los Estados miembros también exigirán al gestor del mercado regulado que facilite de inmediato la información pertinente a la autoridad competente para la investigación y persecución del abuso de mercado cometido en el mercado regulado y le preste plena asistencia en la investigación y la persecución del abuso de mercado cometido en o mediante los sistemas del mercado regulado.

Artículo 44. Requisitos de transparencia pre-negociación aplicables a los mercados regulados

1. Los Estados miembros exigirán, como mínimo, a los mercados regulados que, por lo que se refiere a las accio-

nes admitidas a negociación, hagan públicos los precios corrientes de compra y venta y la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios que se difundan a través de sus sistemas.

Dispondrán asimismo que esta información se ponga a disposición del público en condiciones comerciales razonables y de forma continua en el horario normal de negociación.

Los mercados regulados podrán permitir a las empresas de inversión que estén obligadas a publicar sus cotizaciones de acciones con arreglo al artículo 27 acceder, en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria, a los sistemas que emplean para publicar la información a que se refiere el párrafo primero.

2. Los Estados miembros establecerán que las autoridades competentes puedan eximir a los mercados regulados de la obligación de publicar la información mencionada en el apartado 1 en función del modelo de mercado o del tipo y volumen de los órdenes en los casos establecidos en virtud del apartado 3. En especial, las autoridades competentes podrán suspender dicha obligación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen de mercado habitual para esas acciones o para ese tipo de acciones.

3. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución relativas:

a) al rango de precios de oferta y demanda o a las cotizaciones de los creadores de mercado designados, así como a la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios, que deberán hacerse públicos;

b) al volumen o tipo de órdenes que pueden estar exentas de la información pre-negociación, de conformidad con el apartado 2;

c) al modelo de mercado que pueda estar exento de la información pre-negociación, de conformidad con el apartado 2 y, en concreto, la aplicabilidad de la obligación a los métodos de negociación gestionados por mercados regulados que ejecutan operaciones con arreglo a sus normas mediante referencia a precios establecidos al margen del mercado regulado o mediante subasta periódica.

Artículo 45. Requisitos de transparencia post-negociación aplicables a los mercados regulados

1. Los Estados miembros exigirán, como mínimo, a los mercados regulados que, por lo que se refiere a las acciones admitidas a negociación, hagan público el precio, el volumen y la hora de ejecución de las operaciones realizadas. Dispondrán asimismo que los detalles de esas operaciones se hagan públicos, en condiciones comerciales razonables y, en la medida de lo posible, en tiempo real.

Los mercados regulados podrán permitir a las empresas de inversión que estén obligadas a publicar los detalles de sus operaciones en acciones con arreglo al artículo 28 acceder, en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria, a los sistemas que emplean para publicar la información a que se refiere el párrafo primero.

2. Los Estados miembros dispondrán que la autoridad competente pueda autorizar a los mercados regulados a aplazar la publicación de los datos de las operaciones en función de su tipo o volumen. En especial, las autoridades competentes podrán autorizar el aplazamiento de la publicación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen de mercado habitual para esas acciones o para ese tipo de acciones. Los Estados miembros exigirán que los mercados regulados obtengan de la autoridad competente la aprobación previa de los métodos propuestos de información aplazada, y que dichos métodos se revelen de manera clara a los participantes del mercado y al público inversor.

3. Para velar por el funcionamiento eficiente y ordenado de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, adoptará medidas de ejecución con respecto a lo siguiente:

a) el alcance y el contenido de la información que debe ponerse a disposición del público;

b) las condiciones en las que un mercado regulado puede prever el aplazamiento de la publicación de operaciones y los criterios que se han de aplicar para decidir en qué operaciones se permite la publicación aplazada, debido al volumen de las mismas o al tipo de acciones de que se trata.

Artículo 46. Disposiciones relativas a los acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación

1. Los Estados miembros no impedirán a los mercados regulados suscriban acuerdos apropiados con una contrapartida central o cámara de compensación y un sistema de liquidación de otro Estado miembro para realizar la compensación o liquidación de alguna o de todas las operaciones concluidas por los participantes del mercado con arreglo a sus sistemas.

2. La autoridad competente de un mercado regulado no podrá oponerse a que se recurra a contrapartidas centrales, cámaras de compensación o sistemas de liquidación de otro Estado miembro, salvo que pueda demostrar que su oposición es necesaria para mantener el funcionamiento ordenado de ese mercado regulado y teniendo en cuenta las condiciones de los sistemas de liquidación previstas en el apartado 2 del artículo 34.

Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la autoridad competente tendrá en cuenta la labor de supervisión del sistema de compensación y liquidación ya ejercida por los bancos centrales nacionales en su calidad de supervisores de los sistemas de compensación y liquidación o por otras autoridades supervisoras con competencia sobre tales sistemas.

Artículo 47. Lista de mercados regulados

Cada Estado miembro elaborará una lista de los mercados regulados de los que sea Estado miembro de origen y enviará esa lista a los demás Estados miembros y a la Comisión. De forma análoga deberá comunicarse toda modificación de la citada lista. La Comisión publicará en el Diario Oficial de la Unión Europea una lista de todos los mercados regulados, que actualizará al menos una vez al año. Asimismo, la Comisión publicará y actualizará la lista en su sitio Internet cada vez que los Estados miembros notifiquen cambios en sus respectivas listas.

TÍTULO IV. AUTORIDADES COMPETENTES

CAPÍTULO I

Designación, facultades y vías de recurso

Artículo 48. Designación de las autoridades competentes

1. Cada Estado miembro designará las autoridades competentes para desempeñar cada una de las funciones previstas en las distintas disposiciones de la presente Directiva. Los Estados miembros deberán comunicar a la Comisión y a las autoridades competentes de los demás Estados miembros la identidad de las autoridades competentes responsables de la ejecución de cada una de esas funciones y cualquier división de estas últimas.

2. Las autoridades competentes mencionadas en el apartado 1 deberán ser autoridades públicas, sin perjuicio de que puedan delegar tareas en otras entidades cuando ello esté expresamente previsto en el apartado 5 del artículo 5, el apartado 3 del artículo 16, el apartado 2 del artículo 17 y el apartado 4 del artículo 23.

Ninguna delegación de funciones en entidades distintas de las autoridades contempladas en el apartado 1 podrá implicar ni el ejercicio de la autoridad pública ni el uso de poderes discrecionales de valoración.

Los Estados miembros exigirán que, antes de proceder a la delegación, las autoridades competentes tomen todas las medidas razonables para asegurarse de que la entidad en la que se delegan las tareas posee la capacidad y los recursos suficientes para asumir efectivamente todas las funciones y de que la delegación sólo tenga lugar cuando se haya establecido un marco claramente definido y documentado para el ejercicio de la función delegada que establezca las funciones que han de desempeñarse y sus condiciones de ejercicio.

Dichas condiciones incluirán una cláusula por la que se obligue a la entidad de que se trate a actuar y organizarse de forma que se eviten los conflictos de intereses y que no use la información obtenida en el desempeño de las tareas delegadas con fines ilegítimos o para falsear la competencia. En todo caso, la responsabilidad última de controlar el cumplimiento de la presente Directiva y sus medidas de ejecución

recaerá en la autoridad competente o en las autoridades designadas de conformidad con el apartado 1.

Los Estados miembros informarán a la Comisión y a las autoridades competentes de otros Estados miembros acerca de todo acuerdo relativo a la delegación de tareas y de las condiciones exactas por las que se rige la delegación.

3. La Comisión publicará en el Diario Oficial de la Unión Europea, al menos una vez al año, una lista de las autoridades competentes a que se refieren los apartados 1 y 2, que mantendrá permanentemente actualizada en su sitio Internet.

Artículo 49. Cooperación entre autoridades de un mismo Estado miembro

Si un Estado miembro designa más de una autoridad competente para hacer cumplir lo dispuesto en la presente Directiva, sus funciones respectivas deberán estar claramente definidas y dichas autoridades deberán cooperar estrechamente entre sí.

Cada Estado miembro exigirá que también se produzca esa cooperación entre las autoridades competentes a los efectos de la presente Directiva y las autoridades competentes responsables en ese Estado miembro de la supervisión de las entidades de crédito y otras entidades financieras, fondos de pensiones, OICVM, mediadores de seguros y reaseguros y empresas de seguros.

Los Estados miembros exigirán a las autoridades competentes que se intercambien toda información esencial o pertinente para el ejercicio de sus funciones y obligaciones.

Artículo 50. Facultades de que deben disponer las autoridades competentes

1. Las autoridades competentes dispondrán de todas las facultades de supervisión e investigación necesarias para el ejercicio de sus funciones. Dentro de los límites previstos en sus respectivos marcos jurídicos nacionales, ejercerán estas facultades:

- a) directamente, o
- b) en colaboración con otras autoridades, o
- c) bajo su responsabilidad, mediante delegación en otras entidades en que se hayan delegado tareas de conformidad con el apartado 2 del artículo 48; o
- d) mediante solicitud a las autoridades judiciales competentes.

2. Los poderes a que se refiere el apartado 1 se ejercerán de conformidad con la normativa nacional e incluirán al menos el derecho a:

- a) acceder a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir una copia del mismo;

b) requerir información de cualquier persona y, si es necesario, convocar e interrogar a una persona para obtener información;

c) realizar inspecciones in situ;

d) exigir los registros telefónicos y de tráfico de datos existentes;

e) exigir el cese de toda práctica que sea contraria a las disposiciones adoptadas en cumplimiento de la presente Directiva;

f) exigir el embargo o el secuestro de activos;

g) exigir la prohibición temporal para ejercer actividad profesional;

h) exigir que los auditores de las empresas de inversión y los mercados regulados autorizados faciliten información;

i) adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse de que las empresas de inversión y los mercados regulados sigan cumpliendo los requisitos legales;

j) exigir que se suspenda la negociación de un instrumento financiero;

k) exigir que se excluya de la negociación un instrumento financiero, ya sea en un mercado regulado o en otros sistemas de negociación;

l) remitir asuntos para su procesamiento penal;

m) autorizar a auditores o expertos a llevar a cabo verificaciones o investigaciones.

Artículo 51. Sanciones administrativas

1. Sin perjuicio de los procedimientos para la revocación de la autorización ni del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales, los Estados miembros se asegurarán, de conformidad con su Derecho nacional respectivo, de que es posible adoptar las medidas administrativas apropiadas o imponer sanciones administrativas a los responsables en caso de incumplimiento de las disposiciones adoptadas en aplicación de la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán de que estas medidas sean eficaces, proporcionadas y disuasorias.

