FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2006)

DIRECTOR
Guillermo de la Dehesa Romero

COORDINADOR-PONENTE
Francisco Javier Zapata Cirugeda

GRUPO DE TRABAJO
Gloria Hernández Aler
Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Alfredo Jiménez Fernández

PAPELES DE LA FUNDACIÓN
N.º 17

EDITA Fundación de Estudios Financieros
DISEÑO/MAQUETACIÓN Subiela / Nicolás García
IMPRIME Grafoffset, S.L.

ISBN-13: 978-84-611-1562-4
ISBN-10: 84-611-1562-7
D.L.: M-29.941-2006

ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO ____ 7

PRESENTACIÓN ____ 11

INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO ____ 13

Francisco Javier Zapata Cirugeda DIRECTOR ASESORÍA INSTITUCIONAL Y VICESECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN, BANCO POPULAR

Gloria Hernández Aler ABOGADO, CUATRECASAS ABOGADOS

Ramiro Martínez-Pardo del Valle CONSEJERO-DIRECTOR GENERAL, NORDKAPP

Alfredo Jiménez Fernández DIRECTOR DE ANÁLISIS Y ESTUDIOS, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

Justificación del presente trabajo. Objetivo estratégico del Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos ____ 15

- El Observatorio
- El objetivo de nuestro trabajo
- El Mercado Único, objetivo antiguo
- Nuevo objetivo estratégico

Deficiencias del PASF detectadas hasta la fecha ____ 18

- Aspectos estructurales susceptibles de mejora
  - El exceso de regulación producido por el PASF
  - Defectos de técnica legislativa
  - El elevado tiempo de concreción de las medidas de nivel 2 del procedimiento Lamfalussy
  - El escaso margen para la autorregulación
  - La escasa participación de la industria española

Ineficiencias en sectores específicos ____ 21

- Ineficiencias detectadas en materia de fondos de inversión
- La difícil situación de prestación de servicios transfronterizos en materia de banca minorista
- La liquidación y compensación de valores
- La regulación del Mercado Primario o de emisión de valores
- Crecimiento y eficiencia del mercado europeo de seguros

Los desafíos actuales del PASF ____ 24

- El desafío de la adecuada transposición, aplicación y supervisión de las medidas del PASF
  - Transposición de las directivas a los derechos nacionales
  - La importancia de la adecuada transposición de las Directivas en los distintos ordenamientos jurídicos

Los retos derivados de la adecuada transposición de las directivas
La MiFID
Directiva de Opas
Directiva de Transparencia
Directiva de Abuso de Mercado
Ámbito asegurador
Aplicación uniforme de las normas comunitarias. La comitología
La capacidad de supervisión en la Union Europea
La falta de regulación armonizada de aspectos identificados como esenciales para la consecución de los objetivos del PASF
Necesidad de abordar los aspectos fiscales
La armonización del Buen Gobierno Corporativo
La armonización de las normas de conducta
Las áreas de posible acción futura
La necesidad de abordar el dilema de la supervisión.
La dificultad de la integración de los mercados
La necesidad de una mayor cultura financiera
Los indicadores ____ 38
En relación con la integración financiera, para valorar la importancia relativa de los intermediarios y mercados financieros.
En relación con la actividad empresarial (indicadores microeconómicos), para evaluar la eficiencia en la asignación de capital desde los ahorradores hacia las inversiones productivas.
Indicadores macroeconómicos, para evaluar el impacto del mercado financiero integrado sobre el desarrollo económico.
Conclusiones del Observatorio ____ 40

RELACIÓN DE TRABAJOS APORTADOS AL OBSERVATORIO ____ 45

1 **La supervisión de valores en la Unión Europea** ____ 47
Gregorio Arranz Pumar ABOGADO. DESPACHO JONES DAY

2 **Mercados Primarios: ofertas públicas de venta o suscripción de valores y admisión a negociación de valores en Mercados Secundarios Oficiales** ____ 59
Francisco Javier Ruiz del Pozo SUBDIRECTOR MERCADOS PRIMARIOS. DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS E INVERSORES. CNMV

3 **La transparencia al servicio de los inversores** ____ 69
Antonio Cano Muñoz SUBDIRECTOR DE LA DIRECCIÓN DE INFORMES FINANCIEROS Y CONTABLES. MIEMBRO DEL GRUPO DE EXPERTOS SOBRE LA DIRECTIVA DE TRANSPARENCIA EN CESR. CNMV