2. Los Estados miembros determinarán las sanciones aplicables en caso de falta de cooperación en una investigación prevista en el artículo 50.

3. Los Estados miembros autorizarán a la autoridad competente a hacer públicas cualquier medida o sanción que vaya a imponerse por incumplimiento de las disposiciones adoptadas en aplicación de la presente Directiva, a menos que dicha divulgación pudiera poner en grave riesgo los mercados financieros o causar un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas.

Artículo 52. Derecho de recurso

1. Los Estados miembros se asegurarán de que toda decisión adoptada en virtud de las disposiciones legislativas, reglamentarias y administrativas adoptadas de conformidad con la presente Directiva esté debidamente motivada y pueda ser objeto de recurso judicial. El derecho a recurrir a los tribunales será igualmente de aplicación cuando, sobre una solicitud de autorización que contenga todos los elementos requeridos, no se haya adoptado ninguna resolución en los seis meses siguientes a su presentación.

2. Los Estados miembros dispondrán que uno o más de los siguientes organismos, según determine su Derecho nacional, puedan, en interés de los consumidores y de conformidad con el Derecho nacional, elevar un asunto ante los organismos jurisdiccionales o los organismos administrativos competentes para garantizar la aplicación de las disposiciones nacionales que desarrollen la presente Directiva:

a) organismos públicos o sus representantes;

b) organizaciones de consumidores que tengan un interés legítimo en la protección de los consumidores;

c) colegios profesionales que tengan un interés legítimo en la defensa de sus miembros.

Artículo 53. Mecanismo extrajudicial para las reclamaciones de los inversores

1. Los Estados miembros fomentarán el establecimiento de procedimientos eficaces y efectivos de reclamación y recurso para la resolución extrajudicial de conflictos de los consumidores en relación con la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares por empresas de inversión sirviéndose, en su caso, de los organismos existentes.

2. Los Estados miembros se asegurarán de que estos organismos no estén incapacitados por disposiciones legales o reglamentarias para cooperar efectivamente en la resolución de conflictos transfronterizos.

Artículo 54. Secreto profesional

1. Los Estados miembros se asegurarán de que las autoridades competentes, todas aquellas personas que estén o hayan estado al servicio de las autoridades competentes o de las entidades en que se hayan delegado tareas de conformidad con el apartado 2 del artículo 48, así como los auditores y expertos que actúen en nombre de dichas autoridades, estén sujetos al secreto profesional. Ninguna información confidencial que puedan recibir en el ejercicio de sus funciones podrá ser divulgada a persona o autoridad alguna, salvo en forma genérica o colectiva tal que impida la identificación concreta de empresas de inversión, gestores del mercado, mercados regulados o cualquier otra persona, sin perjuicio de los supuestos contemplados por el derecho penal o por las demás disposiciones de la presente Directiva.

2. Cuando una empresa de inversión, un gestor del mercado o un mercado regulado haya sido declarado en quiebra o esté en proceso de liquidación obligatoria, toda aquella información confidencial que no atañe a terceros podrá ser divulgada en el curso de procedimientos civiles o mercantiles si fuera necesario para el desarrollo de los mismos.

3. Sin perjuicio de los supuestos cubiertos por el Derecho penal, las autoridades competentes, organismos o personas físicas o jurídicas distintas de las autoridades competentes que reciban información confidencial con arreglo a la presente Directiva podrán utilizarla exclusivamente en el desempeño de sus obligaciones y en el ejercicio de sus funciones —en el caso de las autoridades competentes— dentro del ámbito de aplicación de la presente Directiva o, en el caso de otras autoridades, organismos o personas físicas o jurídicas, para el fin para el que dicha información se les haya proporcionado o en el marco de procedimientos administrativos o judiciales relacionados específicamente con el ejercicio de dichas funciones. Sin embargo, si la autoridad competente u otra autoridad, organismo o persona que ha comunicado la información consiente en ello, la autoridad que recibe la información podrá utilizarla para otros fines.

4. Toda información confidencial recibida, intercambiada o transmitida en virtud de la presente Directiva estará sujeta al secreto profesional contemplado en el presente artículo. No obstante, el presente artículo no será obstáculo para que las autoridades competentes intercambien o transmitan información confidencial de conformidad con la presente Directiva y con otras directivas aplicables a las empresas de inversión, entidades de crédito, fondos de pensiones, OICVM, mediadores de seguros y reaseguros, empresas de seguros, mercados regulados o gestores del mercado, o que lo hagan con el consentimiento de la autoridad competente u otra autoridad, organismo o persona física o jurídica que haya comunicado la información.

5. El presente artículo no impedirá a las autoridades competentes intercambiar o transmitir, con arreglo a su Derecho interno, información confidencial que no se haya recibido de una autoridad competente de otro Estado miembro.

Artículo 55. Relaciones con los auditores

1. Los Estados miembros dispondrán como mínimo que cualquier persona autorizada en el sentido de la Octava Directiva 84/253/CEE del Consejo, de 10 de abril de 1984, relativa a la autorización de las personas encargadas del control legal de documentos contables (1), que desempeñe en una empresa de inversión la función descrita en el artículo 51 de la Cuarta Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad (2), el artículo 37 de la Directiva 83/349/CEE o el artículo 31 de la Directiva 85/611/CEE o cualquier otra función

(1) DO L 126 de 12.5.1984, p. 20.

(2) DO L 222 de 14.8.1978, p. 11. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 178 de 17.7.2003, p. 16).

prescrita por la legislación, tenga el deber de informar puntualmente a las autoridades competentes de cualquier hecho o decisión referente a esa empresa del que haya tenido conocimiento en el ejercicio de sus funciones y que pueda:

a) constituir una infracción grave de las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas que fijan las condiciones que rigen la autorización o que rigen específicamente el desarrollo de las actividades de las empresas de inversión;

b) afectar a la continuidad de las actividades de la empresa de inversión;

c) dar lugar a la denegación de la certificación de las cuentas o a la formulación de reservas.

Esa persona tendrá igualmente el deber de informar acerca de todo hecho o decisión de los que haya tenido conocimiento en el ejercicio de una de las funciones descritas en el párrafo primero en una empresa que tenga vínculos estrechos con la empresa de inversión en la que esté desempeñando esa función.

2. La divulgación de buena fe a las autoridades competentes, por personas autorizadas en el sentido de la Directiva 84/253/CEE, de los hechos o decisiones mencionados en el apartado 1 no constituirá una infracción de ninguna restricción contractual o legal a la divulgación de información ni hará incurrir a esas personas en responsabilidad de ninguna clase.

CAPÍTULO II

Cooperación entre las autoridades competentes de distintos estados miembros

Artículo 56. Obligación de cooperar

1. Las autoridades competentes de los Estados miembros cooperarán entre sí siempre que sea necesario para llevar a cabo las funciones establecidas en virtud de la presente Directiva, haciendo uso a tal fin de las facultades que les atribuya la presente Directiva o el Derecho nacional.

Las autoridades competentes prestarán ayuda a las autoridades competentes de los demás Estados miembros. En particular, intercambiarán información y colaborarán en actividades de investigación o supervisión.

Con el fin de facilitar y agilizar la cooperación, y de manera especial el intercambio de información, los Estados miembros designarán como punto de contacto, a efectos de la presente Directiva, a una sola autoridad competente. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión y a los demás Estados miembros los nombres de las autoridades designadas para recibir las solicitudes de intercambio de información o de cooperación de conformidad con el presente apartado.

2. Cuando, dada la situación de los mercados de valores en el Estado miembro de acogida, las operaciones de un mercado regulado que haya establecido mecanismos en un Esta-

do miembro de acogida hayan cobrado una importancia sustancial para el funcionamiento de los mercados de valores y la protección de los inversores en dicho Estado miembro de acogida, las autoridades competentes de los Estados miembro de origen y de acogida establecerán unos mecanismos de cooperación proporcionados.

3. Los Estados miembros adoptarán las medidas administrativas y de organización necesarias para facilitar la asistencia prevista en el apartado 1.

Las autoridades competentes podrán ejercer sus poderes para fines de cooperación, incluso en casos en que el comportamiento investigado no constituya una infracción de la normativa vigente en ese Estado miembro.

4. Cuando una autoridad competente tuviere motivos fundados para sospechar que entidades no sujetas a su supervisión están realizando o han realizado en el territorio de otro Estado miembro actividades contrarias a las disposiciones de la presente Directiva, lo notificará de manera tan específica como sea posible a la autoridad competente de dicho Estado miembro.

La autoridad de este último adoptará las medidas oportunas.

Dicha autoridad comunicará a la autoridad competente notificante el resultado de su intervención y, en la medida de lo posible, los avances intermedios significativos. El presente apartado se entiende sin perjuicio de las competencias de la autoridad competente que haya comunicado la información.

5. Para garantizar la aplicación uniforme del apartado 2, la Comisión podrá adoptar, de conformidad con el procedimiento contemplado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución para determinar qué criterios se aplicarán a la hora de decidir si las operaciones de un mercado regulado en un Estado miembro de acogida pueden considerarse de importancia sustancial para el funcionamiento de los mercados de valores y la protección de los inversores en ese Estado miembro de acogida.

Artículo 57. Cooperación en las actividades de supervisión, las verificaciones in situ o las investigaciones

La autoridad competente de un Estado miembro podrá pedir la cooperación de la autoridad competente de otro Estado miembro en una actividad de supervisión, para una verificación in situ o una investigación. Cuando se trate de empresas de inversión que sean miembros remotos de un mercado regulado, la autoridad competente del mercado regulado podrá optar por dirigirse a ellas directamente, en cuyo caso informará debidamente a la autoridad competente del Estado miembro de origen del miembro remoto.

En caso de que una autoridad competente reciba una solicitud relativa a una verificación in situ o a una investigación, dicha autoridad, en el marco de sus competencias:

a) realizará ella misma la verificación o investigación; o

b) permitirá que la realicen las autoridades que hayan presentado la solicitud; o

c) permitirá que la realicen auditores o expertos.

Artículo 58. Intercambio de información

1. Las autoridades competentes de los Estados miembros que hayan sido designadas como puntos de contacto a los efectos de la presente Directiva, con arreglo al apartado 1 del artículo 56, se facilitarán inmediatamente la información requerida con el fin de desempeñar las funciones de las autoridades competentes, designadas de conformidad con el apartado 1 del artículo 48, establecidas en las disposiciones adoptadas de conformidad con la presente Directiva.