4 **El papel de CESR en la interpretación de la Directiva de Abuso de Mercado. El nivel 3 del Modelo Lamfalussy** ____ 81
Galo Juan Sastre SUBDIRECTOR DE GOBIERNO CORPORATIVO, DIRECCIÓN DE INFORMES FINANCIEROS Y CONTABLES. CNMV

5 **Reflexiones para la reforma del régimen de Opas** ____ 91
Fundación de Estudios Financieros

6 **El nuevo entorno de negociación planteado por la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros** ____ 103
Enrique Alonso Alonso COORDINADOR DEL ÁREA DE MERCADOS DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS E INVERSORES. CNMV

7 **La MiFID: requisitos organizativos de las ESI y normas de protección a inversores** ____ 115
Sonia Martínez Camarena COORDINADORA DE AUTORIZACIÓN Y REGISTROS DE ENTIDADES DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE ENTIDADES. CNMV

8 **Los procesos de integración de los mercados bursátiles** ____ 127
Francisco Álvarez Molina PRESIDENTE DE ÉTICA SOLUCIONES FINANCIERAS

9 **Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación y liquidación de valores** ____ 139
Ignacio Gómez-Sancha Trueba EXPERTO DEL "LEGAL CERTAINTY PROJECT EXPERTS GROUP" DE LA CE. JEFE DE LA ASESORÍA JURÍDICA DE IBERCLEAR

10 **Nuevas normas que afectan a los analistas** ____ 163
Alfredo Jiménez Fernández DIRECTOR DE ANÁLISIS Y ESTUDIOS. FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

11 **El Plan de Acción de los Servicios Financieros y el sector bancario** ____ 169
María José Fernández González DIVISIÓN DE REGULACIÓN. DEPARTAMENTO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS DEL BANCO DE ESPAÑA
José Manuel Gómez de Miguel DIVISIÓN DE REGULACIÓN. DEPARTAMENTO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS DEL BANCO DE ESPAÑA

12 **La nueva Directiva de Adecuación de Capital** ____ 181
Iker Beraza Pérez SUBDIRECCIÓN GENERAL LEGISLACIÓN Y POLÍTICA FINANCIERA. DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA

13 **Plan de Acción de Servicios Financieros y prevención de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo** ____ 191
Jesús Mardomingo Cozas SOCIO. CUATRECASAS ABOGADOS

14 **La inversión colectiva en Europa. Retos y desafíos de la normativa vigente** ____ 205
Gloria Hernández Aler ABOGADO. CUATRECASAS

15 **El PASF y los seguros** ____ 217
Pilar González de Frutos PRESIDENTA DE UNESPA

16 **El Plan de Acción de Servicios Financieros** ____ 229
Inmaculada Riera i Reñé LANDWELL-PWC
Gema Moral LANDWELL-PWC

17 **Obstáculos fiscales al mercado único de capitales y servicios financieros europeo: 2003-2006** ____ 239
Luis Briones Fernández SOCIO. BAKER & MCKENZIE

18 **Remedios frente al incumplimiento de la transposición en el plazo o de forma adecuada por parte de los Estados miembros** ____ 249
Lourdes Ayala Muñoz ABOGADO SOCIO ARAOZ Y RUEDA
Francisco Javier Zapata Cirugeda DIRECTOR ASESORÍA INSTITUCIONAL Y VICESECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL BANCO POPULAR ESPAÑOL

EQUIPO DE TRABAJO

DIRECTOR

Guillermo de la Dehesa Romero
PRESIDENTE, AVIVA

COORDINADOR-PONENTE

Francisco Javier Zapata Cirugeda
DIRECTOR ASESORÍA INSTITUCIONAL Y
VICESECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN, BANCO POPULAR

GRUPO DE TRABAJO

Gloria Hernández Aler
ABOGADA, ASOCIADA AL ÁREA DE DERECHO BANCARIO, SEGUROS
E INSTITUCIONES FINANCIERAS, CUATRECASAS ABOGADOS

Ramiro Martínez-Pardo del Valle
CONSEJERO-DIRECTOR GENERAL, NORDKAPP

Alfredo Jiménez Fernández
DIRECTOR DE ANÁLISIS Y ESTUDIOS, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS
FINANCIEROS

GRUPO DE CONSULTA

José María Abril Pérez
DIRECTOR GENERAL BANCA MAYORISTA E INVERSIONES, BBVA

José Claudio Aranzadi Martínez
PRESIDENTE, BRAVOSOLUTION ESPAÑA
EX MINISTRO DE INDUSTRIA

Gregorio Arranz Pumar
ABOGADO, JONES DAY

Miguel Ángel Belloso Blázquez
VICEPRESIDENTE DEL CONSEJO EDITORIAL, DIARIO EXPANSIÓN
Y ACTUALIDAD ECONÓMICA

José Luis Blanco Ruiz
SOCIO, CUATRECASAS ABOGADOS

Luis Briones Fernández
SOCIO, BAKER & MCKENZIE

Rodrigo Buenaventura Canino
DIRECTOR DE RELACIONES INTERNACIONALES, CNMV

Luis de Carlos Beltrán
SOCIO, URÍA & MENÉNDEZ ABOGADOS

Marta de Castro Aparicio
SUBDIRECTORA GENERAL DE LEGISLACIÓN Y POLÍTICA FINANCIERA,
DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO

Luis Fernández de la Gándara
CATEDRÁTICO DE DERECHO MERCANTIL
SOCIO, GARRIGUES ABOGADOS

Manuel Gago Areces
PRESIDENTE, ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE DIRECTIVOS

Isabel Giménez Zuriaga
DIRECTORA GENERAL, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES
Y FINANCIEROS DE VALENCIA

Fernando Gómez-Bezares Pascual
DIRECTOR DEL DEPARTAMENTO DE FINANZAS Y MÉTODOS CUANTITATIVOS DE LA UNIVERSIDAD DE DEUSTO

José Manuel Gómez de Miguel
JEFE DE LA DIVISIÓN DE SUPERVISIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

Íñigo Gómez-Jordana Moya
SOCIO DIRECTOR DE ALLEN & OVERY

Pilar González de Frutos
PRESIDENTA, UNESPA

Juan Guitard
DIRECTOR GENERAL, VICESECRETARIO GENERAL Y DEL CONSEJO, SCH

Francesc Homs i Ferret
EX CONSELLER DE ECONOMÍA Y HACIENDA DE LA GENERALITAT DE CATALUNYA

Miguel Martín
PRESIDENTE DE LA AEB

José María Méndez Álvarez-Cedrón
SECRETARIO GENERAL, CECA

Emilio Ontiveros Baeza
CONSEJERO DELEGADO, ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES

José Pérez Fernández
PRESIDENTE, INTERMONEY

Jaime Pérez Renovales
SECRETARIO GENERAL Y DEL CONSEJO, BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO

Luis Ravina Bohórquez
DECANO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES, UNIVERSIDAD DE NAVARRA

Inmaculada Riera i Reñé
SECRETARIA DE INDUSTRIA, TRABAJO Y FINANZAS DE CIU

Inmaculada Rodríguez-Piñero Fernández
SECRETARÍA DE ECONOMÍA Y EMPLEO DEL PSOE

María Gracia Rubio
BAKER & MCKENZIE

COMITÉ DE SUPERVISIÓN

PRESIDENTE

Aldo Olcese Santonja
PRESIDENTE, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

MIEMBROS

Joaquín Almunia Amann
COMISARIO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y MONETARIOS, COMISIÓN EUROPEA

José María Alonso Puig
ABOGADO–SOCIO DIRECTOR GARRIGUES ABOGADOS

Miguel Arias Cañete
PORTAVOZ DE ECONOMÍA DEL GRUPO POPULAR EN EL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

Miguel Blesa de la Parra
PRESIDENTE, CAJA MADRID

Emilio Botín-Sanz de Sautuola
PRESIDENTE, GRUPO SANTANDER

Juan Costa Climent
PRESIDENTE, ERNST & YOUNG ABOGADOS
EX MINISTRO DE CIENCIA Y TECNOLOGÍA

Juan Manuel Eguiagaray Ucelay
DIRECTOR DEL LABORATORIO DE LA FUNDACIÓN ALTERNATIVAS
EX MINISTRO DE ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Y DE INDUSTRIA Y ENERGÍA