Las autoridades competentes que intercambien información con otras autoridades competentes con arreglo a la presente Directiva podrán indicar en el momento de la comunicación si dicha información sólo puede divulgarse si cuenta con su consentimiento expreso, en cuyo caso, la información podrá intercambiarse exclusivamente para los fines que dichas autoridades hayan autorizado.

2. La autoridad competente que haya sido designada como punto de contacto podrá transmitir la información recibida con arreglo al apartado 1 y a los artículos 55 y 63 a las autoridades mencionadas en el artículo 49. No transmitirán dicha información a otros organismos o personas físicas y jurídicas sin el consentimiento expreso de las autoridades competentes que la hayan divulgado y únicamente para los fines para los que dichas autoridades hayan dado su consentimiento, salvo en circunstancias debidamente justificadas. En este último caso, el punto de contacto informará inmediatamente de ello al punto de contacto que envió la información.

3. Las autoridades mencionadas en el artículo 49, así como otros organismos o personas físicas y jurídicas que reciban información confidencial con arreglo al apartado 1 del presente artículo o a los artículos 55 y 63 sólo podrán utilizarla en el ejercicio de sus funciones, en especial:

a) para verificar el cumplimiento de las condiciones que regulan el acceso a la actividad de las empresas de inversión y facilitar la supervisión, sobre una base individual o consolidada, del ejercicio de dicha actividad, especialmente en lo que respecta a las exigencias de adecuación del capital impuestas por la Directiva 93/6/CEE, a los procedimientos administrativos y contables y a los mecanismos de control interno;

b) para supervisar el funcionamiento apropiado de los centros de negociación;

c) para imponer sanciones;

d) en caso de recurso administrativo contra decisiones de las autoridades competentes;

e) en procedimientos judiciales entablados con arreglo a lo dispuesto en el artículo 52; o

f) en mecanismos extrajudiciales para las denuncias de los inversores con arreglo al artículo 53.

4. La Comisión podrá adoptar, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, medidas de ejecución relativas a los procedimientos de intercambio de información entre autoridades competentes.

5. El presente artículo y los artículos 54 y 63 no impedirán que la autoridad competente transmita a los bancos centrales, al Sistema Europeo de Bancos Centrales y al Banco Central Europeo, en su capacidad de autoridades monetarias y, en su caso, a otras autoridades públicas responsables de supervisar los sistemas de pago y liquidación, la información confidencial necesaria para el ejercicio de sus funciones; de igual modo, tampoco se impedirá a dichas autoridades u organismos comunicar a las autoridades competentes la información que éstas puedan necesitar para desempeñar las funciones que les corresponden con arreglo a la presente Directiva.

Artículo 59. Negativa a cooperar

Las autoridades competentes podrán negarse a dar curso a una solicitud de cooperación en una investigación, una verificación in situ o una supervisión conforme al artículo 57 o a intercambiar información conforme al artículo 58 solamente en caso de que:

a) dicha investigación, verificación in situ, supervisión o intercambio de información pueda atentar contra la soberanía, la seguridad o el orden público del Estado miembro destinatario de la solicitud;

b) se haya incoado un procedimiento judicial por los mismos hechos y contra las mismas personas ante las autoridades del Estado miembro destinatario de la solicitud;

c) se haya dictado ya una resolución judicial firme en el Estado miembro destinatario de la solicitud con respecto a las mismas personas y los mismos hechos.

En caso de denegación, la autoridad competente lo notificará debidamente a la autoridad competente solicitante, facilitando la mayor información posible al respecto.

Artículo 60. Consulta entre autoridades antes de la concesión de la autorización

1. Las autoridades competentes del otro Estado miembro afectado deberán ser consultadas con anterioridad a la concesión de una autorización a una empresa de inversión cuando ésta:

a) sea filial de una empresa de inversión o de una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro, o

b) sea filial de la empresa matriz de una empresa de inversión o de una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro, o

c) esté controlada por las mismas personas físicas o jurídicas que controlan una empresa de inversión o una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro.

2. La autoridad competente del Estado miembro responsable de la supervisión de las entidades de crédito o empresas de seguros será consultada antes de que se conceda una autorización a una empresa de inversión que:

a) sea filial de una entidad de crédito o empresa de seguros autorizada en la Comunidad, o

b) sea filial de la empresa matriz de una entidad de crédito o empresa de seguros autorizada en la Comunidad, o

c) esté controlada por la misma persona física o jurídica que controla una entidad de crédito o empresa de seguros autorizada en la Comunidad.

3. Las autoridades competentes mencionadas en los apartados 1 y 2 se consultarán, en particular, para evaluar la idoneidad de los accionistas y la honorabilidad y experiencia de las personas que dirijan efectivamente las actividades y que participen en la gestión de otra entidad del mismo grupo. Intercambiarán toda la información referente a la idoneidad de los accionistas o de los socios y a la honorabilidad y experiencia de las personas que dirigen efectivamente las actividades que pueda interesar a las demás autoridades competentes para la concesión de una autorización o para la evaluación continua del cumplimiento de las condiciones de funcionamiento.

Artículo 61. Facultades de los Estados miembros de acogida

1. Los Estados miembros de acogida podrán exigir, con fines estadísticos, que todas las empresas de inversión que tengan sucursales en su territorio les informen periódicamente sobre las actividades de esas sucursales.

2. En cumplimiento de las responsabilidades que les confiere la presente Directiva, los Estados miembros de acogida podrán exigir a las sucursales de las empresas de inversión la información que sea necesaria para supervisar el cumplimiento de las normas de los Estados miembros de acogida que les sean aplicables en los casos previstos en el apartado 7 del artículo.

32. Estas exigencias no podrán ser más estrictas que las que estos mismos Estados miembros imponen a las empresas establecidas en su territorio para supervisar el cumplimiento de esas mismas normas.

Artículo 62. Medidas preventivas que han de adoptar los Estados miembros de acogida

1. Cuando la autoridad competente del Estado miembro de acogida tenga motivos claros y demostrables para creer que una empresa de inversión que opera en su territorio en régimen de libre prestación de servicios infringe las obligaciones derivadas de las disposiciones adoptadas en virtud

de la presente Directiva o que una empresa de inversión que posee una sucursal en su territorio infringe las obligaciones derivadas de las disposiciones adoptadas en virtud de la presente Directiva que no confieren facultades a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, comunicará los hechos a la autoridad competente del Estado miembro de origen.

En el caso de que, pese a las medidas adoptadas por la autoridad competente del Estado miembro de origen o por resultar éstas inadecuadas, la empresa de inversión persista en una actuación claramente perjudicial para los intereses de los inversores del Estado miembro de acogida o el funcionamiento correcto de los mercados, la autoridad competente del Estado miembro de acogida, tras informar a la autoridad competente del Estado miembro de origen, adoptará todas las medidas pertinentes para proteger a los inversores y el correcto funcionamiento del mercado. Entre las medidas se incluirá la posibilidad de impedir que las empresas de inversión infractoras efectúen nuevas operaciones en su territorio. Se informará a la Comisión sin demora acerca de estas medidas.

2. Cuando las autoridades competentes del Estado miembro de acogida comprueben que una empresa de inversión que posee una sucursal en su territorio no cumple las disposiciones legales o reglamentarias adoptadas en dicho Estado en aplicación de las disposiciones de la presente Directiva que confieren facultades a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, exigirán a la empresa de inversión de que se trate que ponga fin a su situación irregular.

Si la empresa de inversión no adopta las medidas oportunas, las autoridades competentes del Estado miembro de acogida tomarán todas las medidas necesarias para que la empresa de inversión ponga fin a su situación irregular. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen deberán ser informadas de la naturaleza de las medidas adoptadas.

Si, a pesar de las medidas adoptadas por el Estado miembro de acogida, la empresa de inversión continúa infringiendo las disposiciones legales o reglamentarias a que se refiere el párrafo primero que estén vigentes en el Estado miembro de acogida, éste podrá, tras informar a las autoridades competentes del Estado miembro de origen, tomar las medidas oportunas a fin de evitar nuevas irregularidades o sancionadas y, en la medida en que sea necesario, prohibir a la empresa de inversión efectuar nuevas operaciones en su territorio. La Comisión será informada sin demora de dichas medidas.

3. Cuando la autoridad competente del Estado miembro de acogida de un mercado regulado o un SMN tenga motivos claros y demostrables para creer que dicho mercado regulado o SMN infringe las obligaciones derivadas de las disposiciones adoptadas en virtud de la presente Directiva, comunicará los hechos a la autoridad competente del Estado miembro de origen del mercado regulado o del SMN.

En el caso de que, pese a las medidas adoptadas por la autoridad competente del Estado miembro de origen o por resultar éstas inadecuadas, dicho mercado regulado o SMN

persista en una actuación claramente perjudicial para los intereses de los inversores del Estado miembro de acogida o el funcionamiento correcto de los mercados, la autoridad competente del Estado miembro de acogida, tras informar a la autoridad competente del Estado miembro de origen, adoptará todas las medidas pertinentes para proteger a los inversores y el correcto funcionamiento del mercado. Entre las medidas se incluirá la posibilidad de impedir que dicho mercado regulado o SMN ponga sus mecanismos a disposición de participantes o miembros remotos establecidos en el Estado miembro de acogida. La Comisión será informada sin demora de dichas medidas.

4. Toda medida adoptada en aplicación de lo dispuesto en los apartados 1, 2 ó 3 que implique sanciones o restricciones de las actividades de una empresa de inversión o de un mercado regulado deberá ser debidamente motivada y comunicada a la empresa de inversión o al mercado regulado afectados.

CAPÍTULO III

Cooperación con terceros países

Artículo 63. Intercambio de información con terceros países

1. Los Estados miembros podrán celebrar acuerdos de cooperación que prevean el intercambio de información con las autoridades competentes de terceros países, siempre y cuando la información revelada goce de una garantía de secreto profesional al menos equivalente a la exigida en virtud del artículo 54. Este intercambio de información deberá estar destinado a la realización de las tareas de esas autoridades competentes.

Los Estados miembros podrán transferir datos personales a terceros países de conformidad con el capítulo IV de la Directiva 95/46/CE.

Los Estados miembros también podrán celebrar acuerdos de cooperación que prevean el intercambio de información con autoridades, organismos y personas físicas y jurídicas de terceros países, responsables de:

- i) la supervisión de entidades de crédito, otras organizaciones financieras, compañías de seguros y mercados financieros,
- ii) la liquidación y la quiebra de las empresas de inversión y otros procedimientos similares,
- iii) la realización de las auditorías de cuentas obligatorias de las empresas de inversión y otras entidades financieras, entidades de crédito y empresas de seguros, en el ejercicio de sus funciones de supervisión, o la administración de regímenes de indemnización, en el ejercicio de sus funciones,
- iv) la supervisión de los órganos que intervienen en la liquidación y la quiebra de las empresas de inversión y otros procedimientos similares,

v) la supervisión de las personas encargadas de efectuar las auditorías de cuentas obligatorias de empresas de seguros, entidades de crédito, empresas de inversión y otras entidades financieras, siempre y cuando la información revelada goce de una garantía de secreto profesional al menos equivalente a la exigida en el artículo 54. Dicho intercambio de información debe estar destinado al desempeño de las tareas de dichas autoridades u organismos o personas físicas o jurídicas.

2. Cuando la información proceda de otro Estado miembro, ésta sólo podrá divulgarse con el acuerdo expreso de las autoridades competentes que la hayan transmitido y, en su caso, solamente para los fines para los que dichas autoridades hayan dado su consentimiento. La misma disposición se aplicará a la información facilitada por las autoridades competentes de terceros países.

TÍTULO V. DISPOSICIONES FINALES

Artículo 64. Comitología

1. La Comisión estará asistida por el Comité europeo de valores establecido por la Decisión 2001/528/CE de la Comisión (1) (en lo sucesivo denominado el «Comité»).

2. En los casos en que se haga referencia al presente apartado, serán de aplicación los artículos 5 y 7 de la Decisión 1999/468/CE, observando lo dispuesto en su artículo 8, a condición de que las medidas de ejecución adoptadas con arreglo a dicho procedimiento no modifiquen las disposiciones fundamentales de la presente Directiva.

El plazo contemplado en el apartado 6 del artículo 5 de la Decisión 1999/468/CE queda fijado en tres meses.

3. Sin perjuicio de las medidas de ejecución ya adoptadas, tras un período de cuatro años a partir de la entrada en vigor de la presente Directiva se suspenderá la aplicación de aquellas de sus disposiciones que requieran la adopción de normas y decisiones técnicas con arreglo al apartado 2. A propuesta de la Comisión, el Parlamento Europeo y el Consejo podrán renovar las disposiciones afectadas de conformidad con el procedimiento previsto en el artículo 251 del Tratado y, con tal fin, las revisarán antes de que finalice dicho período.

Artículo 65. Informes y revisión

1. Antes de 30 de abril de 2006, la Comisión, sobre la base de una consulta pública y tras mantener conversaciones con las autoridades competentes, informará al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la posible ampliación del alcance de las disposiciones de la Directiva relativas a las obligaciones de transparencia pre y post-negociación para incluir las ope-

raciones en otros tipos de instrumentos financieros distintos de las acciones.

2. Antes de 30 de abril de 2007, la Comisión presentará un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la aplicación del artículo 27.

3. Antes de 30 de octubre de 2006, la Comisión, sobre la base de consultas públicas y tras mantener conversaciones con las autoridades competentes, informará al Parlamento Europeo y al Consejo sobre:

a) si sigue siendo apropiada la excepción la letra k) del apartado 1 del artículo 2 para las empresas cuya actividad principal sea la negociación por cuenta propia en derivados sobre materias primas;

b) el contenido y la forma de los requisitos que convendría aplicar para la autorización y supervisión de esas empresas como empresas de inversión en el sentido de la presente Directiva;

c) si son adecuadas las normas relativas a la designación de agentes vinculados en la ejecución de actividades o servicios de inversión, en particular las relativas a la supervisión de los mismos;

d) si sigue siendo apropiada la excepción de la letra i) del apartado 1 del artículo 2.

4. Antes de 30 de octubre de 2006, la Comisión informará al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la situación en que se halla la supresión de los obstáculos que pueden impedir la consolidación a nivel europeo de la información que los centros de negociación están obligados a publicar.

5. Sobre la base de los informes mencionados en los apartados 1 a 4, la Comisión podrá presentar propuestas de modificación de la presente Directiva.

6. Antes de 30 de abril de 2005, la Comisión, a la luz de los debates con las autoridades competentes, informará al Parlamento Europeo y al Consejo sobre si siguen siendo pertinentes los requisitos de seguro de responsabilidad profesional que el Derecho comunitario impone a los intermediarios.

Artículo 66. Modificación de la Directiva 85/611/CEE

El apartado 4 del artículo 5 de la Directiva 85/611/CEE se sustituye por el texto siguiente:

«4. El apartado 2 del artículo 2 y los artículos 12, 13 y 19 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sobre mercados de instrumentos financieros (2) se aplicarán a la prestación de los servicios mencionados en el apartado 3 del presente artículo por las sociedades de gestión.

(1) DO L 191 de 13.7.2001, p. 45.

(2) DO L 191 de 13.7.2001, p. 45.

Artículo 67. Modificación de la Directiva 93/6/CEE

La Directiva 93/6/CEE queda modificada como sigue:

1) El punto 2 del artículo 2 se sustituye por el texto siguiente:

«2) se entenderá por empresa de inversión, todas las entidades definidas en el apartado 1 del artículo 4 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de..., sobre mercados de instrumentos financieros (1) que deben someterse a los requisitos establecidos en dicha Directiva, excepto:

- a) las entidades de crédito,
- b) las empresas locales tal como se definen en el punto 20) y
- c) las empresas que únicamente estén autorizadas a prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión o a recibir y transmitir órdenes de inversores, en ambos casos sin mantener fondos o valores mobiliarios que pertenezcan a sus clientes, y que por esta razón nunca puedan hallarse en situación deudora respecto de sus clientes.

2) El apartado 4 del artículo 3 se sustituye por el texto siguiente:

«4. Las empresas a que se refiere la letra b) del punto 2 del artículo 2 deberán contar con un capital inicial de 50.000 euros siempre que dispongan de la libertad de establecimiento o de prestar servicios con arreglo a los artículos 31 ó 32 de la Directiva 2004/39/CE».

3) En el artículo 3 se añaden los siguientes apartados:

«4 bis. En espera de la revisión de la Directiva 93/6/CE, las empresas contempladas en la letra c) del punto 2 del artículo 2 tendrán:

- a) un capital inicial de 50.000 euros; o
- b) un seguro de responsabilidad civil profesional que cubra todo el territorio de la Comunidad, u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional, con una cobertura mínima de 1.000.000 euros por reclamación de daños, y un total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones; o
- c) una combinación tal de capital inicial y seguro de responsabilidad civil profesional que dé lugar a un nivel de cobertura equivalente al de las letras a) o b).

Las cantidades mencionadas en el presente apartado serán revisadas periódicamente por la Comisión para tener en cuenta los cambios en el índice europeo de precios al consumo publicado por Eurostat, realizándose las adaptaciones en el

(1) DO L».

mismo sentido y al mismo tiempo que las que se realicen en virtud del apartado 7 del artículo 4 de la Directiva 2002/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002, sobre la mediación en los seguros (2).

4 ter. Cuando una empresa de inversión de las contempladas en la letra c) del punto 2 del artículo 2 esté registrada asimismo con arreglo a la Directiva 2002/92/CE, tendrá que cumplir el requisito establecido en el apartado 3 del artículo 4 de dicha Directiva y, además, tendrá que tener:

- a) un capital inicial de 25.000 euros; o
- b) un seguro de responsabilidad civil profesional que cubra todo el territorio de la Comunidad, u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional, con una cobertura mínima de 500.000 euros por reclamación de daños, y un total de 750.000 euros anuales para todas las reclamaciones; o
- c) una combinación tal de capital inicial y seguro de responsabilidad civil profesional que dé lugar a un nivel de cobertura equivalente al de las letras a) o b).

Artículo 68. Modificación de la Directiva 2000/12/CE

El anexo I de la Directiva 2000/12/CE queda modificado como sigue:

Al final del anexo I se añade la siguiente frase:

«Cuando los servicios y actividades previstos en las secciones A y B del Anexo I de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de..., sobre mercados de instrumentos financieros (3) se refieran a instrumentos financieros previstos en la sección C del Anexo I de dicha Directiva, estarán sujetos al reconocimiento mutuo de conformidad con la presente Directiva.

Artículo 69. Derogación de la Directiva 93/22/CEE

Queda derogada la Directiva 93/22/CEE con efectos a partir del 30 de abril de 2006. Las referencias a la Directiva 93/22/CEE se entenderán hechas a la presente Directiva. Las referencias a un término definido en la Directiva 93/22/CEE o a alguno de sus artículos se entenderán hechas al término equivalente definido en la presente Directiva o a su correspondiente artículo.

Artículo 70. Incorporación al Derecho nacional

Los Estados miembros adoptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva, a más tar-

(2) DO L 9 de 15.1.2003, p. 3».

(3) DO L».

dar el 30 de abril de 2006. Informarán de ello inmediatamente a la Comisión.

Cuando los Estados miembros adopten dichas disposiciones, éstas incluirán una referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros establecerán las modalidades de la mencionada referencia.

Artículo 71. Disposiciones transitorias

1. Se considerará que las empresas de inversión que ya antes del 30 de abril de 2006 estén autorizadas en sus Estados miembros de origen a prestar servicios de inversión están autorizadas a los fines de la presente Directiva siempre que la legislación de dichos Estados miembros prevea que para realizar ese tipo de actividades deben cumplirse condiciones equiparables a las estipuladas en los artículos 9 a 14.

2. Se considerará que el mercado regulado o el gestor del mercado que ya antes del 30 de abril de 2006 esté autorizado en su Estado miembro de origen está autorizado a los fines de la presente Directiva siempre que la legislación de dicho Estado miembro prevea que el mercado regulado o el gestor del mercado (según sea el caso) debe cumplir condiciones equiparables a las estipuladas en el título III.

3. Se considerará que los agentes vinculados que ya antes del 30 de abril de 2006 estén inscritos en un registro público están registrados a los fines de la presente Directiva siempre que la legislación de dichos Estados miembros prevea que los agentes vinculados deben cumplir condiciones equiparables a las estipuladas en el artículo 23.

4. Se considerará que la información comunicada antes del 30 de abril de 2006 a efectos de los artículos 17, 18 ó 30 de la Directiva 93/22/CEE ha sido comunicada a efectos de los artículos 31 y 32 de la presente Directiva.