Francisco González Rodríguez
PRESIDENTE, BBVA

Enrique Goñi Beltrán de Garizorieta
DIRECTOR GENERAL, CAJA NAVARRA

Ernesto Mata López
CONSEJERO ADJUNTO AL PRESIDENTE, UNIÓN FENOSA
PRESIDENTE, APPLUS+

José Luis Méndez López
DIRECTOR GENERAL, CAIXA GALICIA

Javier Monzón de Cáceres
PRESIDENTE, INDRA

Tomás Muniesa Arantegui
DIRECTOR GENERAL A. EJECUTIVO, LA CAIXA

José Luis Olivas Martínez
PRESIDENTE, BANCAJA Y FUNDACIÓN BANCAJA

Mariano Rabadán Fornies
PRESIDENTE, INVERCO

Miguel Sebastián Gascón
DIRECTOR DE LA OFICINA ECONÓMICA DEL PRESIDENTE DEL GOBIERNO

Juan José Toribio Dávila
DIRECTOR, IESE (MADRID)

Juan Carlos Ureta Domingo
PRESIDENTE, RENTA 4

Rodrigo Uría Meruéndano
SOCIO DIRECTOR DEL BUFETE URÍA Y MENÉNDEZ

Raniero Vanni D'Archirafi
EX COMISARIO EUROPEO DE MERCADO INTERIOR
Y SERVICIOS FINANCIEROS

David Vegara Figueras
SECRETARIO DE ESTADO DE ECONOMÍA

Juan Velarde Fuertes
CONSEJERO DEL ÁREA DE ADMINISTRACIÓN ECONÓMICA DEL ESTADO,
TRIBUNAL DE CUENTAS

CONSULTORAS

José Luis Madariaga Gandarias
PRESIDENTE, PRICEWATERHOUSECOOPERS

John M. Scott
PRESIDENTE, KPMG

Carlos González Fernández
PRESIDENTE, DELOITTE & TOUCHE

Miguel de Oca Burguete
SOCIO DIRECTOR, BAIN & COMPANY ESPAÑA

Enrique de Leyva Pérez
SOCIO DIRECTOR, MCKINSEY & COMPANY

Carlos Trascasa Arbide
VICEPRESIDENTE SOCIO DIRECTOR, THE BOSTON CONSULTING GROUP

PRESENTACIÓN

Constituye para mí un motivo de satisfacción presentar esta obra que incluye los trabajos que por primera vez realiza el «Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos» de la Fundación de Estudios Financieros (FEF). Estos trabajos del Observatorio, parten del estudio que en junio de 2004 la Fundación publicó con el título *Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos*, que en dos volúmenes condensó, en aquel momento, una amplia revisión de la reforma encaminada a la integración de los servicios financieros en Europa.

La FEF, en cumplimiento de sus objetivos fundacionales, decidió mediante la creación de este Observatorio abordar con carácter periódico el seguimiento y la valoración del proceso de construcción del mercado único financiero europeo con la necesaria profundidad, seriedad y objetividad. Por ello, el objeto de este Observatorio que ahora presentamos es ofrecer a los patronos de la Fundación, a los reguladores y supervisores, empresarios, inversores, accionistas y agentes del mercado financiero en general, una opinión independiente de la reforma emprendida, con el ánimo de divulgarla y contribuir, de esta manera, al mejor funcionamiento de los mercados financieros europeos.

En esta primera edición se analizan las normas comunitarias emitidas y el estado de su transposición en los Estados miembros, se advierten de algunas deficiencias detectadas hasta ahora, se facilitan algunas recomendaciones, basadas en los trabajos de los autores de las contribuciones que conforman esta obra y, por último, se identifican una serie de indicadores que serán objeto de desarrollo y medición en ediciones futuras de este estudio.

El Observatorio, que se centra en el cumplimiento de los objetivos del Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF) cuya actividad debe extenderse al menos hasta el 2010, fecha fijada en el Libro Blanco para satisfacer las prioridades de la política financiera europea, permitirá a todos los que participan directa o indirectamente en el mercado realizar un seguimiento periódico y continuo sobre:

- La consolidación de la integración financiera.
- El incremento de la productividad y la competitividad de la economía europea.
- La influencia exterior de la Unión Europea.
- Los procesos de consulta sobre el desarrollo de normas abiertos por los reguladores y participar en ellos con nuevos datos y herramientas para evaluar su incidencia sobre la industria.