5. Todo sistema que se incluya en la definición de un SMN operado por un gestor de un mercado regulado deberá estar autorizado como SMN a petición del gestor de un mercado regulado siempre que responda a normas equivalentes a las exigidas por la presente Directiva para la autorización y operación de un SMN y siempre que la petición en cuestión se presente a más tardar el 30 de octubre de 2007.

6. Las empresas de inversión estarán autorizadas a continuar considerando como tales a los clientes profesionales existentes siempre que esta categoría haya sido otorgada por la empresa de inversión sobre la base de una evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente que procure una garantía razonable, a la luz de la naturaleza de las transacciones o servicios previstos, de que éste es capaz de adoptar sus propias decisiones de inversión y de comprender los riesgos que puedan derivarse. Estas empresas de inversión informarán a sus clientes acerca de las condiciones establecidas en la presente Directiva para la categorización de clientes.

Artículo 72. Entrada en vigor

La presente Directiva entrará en vigor el día de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Artículo 73. Destinatarios

Los destinatarios de la presente Directiva son los Estados miembros.

ANEXO I

Lista de servicios, actividades e instrumentos financieros

Sección A. Servicios y actividades de inversión

- (1) Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.
- (2) Ejecución de órdenes por cuenta de clientes.
- (3) Negociación por cuenta propia.
- (4) Gestión de carteras.
- (5) Asesoramiento en materia de inversión.
- (6) Aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme.
- (7) Colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme.
- (8) Gestión de sistemas de negociación multilateral.

Sección B. Servicios auxiliares

- (1) Administración y custodia de instrumentos financieros por cuenta de clientes, incluidos la custodia y servicios conexos como la gestión de tesorería y de garantías.
- (2) Concesión de créditos o préstamos a un inversor para permitirle la realización de una operación en uno o varios instrumentos financieros, cuando la empresa que concede el crédito o préstamo participa en la operación.
- (3) Asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas.
- (4) Servicios de cambio de divisas cuando éstos estén relacionados con la prestación de servicios de inversión.
- (5) Informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones en instrumentos financieros.

(6) Servicios relacionados con el aseguramiento.

(7) Los servicios y actividades de inversión, así como los servicios auxiliares del tipo incluido en la Sección A o B del Anexo I relativos al subyacente de los derivados incluidos en la Sección C, puntos 5, 6, 7 y 10, cuando éstos se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o de servicios auxiliares.

Sección C. Instrumentos financieros

(1) Valores negociables.

(2) Instrumentos del mercado monetario.

(3) Participaciones de organismos de inversión colectiva.

(4) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo.

(5) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato).

(6) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps») y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN.

(7) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la Sección C y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

(8) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito.

(9) Contratos financieros por diferencias.

(10) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o

a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

ANEXO II

Clientes profesionales a los efectos de la presente directiva

Cliente profesional es todo cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones.

Para ser considerado cliente profesional, el cliente debe cumplir los siguientes criterios:

I. Categorías de clientes que se consideran profesionales

Los siguientes clientes deben considerarse profesionales para todos los servicios y actividades de inversión e instrumentos financieros a los efectos de la Directiva.

(1) Entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros. Debe entenderse que la siguiente lista incluye todas las entidades autorizadas que desarrollan las actividades características de las entidades mencionadas: entidades autorizadas por un Estado miembro conforme a una directiva, entidades autorizadas o reguladas por un Estado miembro sin referencia a una directiva, y entidades autorizadas o reguladas por un Estado no miembro:

- a) Entidades de crédito.
- b) Empresas de inversión.
- c) Otras entidades financieras autorizadas o reguladas.
- d) Compañías de seguros.
- e) Organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión.
- f) Fondos de pensiones y sus sociedades de gestión.
- g) Operadores en materias primas y en derivados de materias primas.
- h) Operadores que contratan en nombre propio.
- i) Otros inversores institucionales.

(2) Grandes empresas que, a escala individual, cumplan dos de los siguientes requisitos de tamaño de la empresa:

- total del balance: 20.000.000 de euros;
- volumen de negocios neto: 40.000.000 de euros;
- fondos propios: 2.000.000 de euros.

(3) Gobiernos nacionales y regionales, organismos públicos que gestionan la deuda pública, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Banco Mundial, el FMI, el BCE, el BEI y otras organizaciones internacionales similares.

(3 bis) Otros inversores institucionales cuya actividad como empresa es invertir en instrumentos financieros, incluidas las entidades dedicadas a la titularización de activos u otras transacciones de financiación.

Se considera que las entidades mencionadas anteriormente son profesionales. Sin embargo, debe permitírseles solicitar un trato no profesional, y las empresas de inversión pueden acordar conceder un nivel de protección más alto. Cuando el cliente de una empresa de inversión sea una empresa en el sentido antes mencionado, la empresa de inversión debe informarle, antes de prestar servicio alguno, de que, en base a la información de que dispone, se le considera un cliente profesional, y de que se le tratará como tal a menos que la empresa y el cliente acuerden otra cosa. La empresa debe también informar al cliente de que puede pedir una modificación de las condiciones del acuerdo para obtener un mayor grado de protección.

Corresponde al cliente reputado profesional solicitar un mayor nivel de protección cuando considere que no está en condiciones de valorar o gestionar correctamente los riesgos a los que se expone.

Se concederá este mayor nivel de protección cuando un cliente reputado profesional celebre con la empresa de inversión un acuerdo por escrito que estipule que no será tratado como profesional a efectos del régimen de conducta aplicable. El acuerdo debe precisar los servicios, operaciones o tipos de productos u operaciones a los que se aplica.

II. Clientes que pueden ser tratados como profesionales si así lo solicitan

II.1. Criterios de identificación

Ciertos clientes distintos de los mencionados en la sección I, entre los que se incluyen los organismos del sector público y los inversores minoristas, pueden también estar autorizados a renunciar a parte de la protección que les ofrecen las normas de conducta de las empresas de inversión.

Las empresas de inversión deben, pues, estar autorizadas a tratar como profesionales a cualquiera de dichos clientes, siempre que se respeten los criterios pertinentes y el procedimiento mencionado a continuación. Sin embargo, no debe

considerarse que estos clientes poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a los de las categorías enumeradas en la sección I.

Esta renuncia a la protección que conceden las normas de conducta solamente se considerará válida si la empresa de inversión efectúa una evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente que le ofrezca garantías razonables, a la vista de la naturaleza de las operaciones o de los servicios previstos, de que el cliente es capaz de tomar sus propias decisiones en materia de inversión y de comprender los riesgos en que incurre.

El criterio de idoneidad aplicado a los directivos y gestores de las entidades autorizadas conforme a las directivas del ámbito financiero podría considerarse un ejemplo de la evaluación de la experiencia y los conocimientos. En el caso de las pequeñas entidades, la evaluación debe efectuarse sobre la persona autorizada a realizar operaciones en nombre de éstas.

En el marco de la evaluación antes citada debe comprobarse que se cumplen, como mínimo, dos de los siguientes criterios:

- que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;

- que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500.000 euros;

- que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos.

II.2. Procedimiento

Los clientes antes definidos solamente podrán renunciar a la protección de las normas de conducta si observan el siguiente procedimiento:

- deben declarar por escrito a la empresa de inversión que desean ser tratados como clientes profesionales, ya sea en todo momento o con respecto a un servicio de inversión o a una operación determinada, o a un tipo de operación o producto;

- la empresa de inversión debe advertirles claramente por escrito acerca de las protecciones y de los derechos de indemnización de los que pueden quedar privados;

- deben declarar por escrito, en un documento separado del contrato, que son conscientes de las consecuencias de su renuncia a esas protecciones.

Antes de decidir si aceptan la solicitud de renuncia, las empresas de inversión estarán obligadas a adoptar todas las medidas razonables para asegurarse de que el cliente que

pide ser tratado como cliente profesional cumple los requisitos expuestos anteriormente en la sección II.1.

Con respecto a los clientes ya clasificados como profesionales con arreglo a parámetros y procedimientos similares a los anteriores, no se prevé que sus relaciones con empresas de inversión resulten afectadas por posibles nuevas normas adoptadas de conformidad con el presente anexo.

Las empresas deben aplicar políticas y procedimientos internos adecuados, que deberán establecerse por escrito, para clasificar a los clientes. Corresponde a los clientes profesionales informar a la empresa de inversión de cualquier cambio que pudiera modificar su clasificación. Si la empresa de inversión tuviera conocimiento de que el cliente ha dejado de cumplir las condiciones para poder acogerse a un trato profesional, adoptará las medidas apropiadas.

COLABORADORES

ADARRAGA, Ramón. Es director de Coordinación Internacional de Bolsas y Mercados Españoles, director de las Unidades de Negocio de Difusión de Información y de Servicios profesionales de IT y Consultoría del Grupo BME, consejero delegado de Infobolsa SA y miembro del consejo de Visual Trader Systems. Ha desempeñado, a lo largo de nueve años (hasta noviembre de 2005), el cargo de secretario general del *European Capital Markets Institute* (ECMI) y es, actualmente, presidente del Comité de Trabajo de la Federación Europea de Mercados de Valores (FESE). Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE), ha colaborado con dicha institución en tareas docentes como profesor de Finanzas Europeas en el Programa Internacional de dicha Universidad y ha dirigido y participado en diversas conferencias, cursos y seminarios nacionales e internacionales.

CENTELLES, Fernando. En la actualidad es director general adjunto de MEFF. Previamente a su incorporación a MEFF en 1989, prestó sus servicios profesionales en Bank of America en España entre 1982 y 1989, y fue director de Mercado de Capitales para la unidad española de Bank of America. Es MBA por IESE y licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Comercial de Deusto.

FEITO MIRAGAYA, Antonio. Director del Departamento de Supervisión de SENAF. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales, especializado en sistema financiero español, por la Universidad Complutense de Madrid. Analista de inversiones del Banco Popular Industrial hasta 1985. Director de una oficina de La Caixa hasta 1986. Desde 1986 hasta 1999 ha ocupado diversos puestos de responsabilidad en las mesas de negociación de deuda pública de dos de los más importantes *brokers* españoles, si bien desde 1990 hasta 1992 fue director del Departamento de Servicios Financieros del Banco Hipotecario de España.