El trabajo que se presenta consta de dos partes: una primera que contiene el "Informe y conclusiones del Observatorio", y una segunda en la que aparecen diversos artículos en los que los colaboradores desarrollan temas que se consideran de especial relevancia dentro de la reforma emprendida. En esta ocasión han participado, en algunas colaboraciones de forma destacada, los propios técnicos que intervienen en las reuniones de los grupos de trabajo que desarrollan el PASF, así como otras personas que asisten a diversos foros comunitarios que reúnen a expertos en materias específicas vinculadas a la regulación europea de valores. A ellos en particular y a todos los que han participado de alguna manera en la elaboración de este estudio, quiero agradecerles desde aquí su aportación, dedicación, esfuerzo y apoyo a esta iniciativa de la FEF.

Entre las deficiencias detectadas hasta ahora me gustaría destacar la dificultad que ha tenido la concreción de la regulación comunitaria en algunas materias muy sensibles para los Estados miembros. Esta dificultad se resuelve mediante la búsqueda permanente

de consenso que se traduce en retrasos en la confección y aprobación de las normas y en la creación de un marco legal muy extenso y poco flexible de cara a los nuevos cambios que puedan venir en el futuro.

Dentro de los desafíos a los que se enfrenta el PASF en los próximos años merece la pena destacar dos temas que están todavía pendientes de resolver adecuadamente: la coordinación de los sistemas de compensación y liquidación de valores y la armonización fiscal. Ambas cuestiones son, sin lugar a dudas, difíciles de abordar pero constituyen importantes carencias de la regulación europea para lograr un mercado de capitales y servicios financieros competitivos.

No obstante, y a pesar de todas las dificultades, se ha conseguido un notable avance en el establecimiento de unas normas armonizadas por lo menos en lo que se refiere a las reglas básicas comunes o normas marco. Este esfuerzo sería inútil si cada uno de los Estados miembros no trasladara adecuadamente a sus legislaciones nacionales las Directivas comunitarias y las aplicaran con homogeneidad de criterios, de forma que los distintos supervisores nacionales dieran las mismas respuestas a cuestiones similares.

Evidentemente queda un largo camino por recorrer todavía, pero las premisas básicas ya se han establecido y pronto tienen que empezar a dar sus frutos. Precisamente la tarea de este Observatorio no se va a limitar a la comprobación de la correcta transposición y armonización de las normas financieras en la UE, sino que va a tratar, en ediciones futuras, de medir y valorar si el Plan de Acción de los Servicios Financieros consigue su objetivo final que no es otro que la consecución de un mercado único de los servicios financieros para favorecer el desarrollo económico europeo.

Desde la FEF esperamos sinceramente que el lector encuentre esta iniciativa constructiva, interesante y útil.

Aldo Olcese

PRESIDENTE DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO

GRUPO DE TRABAJO

Francisco Javier Zapata Cirugeda

DIRECTOR ASESORÍA INSTITUCIONAL

Y VICESECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN, BANCO POPULAR

Gloria Hernández Aler

ABOGADA, ASOCIADA AL ÁREA DE DERECHO BANCARIO, SEGUROS

E INSTITUCIONES FINANCIERAS, CUATRECASAS ABOGADOS

Ramiro Martínez-Pardo del Valle

CONSEJERO-DIRECTOR GENERAL, NORDKAPP

Alfredo Jiménez Fernández

DIRECTOR DE ANÁLISIS Y ESTUDIOS, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO

JUSTIFICACIÓN DEL PRESENTE TRABAJO. OBJETIVO ESTRATÉGICO DEL OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS

El Observatorio

En junio de 2004, la Fundación de Estudios Financieros (en adelante, la FEF[1]), publicó el *Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos* (2 vols.), en el que se abordaron los temas más relevantes para el futuro desarrollo del mercado europeo y del cumplimiento del Plan de Acción de Servicios Financieros (en adelante, PASF o «el Plan»[2]). En aquel momento, a un año de la fecha fijada para la formal conclusión del PASF, había transcurrido un tiempo suficiente para acometer un primer estudio de la dinámica de su desarrollo. Incluso, en el ámbito de los mercados de valores, se habían aprobado ya, siguiendo el Procedimiento Lamfalussy, algunas normas relevantes que fueron objeto de estudio en ese trabajo.

Hoy, habiendo considerado la Comisión Europea que el PASF se encuentra formalmente concluido, y con ello la primera etapa de la denominada Estrategia de Lisboa[3], la Fundación entiende que es oportuno acometer una revisión crítica de dicho Plan, mediante la creación de un Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos.