HERNANI BURZACO, Javier. Nació en Bilbao en 1963. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Comercial de Deusto. Máster en Estudios Europeos, rama Economía, por el Colegio de Europa de Brujas (Bélgica). Máster en Gestión Avanzada (MEGA) por la Universidad Comercial de Deusto. Curso de doctorado en la Universidad Comercial de Deusto. Ha sido adjunto al director general de Prefabricados Metálicos Umaran, S.A., consultor sobre el sector financiero europeo en Coopers & Lybrand Bruselas, director financiero y de negocio de NORBOLSA S.V.B., subdirector general de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao y director financiero de Bolsas y Mercados Españoles S.A.

NARVÁEZ SERVETO, José María. Profesor mercantil por la Escuela Profesional de Comercio de Sevilla. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid. Durante siete años (1965-1972) trabajó en distintas dependencias del Banco Exterior de España. En 1972 ingresó como técnico en el Banco de España. Ha trabajado en el Servicio de Estudios y en la Oficina de Operaciones. Ha sido coordinador de las áreas de mercado monetario, Bolsa y deuda pública de la Oficina de Operaciones; subjefe de Operaciones responsable de deuda pública, y consejero delegado de la Promotora para la Sociedad de Ges-

tión de los Sistemas Españoles de Liquidación S.A. Actualmente es consejero delegado de IBERCLEAR (Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.).

OÑA NAVARRO, Francisco de. Economista. Ha desarrollado su actividad profesional en los campos de análisis económico y financiero, consultoría en finanzas corporativas, gestión de carteras de renta fija y variable, generación de nuevos productos financieros, organización y estructuras de mercados, y en las áreas nacionales e internacionales de la tesorería y el mercado de capitales. Desde 1986 hasta 1995 desarrolló su actividad profesional en el Banco Santander, en el que fue director ejecutivo del Área de Mercados Financieros, subdirector de Tesorería y Mercado de Capitales, y director del Mercado de Capitales. Hasta 1986 fue subdirector del Departamento de Estudios Financieros de Gestión, Estudios e Inversiones de las Cajas de Ahorros (Gesinca, S.A.), y colaboró con el Servicio de Estudios Económicos de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Actualmente es presidente del Consejo de Administración de AIAF Mercado de Renta Fija y miembro del Comité de Coordinación de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

YZAGUIRRE SCHARFHAUSEN, Jorge. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid. Máster en Gestión Financiera y Análisis de Inversiones por la Universidad Complutense de Madrid. Profesor asociado en la Universidad Carlos III de las asignaturas Financiación Internacional y Sistema Financiero Español. Perteneciente a la plantilla de profesores del Options and Futures Institute, Máster en Mercados Financieros CEU, Máster en Gestión de Carteras, Universidad de La Coruña, e Instituto de Empresa (Curso Superior de Gestión de Carteras). Autor de diversas publicaciones en revistas especializadas en el sector y coautor de un libro sobre el IBEX-35. Director del Departamento de Supervisión de la Sociedad de Bolsas, entidad encargada de gestionar el mercado electrónico de acciones español SIBE. Además es coordinador de la Comisión de Contratación y Supervisión de las Bolsas Españolas, miembro del Comité de Coordinación de Bolsas y Mercados Españoles y Chairman del FTSE Latibex Index Committee, índice oficial del mercado Latibex de valores latinoamericanos cotizados en euros.

ZOIDO MARTÍNEZ, Antonio J. Nació en Zafra (Badajoz) en 1944. Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Financial Management, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge. Director general a cargo de la División Internacional en Banco Hispano Americano desde 1984 hasta 1987. Director general a cargo de la División de Tesorería y Mercado de Capitales en el Banco Hispano Americano desde 1987 hasta 1990. Es miembro del Consejo de Administración de las siguientes instituciones: BME, Bolsas y Mercados Españoles (presidente), Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid (presidente), Santander Consumer Finance (consejero), Santander Investment Bolsa Sociedad de Valores S.A. (presidente), ECMI-European Capital Markets Institute (presidente), WFE, Federación Mundial de Bolsas de Valores, (consejero) y OMEL, Operador del Mercado Ibérico de Energía Polo Español, S.A. (consejero).

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

BANCAJA (Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante). Castellón.
BBK (Bilbao Bizkaia Kutxa). Bilbao.
CAI (Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón). Zaragoza.
CAIXA CATALUNYA (Caixa d'Estalvis de Catalunya). Barcelona.
CAIXA GALICIA (Caja de Ahorros de Galicia). La Coruña.
CAIXA DE GIRONA (Caixa d'Estalvis de Girona). Gerona.
CAIXA LAIETANA (Caixa d'Estalvis Laietana). Mataró (Barcelona).
CAIXA DE MANLLEU (Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu). Manlleu (Barcelona).
CAIXA MANRESA (Caixa d'Estalvis de Manresa). Manresa (Barcelona).
CAIXA PENEDÈS (Caixa d'Estalvis del Penedès). Vilafranca del Penedès (Barcelona).
CAIXA DE SABADELL (Caixa d'Estalvis de Sabadell). Sabadell (Barcelona).
CAIXA TARRAGONA (Caixa d'Estalvis de Tarragona). Tarragona.
CAIXA TERRASSA (Caixa d'Estalvis de Terrassa). Terrasa (Barcelona).
CAIXANOVA (Caja de Ahorros de Vigo, Ourense e Pontevedra). Vigo (Pontevedra).
CAJASTUR (Caja de Ahorros de Asturias). Oviedo.
CAJA DE ÁVILA (Caja de Ahorros de Ávila). Ávila.
CAJA DE BADAJOZ (M.P. y Caja General de Ahorros de Badajoz). Badajoz.
CAJA DE BURGOS (Caja de Ahorros Municipal de Burgos). Burgos.
CAJA CANARIAS (Caja General de Ahorros de Canarias). Santa Cruz de Tenerife.
CAJA CANTABRIA (Caja de Ahorros de Santander y Cantabria). Santander.
CCM-CAJA CASTILLA LA MANCHA (Caja de Ahorros de Castilla La Mancha). Cuenca.
CAJA CÍRCULO (Caja de Ahorros y M. P. del Círculo Católico de Obreros de Burgos). Burgos.
CAJA DUERO (Caja de Ahorros de Salamanca y Soria). Salamanca.
CAJA ESPAÑA (Caja España de Inversiones, C.A. y M.P.). León.
CAJA DE EXTREMADURA (Caja de Ahorros y M.P. de Extremadura). Cáceres.
CAJA DE GUADALAJARA (Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara). Guadalajara.
CAJA DE JAÉN (Caja Provincial de Ahorros de Jaén). Jaén.
CAJA MADRID (Caja de Ahorros y M. P. de Madrid). Madrid.
CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo). Alicante.
CAJA MURCIA (Caja de Ahorros de Murcia). Murcia.
CAJA NAVARRA (Caja de Ahorros y M.P. de Navarra). Pamplona.
CAIXA ONTINYENT (Caja de Ahorros y M.P. de Ontinyent). Ontinyent (Valencia).
CAJA RIOJA (Caja de Ahorros de La Rioja). Logroño.
CAJA SAN FERNANDO (Caja de Ahorros San Fernando de Sevilla y Jerez). Sevilla.
CAJA SEGOVIA (Caja de Ahorros y M.P. de Segovia). Segovia.
CAJA SUR (Caja de Ahorros y M.P. de Córdoba). Córdoba.
COLONYA CAIXA POLLENÇA (Caja de Ahorros de Pollença). Pollença (Islas Baleares).
EL MONTE (M.P. y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla). Sevilla.
IBERCAJA (Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y La Rioja). Zaragoza.
LA CAIXA (Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona). Barcelona.
LA CAJA DE CANARIAS (Caja Insular de Ahorros de Canarias). Las Palmas de Gran Canaria.
LA GENERAL (Caja General de Ahorros de Granada). Granada.
KUTXA (Caja de Ahorros y M.P. de Gipuzkoa y San Sebastián). San Sebastián.
SA NOSTRA (Caja de Ahorros y M.P. de las Baleares). Palma de Mallorca.
UNICAJA (M.P. y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera). Málaga.
VITAL (Caja de Ahorros de Vitoria y Álava). Vitoria.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 104. Transformación demográfica: Raíces y consecuencias

N.º 105/106. Historia de las cajas de ahorros. Nuevas perspectivas

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

N.º 83. Competencia y eficiencia en el sector bancario

N.º 84. Exclusión financiera

PANORAMA SOCIAL

N.º 1. España 2005: Debates y procesos sociales

N.º 2. Dependencia y autonomía personal: Dilemas y compromisos

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

N.º 21. La Raya Ibérica. Centro-Sur

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 188. El ahorro en horas bajas

N.º 189. Presupuesto, crecimiento y estabilidad

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

ENSAYOS

EN INTERNET: <http://www.funcas.es/>

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81
suscrip@funcas.es

AÑO 2005

Deseo suscribirme a:

	Euros	
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i>	53,00	
Números sueltos	17,00	
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>	46,00	
Números sueltos	17,00	
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i>	64,00	
Números sueltos	13,00	
<input type="checkbox"/> <i>Panorama Social</i> (dos números)	25,00	
<input type="checkbox"/> <i>Panorama Social</i> (tres números)	35,00	
Números sueltos	15,00	
<input type="checkbox"/> <i>Estudios de la Fundación</i> (un ejemplar).....	13,00	
<input type="checkbox"/> <i>Ensayos</i> (un ejemplar).....	20,00	
<i>Economía y Economistas Españoles</i> <input type="checkbox"/> 8 tomos	198,57	(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

Contra reembolso del primer envío Giro postal Núm. Cheque bancario

Nombre o razón social

Profesión, Actividad o Departamento

Domicilio Teléfono

Ciudad C.P. Provincia o país

Fecha

Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará
LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre
en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello. 

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96

UNA INTRODUCCIÓN A BME

Antonio J. Zoido

En el primer artículo, el presidente del Grupo *Bolsas y Mercados Españoles (BME)*, Antonio Zoido, muestra las claves de la razón de ser que justifica la creación de Bolsas y Mercados Españoles en el marco del mercado de valores y del sistema financiero español.

Para ello, el autor enumera los factores que originan la creación de BME. Con este fin, en el artículo se analizan las transformaciones de los mercados de valores en los últimos años; y es que, según el autor, en los últimos veinte años hemos asistido a una transformación profunda y sin precedentes en los mercados financieros mundiales. El conocido fenómeno de la globalización, las nuevas tecnologías, el espectacular desarrollo de las bolsas de valores y la introducción del euro, han provocado una profunda transformación en el sector financiero mundial.

Fenómenos anejos a estos ya mencionados factores, son la cultura y la significación de los mercados de valores, ya que el crecimiento de los activos bursátiles, el número de empresas cotizadas, los volúmenes de contratación, el desarrollo de la cultura bursátil y, lo que es más importante, su trascendencia social, han experimentado un auge espectacular.