Los trabajos de este Observatorio parten del mencionado *Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos* pero difieren de él, en su extensión, en su planteamiento de partida, así como en su propia filosofía. Su sistemática es similar, ya que junto al trabajo de resumen y conclusiones, aparecen diversos artículos en los que los colaboradores del Observatorio estudian los temas que, por su relevancia, merecen un tratamiento singular. Estas colaboraciones se han elaborado, en muchos casos, por los propios técnicos que participan en las reuniones de los comités de trabajo que desarrollan el PASF, así como por otras personas que asisten a diversos foros comunitarios, lo que dota a esas colaboraciones de un particular interés como base para los trabajos y conclusiones de este Observatorio. El Observatorio recoge, de este modo, materias que, a nuestro juicio, son hoy enormemente relevantes y que habían sido recogidas con menor detalle en el trabajo anterior, como son los temas de la liquidación y compensación, o los movimientos de integración en los mercados que, a pesar de su vitalidad en estos últimos años, parecen muy lejos de su culminación. Hay otras materias que, por haber perdido relevancia o no presentar novedades importantes, no han sido recogidas en un capítulo singular.

El presente capítulo de «Informe y conclusiones del Observatorio» no es un resumen de los artículos que se incorporan más adelante en este libro, ni puede sustituir su lectura. Refleja las conclusiones que sus redac-

1 En el Anexo 1 de este informe se incluye un glosario de términos utilizados en este trabajo.

2 El PASF cuenta con una propia página web en el sitio web de la Comisión Europea (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm)

3 En marzo del 2000 el Consejo de Europa celebrado en Lisboa llegó a un importante pero difícil compromiso: hacer de la economía europea la más dinámica y competitiva del mundo en tan sólo diez años; este acuerdo se denominó la Estrategia de Lisboa.

tores consideran más adecuadas para el objetivo de este Observatorio, que no coinciden necesariamente ni recogen todas las conclusiones contenidas en los artículos de sus colaboradores.

El objetivo de nuestro trabajo

Fallaríamos en nuestro cometido si los trabajos del Observatorio se limitaran a la mera consideración de los distintos trámites cumplidos y los resultados normativos en los que éstos se han concretado. La finalidad de este estudio es tratar de evaluar si las actuaciones realizadas en el marco del Plan hasta la fecha están efectivamente coadyuvando al logro de los ambiciosos fines que él mismo definía.

Es evidente que todavía nos encontramos en una fecha temprana para evaluar si se han logrado los objetivos del PASF, ya que sólo ha transcurrido un año desde su conclusión formal. Sin embargo, el momento de acometer esta revisión inicial es, sin duda, idóneo toda vez que permitirá un seguimiento gradual de la consecución de sus objetivos. Para ello, el Observatorio ha identificado una serie de indicadores que harán posible verificar en el futuro tanto la consecución paulatina de los objetivos del PASF, como de su objetivo final, que no es otro que la consecución de un mercado único de servicios financieros que favorezca el desarrollo económico.

Con la finalidad de alcanzar en plazo los objetivos regulatorios del PASF, se ha producido una actividad legislativa en el ámbito comunitario muy intensa (el PASF se compone de 42 medidas legislativas de las que se ha aprobado ya un 93%). Lógicamente, esta frenética actividad normativa de los años precedentes ha producido una acumulación de normas que pudiera ser incluso contraproducente, si tales normas no redundaran en la obtención del objetivo final del PASF: la integración del mercado financiero para favorecer el desarrollo económico. Por lo tanto, resulta a todas luces fundamental comenzar la presente obra recordando qué es lo que persigue en última instancia el PASF pues el logro o no de esta finalidad es lo que el Observatorio pretende evaluar. Y este seguimiento por parte del Observatorio es importante porque el objetivo de la integración del mercado financiero no es nuevo.

El Mercado Único, objetivo antiguo

En efecto, el objetivo de crear un mercado único que permitiera la libre circulación de mercancías, personas, capitales y servicios y eliminara las fronteras entre los países miembros de la Unión Europea, se encontraba ya recogido en el Acta Única Europea de 1986, que fechaba su consecución en el año 1993. Se trata de un objetivo antiguo que, en el ámbito financiero, se concretaba en la eliminación de las barreras legales y burocráticas que impedían la libre prestación de servicios de ahorro e inversión y el libre establecimiento de las empresas que ofrecían estos servicios en cualquier Estado miembro, la generación de un mercado transfronterizo para los diferentes productos e instrumentos financieros, o la libre apelación al ahorro público por parte de los emisores. De esta forma, se favorecería la integración de los mercados europeos y su competitividad ante la creciente globalización de los mismos.

Por un sinfín de razones que tienen que ver con el largo proceso de aprobación de las Directivas, con los retrasos acumulados por los Estados miembros en su transposición, con los diferentes grados de exigencia en cada jurisdicción como resultado de que las Directivas sólo establecen niveles mínimos de regulación, con la falta de armonización fiscal o con la renuncia a dotar de normas de conducta homogéneas a los intermediarios financieros en sus relaciones con la clientela, el mercado único de servicios financieros no se alcanzó completamente en la fecha prevista, ni siquiera después.

En cualquier caso, la adopción de una moneda única europea en el año 1999 ha supuesto un impulso crucial para la consecución del mercado único de servicios financieros. Gracias a este acuerdo, se ha unificado la dirección de la política monetaria europea, se ha configurado un mercado de deuda concentrado con un elevado grado de liquidez, ha desaparecido el riesgo de cambio en las transacciones financieras y comerciales entre países de la zona euro y se ha creado una moneda fuerte en la que se concentran operaciones en los mercados de divisas, poniendo así los cimientos para que resulte favorecida la oferta de servicios financieros en el ámbito intracomunitario.

Nuevo objetivo estratégico

Al tiempo en que se daba este paso importante para la construcción del mercado único (la adopción del euro como moneda única europea), la Comisión Europea puso en marcha el PASF (mayo de 1999) que propone la aprobación de un conjunto de medidas a culminar antes de 2005, para alcanzar los siguientes objetivos:

· instaurar un mercado único de los servicios financieros al por mayor,
· hacer accesibles y seguros los mercados al por menor y
· reforzar las normas de control prudencial.

En definitiva, dichos objetivos buscan, de nuevo, el fin último de integrar los mercados de servicios financieros europeos. En esta ocasión, sin embargo, este fin de índole financiera se justifica en un objetivo estratégico ulterior, que se basa en la evidencia empírica y académica que destaca la importancia del desarrollo financiero como factor condicionante del crecimiento económico. El objetivo es alcanzar elevadas tasas de crecimiento y de creación de empleo en la Unión Europea.

Así, en las conclusiones del Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, se destaca esta idea bajo el epígrafe «Mercados financieros eficaces e integrados»:

«Los mercados financieros eficaces y transparentes alientan el crecimiento y el empleo mediante una mejor asignación del capital y una reducción de sus costes, por lo que son de vital importancia para la promoción de nuevas ideas, el apoyo a la cultura empresarial y el fomento del acceso a las nuevas tecnologías y su utilización. Es fundamental explotar el potencial del euro para aumentar la integración de los mercados financieros de la Unión».

En consecuencia, la construcción de un mercado de capitales y de servicios financieros integrado y eficiente aparece como un objetivo instrumental dirigido a alcanzar el objetivo estratégico de convertir la Unión Europea en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos y con mayor cohesión social. Se trata, en suma, de favorecer el crecimiento económico y la generación de empleo mediante la eficiencia, la competencia y el desarrollo financiero para otorgar a las empresas mejor acceso a la financiación de sus proyectos mediante deuda o recursos propios. Este es el verdadero objetivo.

Igualmente, el informe final del Comité de Sabios presidido por Alexandre Lamfalussy, presentado el 15 de febrero de 2001, ratificó el punto de partida del PASF. Según se expresa en el capítulo I del informe, un mercado financiero europeo integrado, en el que se reduzcan las trabas administrativas y el proteccionismo, producirá importantes beneficios al desarrollo económico europeo. Beneficios de carácter microeconómico —reducción de los costes de financiación, más eficiente asignación de capital desde los ahorradores hacia las inversiones productivas, mayor oferta de productos y, por tanto, más posibilidades de elección para los ahorradores, o menores costes de liquidación y compensación en las operaciones transfronterizas—; pero también de carácter macroeconómico —incremento de la productividad del capital y del trabajo, mayor crecimiento del producto interior bruto y de la creación de empleo—. El informe añade que los beneficios deben ser medidos y hechos públicos, porque así se incentivarán las reformas y el progreso.