A pesar de que el marco de análisis es el sistema financiero español, se complementa su análisis con el marco de la Unión Económica y Monetaria y, más concretamente, del grupo de países que han adoptado como moneda común el euro. En este contexto, es importante mencionar la nueva legislación europea que afecta a los mercados bursátiles y la puesta marcha del Plan de Acción de Servicios Financieros en la Unión Europea, compuesto por más de 40 medidas que tratan de armonizar la normativa financiera y su repercusión en los mercados de valores. A este Plan hay que añadir la creación por la Comisión Europea del denominado Comité de Sabios; este Comité insiste en los beneficios derivados de la integración de los mercados de capitales y servicios financieros en Europa, destacando que permitirá una mejor asignación de capitales en la economía europea.

En este entorno, el artículo describe cómo las Bolsas modifican su modelo de mercado dada la necesidad de racionalizar la industria de valores, dar respuesta a las nuevas demandas de los inversores e intermediarios y ofrecer menores costes de transacción por lo que los mercados de valores aprovecharon la década de los 90 para consolidar nuevos modelos de mercado.

Posteriormente, se habla ya más concretamente sobre el caso español, del reflejo que la Bolsa es de la modernizada economía española, de las profundas transformaciones del mercado de valores español en los últimos veinte años (como la de 1974; cuando se producen los primeros compases de modernización, con la implantación del llamado Nuevo Sistema de Liquidación y Compensación de Operaciones, la de 1977; cuando se constituye la Comisión para el Estudio de la Reforma del Mercado de Valores o la importante reforma acaecida con la Ley del Mercado de Valores de 1988), y ya más recientemente, de la constitución de BME como un paso importante que permite al mercado español colocarse en una posición muy sólida ante la competencia internacional, a la vez que se convierte, por tamaño y capacidad de prestación de servicios, en árbitro de las opciones estratégicas en liza en Europa. En realidad, Bolsas y Mercados Españoles se constituye como la sociedad que integra todos los mercados de valores y sistemas financieros en España.

BME soporta el atractivo inversor de la economía y las principales empresas españolas de cara al capital extranjero de tal forma que un aspecto capital de la función de BME es su capacidad para proporcionar financiación a la economía.

En el artículo se manifiesta que se ha creado una compañía fuerte, dinámica y eficiente, al servicio de los accionistas, miembros y clientes y se va a convertir en un ejemplo de innovación, fortaleza y capacidad para enfrentarse a los más importantes gestores mundiales de mercados financieros. Con la creación de BME, la agrupación de todas las fases de la contratación y registro, compensación y liquidación de valores ofrece claras potencialidades de un mayor aprovechamiento y coordinación de los recursos que permiten una racionalización de los servicios y una reducción de costes. Atendiendo a su tamaño, Bolsas y Mercados Españoles se sitúa, por volúmenes negociados, entre los cuatro primeros mercados de valores europeos con la estructura más equilibrada entre acciones, renta fija y derivados. La creación de nuevos productos, la inversión en tecnología, el impulso a los servicios financieros, el fomento de la inversión, la promoción de sus diferentes filiales o la formación a la comunidad inversora se constituyen como ejes de actuación de BME. En definitiva, BME se centra en la consecución de sus objetivos de proyecto empresarial y de obtención de la mayor rentabilidad para sus accionistas.

Por último, el autor señala cuales son los principales objetivos de BME a raíz de los retos que la compañía enfrenta en el futuro.

MARCO FINANCIERO

Javier Hernani

Dentro de este artículo se describen brevemente las diferentes áreas de negocio de BME (Renta Variable, Derivados, Renta Fija, Compensación y Liquidación, Difusión de Información, y Soluciones Tecnológicas y Servicios) para después hacer una descripción detallada de la situación financiera del Grupo.

En cuanto a la *Renta Variable* se destaca que ésta se contrata a través de las cuatro Bolsas españolas y está soportada informáticamente por la plataforma electrónica de negociación SIBE. Asimismo, se afirma que el mercado español ha pasado de ser básicamente local a otro plenamente competitivo a escala internacional. Además, se destaca el papel fundamental para el desarrollo de renta variable la función del índice IBEX 35[®] como índice de referencia y se destaca igualmente el mercado Latibex, como el único mercado internacional sólo para valores latinoamericanos.

En el apartado de *Derivados* se habla de MEFF (cuya plataforma electrónica es S/mart), que comercializa futuros y opciones cuyos subyacentes están referenciados a activos individuales, al índice IBEX 35[®] y a diferentes índices bursátiles europeos, así como de las eficaces herramientas para la gestión del riesgo de las que se dispone. Igualmente se destaca el papel de MEFF-CLEAR como cámara de contrapartida central.

La *Renta Fija* integra uno de los mercados organizados de Deuda Corporativa más dinámicos de Europa, AIAF. Por otra parte, la plataforma electrónica para la negociación de Deuda Pública, SENAF, concentra, además, la práctica totalidad de la negociación de repos por procedimientos electrónicos y ha incorporado recientemente la negociación de Letras del Tesoro y switches.

En *Compensación y Liquidación*, se habla de IBERCLEAR que presta en este campo un servicio de óptima calidad a los participantes y emisores, con uno de los precios más competitivos de Europa.

En el campo de la *Difusión de Información*, se señala que BME garantiza la distribución puntual y pormenorizada de los datos de todos sus mercados, y además cuenta con las compañías Infobolsa y Databolsa.

Todas estas áreas de negocio mencionadas de BME fortalecen la situación financiera del Grupo, y durante el año 2004 se ha comenzado a reflejar el impacto positivo de las políticas de ahorro de costes y búsqueda de sinergias que se pusieron en marcha ya en el ejercicio 2003. De esta manera, unos Ingresos de Explotación de casi 200 millones, un 13 por 100 superiores al 2003, permiten alcanzar un EBITDA consolidado de 112.9 millones de euros, un 27 por 100 superior al del año precedente. Podemos concluir que las cifras de la cuenta de resultados demuestran que el ejercicio 2004 ha constituido un paso más en la dirección correcta: optimizar un modelo integrado que permite, por el lado de los costes una mayor contención y búsqueda de sinergias, y, por el lado de los ingresos, contar con una estructura diversificada capaz de otorgar a la compañía una mayor estabilidad en su generación de fondos.

BME se compara muy favorablemente con sus principales referentes sectoriales en todas las ratios que miden la eficiencia y rentabilidad de la empresa que se explicitan en esta parte.

CONTRATACIÓN DE RENTA VARIABLE

Jorge Yzaguirre Scharfhausen

En este capítulo se desarrolla la contratación de acciones, derechos de suscripción preferente, *warrants* y certificados. Este mercado, según el artículo de Jorge Yzaguirre, ha experimentado un crecimiento considerable en los últimos años:

La renta variable ha experimentado notables cambios en su modelo de mercado. Indudablemente, el contexto internacional (y europeo en particular) ha sido y sigue siendo un condicionante fundamental en la evolución de este mercado tanto en términos cuantitativos como cualitativos. Más recientemente, en este sentido, un marco de referencia clave es la recién aprobada *Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros* (MIFID), que influirá de forma decisiva en la evolución de los mercados de renta variable.

Mirando al pasado, el actual modelo de mercado de renta variable, en sus características básicas, es fruto de tal contexto armonizador en Europa, al que España no ha sido ajena. De forma general, este modelo de mercado se describe en este capítulo. Al mencionado modelo de mercado le avalan las cifras conseguidas por la renta variable en los últimos años en términos de efectivo negociado.

Como mercado específico de la renta variable española, se constituye en diciembre de 1999 el mercado Latibex, mercado de valores latinoamericanos que cotizan en euros. Este mercado se caracteriza porque en él cotizan (presencia de especialistas) y negocian valores cuyos mercados de origen están al otro lado del Atlántico con las normas de contratación, cánones y liquidación de la renta variable española. En este sentido, el mercado Latibex se constituye como un *punto único en Europa* que conecta el área euro con la realidad empresarial latinoamericana.

No podemos hablar de la renta variable española sin hacer mención al estandarizado que mejor representa esta línea de negocio, nos referimos al índice IBEX 35® como mejor indicador de tendencia de este mercado que sirve además como subyacente a significativos productos derivados.

De cara al futuro, la renta variable española enfrenta nuevos retos y desafíos condicionados sin duda por el entorno europeo y por el

cambiante panorama internacional. En este sentido, la renta variable se ve sin duda alguna beneficiada por el aprovechamiento de sinergias y la eficiencia que la constitución del Grupo BME implica.

CONTRATACIÓN DE PRODUCTOS DERIVADOS

Fernando Centelles

Fernando Centelles, en su artículo, primeramente justifica la existencia de los productos financieros derivados como una herramienta ágil y eficiente que facilita la gestión del riesgo: una forma intuitiva de eliminar ese riesgo es fijar a fecha de hoy las condiciones en las que se va a comprar o a vender el activo en una fecha futura, de tal manera que desaparezca la incertidumbre sobre el precio al que se va a realizar la operación. Además, señala Centelles, la segunda diferencia fundamental entre la contratación a plazo de forma directa o en un mercado organizado es la existencia de una cámara de compensación.

Posteriormente, se describe cual es el papel del mercado de este tipo de productos, MEFF. Como mercado, MEFF facilita el encuentro entre compradores y vendedores en las mejores condiciones para ambos. Además, en su función de cámara de compensación, MEFF se interpone en toda transacción entre comprador y vendedor asegurando el buen fin de la misma. De hecho, en el artículo se argumenta cómo se gestiona el riesgo de contrapartida a través de la liquidación diaria de pérdidas y ganancias que permite a la cámara reducir en gran medida el riesgo de crédito asumido, puesto que los participantes en el mercado no deben esperar a la fecha de vencimiento para hacer frente a las posibles pérdidas sino que lo van a hacer con carácter diario. Además, MEFF cuenta con una herramienta de gestión del riesgo adicional como son las garantías extraordinarias. Ésta y otras herramientas descritas en este capítulo permiten a MEFF llevar a cabo una gestión integral del riesgo de contrapartida que implica actuar como cámara de compensación en el mercado de productos derivados.

Una vez descrito el mercado, en el artículo se hace una descripción detallada de los principales productos negociados en este mercado: los futuros financieros y las opciones financieras. Finalmente, se acaba el capítulo haciendo una mención a la estrategia seguida durante el año 2004, así como sobre las perspectivas de futuro.

CONTRATACIÓN DE PRODUCTOS DE RENTA FIJA

**Francisco Oña
Antonio Feito**

AIAF Mercado de Renta Fija se ha consolidado en los últimos años como una sólida referencia en la industria financiera y como una de las principales fuentes de financiación de la economía privada. Tras haberse realizado las modificaciones legales necesarias y la práctica armonización fiscal respecto a otros activos, el Mercado de Renta Fija privada ha sabido responder con un servicio de calidad, con unos mecanismos que garantizan la transparencia y la liquidez de las emisiones, y con una ampliación permanente de la gama de activos y productos que se ofrecen a emisores e inversores, adecuados a las distintas necesidades de plazo, de estructura financiera y de riesgo crediticio.

AIAF Mercado de Renta Fija es un mercado secundario en el que se negocian títulos de renta fija, como son los pagarés de empresa, bonos, obligaciones, cédulas hipotecarias, bonos de titulización, participaciones preferentes, etc., que previamente han sido puestos en circulación por el emisor en el mercado primario y admitidas a cotización en él.

Tras describir el mercado, Francisco Oña hace una breve historia del mercado destacando los principales hitos en la historia de AIAF como mercado de renta fija; además, se describe cual es el actual organigrama de AIAF y se habla de los miembros de este mercado.

Los valores negociables en AIAF Mercado de Renta Fija son Pagares de Empresa, Bonos y Obligaciones, Activos de Titulización, Cédulas hipotecarias, Participaciones preferentes y Cédulas territoriales.

SENAF, Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros, es una plataforma electrónica de negociación de valores de Renta Fija así como de instrumentos financieros vinculados a estos valores y en general a tipos de interés. SENAF actúa dentro de un marco general que fija el Órgano Rector del Mercado de Deuda Pública, Banco de España, y bajo la tutela del Órgano de Supervisión, la CNMV.

Antonio Feito, en esta parte, describe el organigrama de SENAF en sus diferentes órganos (Consejo de Administración, Comisión de Vigilancia y Arbitraje, Departamento de Supervisión) así como los miembros y las diferentes categorías de los mismos.

Los valores e instrumentos financieros negociables son Bonos y Obligaciones del Estado, realizándose también los repos, que son operaciones que consisten en la compraventa de un valor con el compromiso de deshacerla en una fecha posterior y a un precio determinado de antemano, lo que permite invertir en Deuda Pública a plazos muy cortos.

Entre los objetivos de SENAF se destacan los de dar transparencia y seguridad al Mercado, contribuir a la eficiencia y liquidez del mercado, fomentar la estabilidad en la negociación con uno de los Sistemas más estables en el mercado europeo, favorecer la rapidez operativa y la conexión automática entre los diferentes Miembros, proporcionar un acceso sencillo a la negociación a través de los terminales y el SAPI (interfaz entre las entidades y SENAF), disminuir los costes asociados a la negociación así como dedicar la gran parte de sus recursos humanos a la constante ampliación de los instrumentos negociados, así como a la continua mejora del Sistema.

IBERCLEAR: EL DEPOSITARIO CENTRAL DE VALORES DE ESPAÑA

José María Narváez

IBERCLEAR es el Depositario Central de Valores de España y como tal es una parte esencial de la infraestructura del mercado financiero español, puesto que es el encargado de registrar de modo centralizado los valores admitidos a negociación en el Mercado Bursátil, en el Mercado de Valores Latinoamericanos en euros (Latibex), en AIAF Mercado de Renta Fija y en el Mercado de Deuda Pública. Asimismo, es la entidad encargada de compensar y liquidar las transacciones efectuadas con los valores de los Mercados antes mencionados. IBERCLEAR gestiona en la actualidad dos plataformas técnicas para el registro de los valores y para la compensación y liquidación de las transacciones llevadas a cabo en los cuatro Mercados antes mencionados. Por lo que se refiere a los Mercados Bursátiles —renta variable, renta fija bursátil y Latibex—, la *Plataforma SCLV* es la encargada de procesar los valores que se negocian en las Bolsas españolas. Por su parte, para el Mercado de Deuda Pública y para AIAF Mercado de Renta Fija, IBERCLEAR emplea la *Plataforma CADE*.

El artículo está dividido en tres partes. Comienza en su parte primera con la descripción general del sector de la post-contratación y los actores básicos del mismo. A continuación trata de explicar las diferencias entre la inversión en valores nacionales y la inversión transfronteriza.

Sobre esta base, la parte segunda pasa a describir sucintamente el debate europeo que sobre el sector de la compensación y liquidación de valores está teniendo lugar en Europa durante los últimos años. Tras esta descripción, se repasan tres Informes importantes para el sector aparecidos recientemente: El informe Giovannini, que describe las barreras actuales para la integración de la actividad de post-contratación en Europa. Los Estándares establecidos por el Banco Central Europeo y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) como previsible inicio de una regulación de la industria de compensación, liquidación y custodia de valores en el área euro. Por último, la Comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo por parte de la Comisión Europea sobre la compensación y liquidación de valores en Europa.

La tercera y última parte del artículo repasa las cuestiones nacionales de este sector, comenzando con una breve historia del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores S.A. y de la Central de Anotaciones del Banco de España, que han sido la base de la fusión sobre la que ha nacido IBERCLEAR. Dado el panorama de clara convergencia en las prácticas y usos de los sistemas de liquidación de valores europeos, se repasa a continuación algunas de las especificidades de los sistemas de IBERCLEAR. Seguidamente se detallan algunos de los proyectos y perspectivas de futuro de IBERCLEAR.

DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN Y BME CONSULTING

Ramón Adarraga

En este artículo, Ramón Adarraga hace un repaso de cómo ha evolucionado todo el sistema en general desde que un inversor quiere comprar/vender una orden hasta que se negocia, liquida y compensa. Desde los corredores de hace años a hoy en día, cuando un inversor particular puede colocar una orden en el mercado desde su casa a través de un PC conectado a internet. Todos estos cambios se deben a los sistemas de contratación electrónica, de difusión de información, de encaminamiento automatizado de órdenes, de *back office*, de control de riesgos y de registro, compensación y liquidación que han adoptado las bolsas en los últimos 20 años.

El cambio operado es tal que las bolsas se están convirtiendo, poco a poco, en auténticas empresas de IT en las que ya no hay corredores sino pantallas de ordenador, en las que los ingenieros y los técnicos informáticos se han convertido en una parte esencial de su personal.

Es por ello que la Bolsa española, al esfuerzo por constituirse en una fuente primaria de información, lo que de suyo implicaba desarrollar y difundir sus flujos de datos o *data feeds* en formatos procesables e integrables en las aplicaciones de los grandes proveedores de información para que éstos pudieran incluirlos en los productos que comercializaban, añadió el de crear sus propios redifusores que, compitiendo en condiciones de absoluta igualdad con aquéllos, comenzaron a comercializar servicios de información muy especializados en las necesidades de los intermediarios e inversores nacionales a bajo precio.

La estrategia de las bolsas y los mercados españoles (antes de manera separada y actualmente de forma coordinada dentro del grupo BME) en materia de información en tiempo real abarca, según se ha señalado anteriormente, tanto a la difusión primaria de información, como la prestación de servicios de información en régimen de redifusión. Además, Ramón Adarraga describe cual es el futuro de la Difusión de la Información a la luz de la Nueva Legislación Europea. La nueva legislación introduce un cambio de filosofía que afecta al régimen de los mercados y a la difusión y consolidación de la información, tanto de las operaciones sobre valores admitidos a cotización en un mercado regulado, como de la información que deben proporcionar las empresas emisoras. Según el autor, la combinación

del alto nivel tecnológico de Bolsas y Mercados Españoles, de su «Know How» y de la profesionalidad y preparación de sus recursos humanos permiten afrontar el futuro con optimismo y aspirar a consolidar e incluso incrementar su posición de liderazgo en un entorno tan extraordinariamente cambiante y competitivo como lo es el de la difusión de información financiera, en tiempo real, a escala internacional.

Por otro lado, en este artículo se describe la función y estructura de la compañía Bolsas y Mercados Españoles Consulting, que tiene una doble misión: por una parte convertirse en el vehículo a través del cual se pongan en valor los conocimientos que, sobre el diseño, organización y gestión de todos los procesos del ciclo de negocio de los mercados de capitales, han acumulado los profesionales del Grupo BME, así como las diferentes herramientas tecnológicas de soporte al mercado que las empresas del Grupo han desarrollado a lo largo de los últimos años. Por otra parte, contribuir al intercambio de *know how* con otros operadores de mercados y empresas de IT acerca de la tecnología que las bolsas están actualmente aplicando así como de las necesidades presentes y previsibles de los mercados financieros en materia tecnológica.

En definitiva, BME Consulting nace con la vocación de racionalizar, apoyar y dar soporte y continuidad a las actividades llevadas a cabo en ventitrés mercados internacionales por las diferentes

compañías que forman el Grupo BME. La compañía contribuye, así mismo, a crear nuevas oportunidades de negocio y a diversificar la oferta de servicios del Grupo, al tiempo que se constituye en un observatorio de las últimas tendencias internacionales en los mercados financieros.

Esta compañía se ha organizado en dos departamentos: un área de servicios IT (a cargo de la venta, adaptación y mantenimiento de los sistemas de soporte al mercado que Bolsas y Mercados españoles provee a terceros), y un área de Consultoría (a cargo del desarrollo de los proyectos de consultoría estratégica de la compañía y de la ejecución de programas de formación específicos dirigidos a clientes institucionales fuera de España). Los detalles de las tareas de ambos departamentos son especificados también en este artículo.

Como conclusión, se señala que en los próximos años el reto de BME Consulting será afianzarse como una de las consultoras líderes en el campo de los mercados de valores, al tiempo que contribuye a los resultados de BME a través de una actividad que diversifica las fuentes de ingresos y genera sinergias entre las empresas del Grupo. Para ello cuenta con una tecnología del más alto nivel y con los conocimientos de los numerosos profesionales que desarrollan sus carreras en el cuarto operador de mercados financieros en Europa. Con estas bases BME Consulting parte de una situación inmejorable para alcanzar las metas propuestas.

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

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

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

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

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

Pedidos e información:

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28

28013 Madrid

Teléfono: 91 596 54 81

Fax: 91 596 57 96

Correo electrónico: suscrip@funcas.es

P.V.P.: 17€ (IVA incluido)

ISSN8411329564



9 778411 329560