Pues bien, en línea con los objetivos de este trabajo que pretende ser el punto de partida para conformar un Observatorio periódico de los avances obtenidos en el desarrollo del PASF y en la construcción del mercado único, y siguiendo las recomendaciones hechas por el Comité de Sabios, se ha constituido un grupo de trabajo que dé continuidad al Observatorio y que, mediante la identificación de un amplio y variado abanico de indicadores macro y micro, por un lado, y de carácter financiero, por otro, pueda evaluar los avances realizados y la efectividad de su impacto sobre el desarrollo económico y la creación de empleo. Las conclusiones de estos trabajos del Observatorio se harían públicas anualmente.

Se trata, inicialmente, de identificar los avances que el desarrollo del PASF ha producido en la integración del mercado financiero —eliminación de barreras para la libre actuación de los operadores del mercado y los

inversores—. Pero no sólo eso. Es preciso evaluar, además, si, aun habiendo alcanzado los objetivos de integración, se han producido ventajas para las empresas europeas y el desarrollo económico (indicadores macro y micro económicos).

Desde una perspectiva temporal, el presente Observatorio pretende extender sus revisiones periódicas hasta el año 2010, con el fin de incorporar a sus trabajos el estudio del cumplimiento de los objetivos relacionados en el Libro Blanco de política financiera en la UE (2005-2010)[4]; es decir, la segunda y última fase de la Estrategia de Lisboa. En efecto, pese a que el Libro Blanco da por concluido formalmente el PASF, al abrir una nueva etapa cuyo inicio coincide con la finalización del plazo de adopción de las medidas legislativas del Plan, el Libro Blanco constituye, en definitiva, su prolongación.

De esta forma, como resultado de una reflexión previa manifestada en el denominado Libro Verde (*Green Paper*) que se sometió a la consulta de la industria, el Libro Blanco establece las prioridades de la política financiera de la UE a partir de la conclusión formal del PASF, cuya consecución determinaría, en definitiva, su éxito. El Observatorio, por tanto, deberá contemplar en su evaluación el grado de cumplimiento de tales prioridades dirigidas a fortalecer la integración de servicios financieros en el mercado interior. Por orden de importancia, dichas prioridades son las siguientes:

· Consolidar la integración obtenida hasta la fecha centrándose en las fases de transposición y aplicación de la normativa vigente. Es interesante destacar que el Libro Blanco habla de consolidación dinámica, en el sentido de que se pretende tener en cuenta el debate y opinión de todos los participantes de la industria financiera.
· Seguir con un sistema de consultas transparentes y dar especial relevancia a las evaluaciones previas a la adopción de nueva normativa, tanto de Nivel 1 como de Nivel 2. Es decir, se trataría de consolidar el principio de «better regulation» en la adopción de nuevas medidas de carácter legislativo.
· Fomentar la convergencia en la supervisión. El intercambio de información y la cooperación entre reguladores se identifica como un objetivo primordial como consecuencia de la actividad y organización transfronteriza tanto de los intermediarios financieros, como de los productos por ellos comercializados.
· Crear mayor competencia entre los proveedores de servicios financieros para favorecer el mercado minorista.
· Extender la influencia exterior de la Unión Europea en el mercado global de capitales.

Resulta evidente que la consecución de las citadas prioridades determinaría, en definitiva, la conquista de los objetivos del PASF y del objetivo estratégico que este Observatorio ha identificado como su justificación última.

DEFICIENCIAS DEL PASF DETECTADAS HASTA LA FECHA

Aunque como ya se ha indicado con anterioridad nos encontramos en una fecha demasiado temprana para valorar, con la suficiente perspectiva, el adecuado funcionamiento del PASF, existen datos e indicios suficientes que nos muestran algunas ineficiencias al día de hoy que, de no superarse o resolverse, podrían lastrar todo el proceso o invalidar algunos de sus resultados.

Por una parte, existen aspectos estructurales del PASF que la industria y las propias instituciones europeas perciben como manifiestamente mejorables. Por otra, hay ineficiencias concretas que se ponen de relieve en sectores específicamente problemáticos. Para este segundo grupo de ineficiencias detectadas hasta la fecha, se proponen unos indicadores que permitan verificar, con carácter periódico, si los esfuerzos futuros por parte de las instituciones europeas y locales redundan en su mejora o erradicación.

Aspectos estructurales susceptibles de mejora

El exceso de regulación producido por el PASF

La enorme actividad normativa enmarcada dentro del PASF para su culminación en la fecha inicialmente prevista, ha ocasionado una importante acumulación de normas europeas. Es más, una buena parte de la industria estima que nos encontramos ante una situación de sobrerregulación.

4 El libro Blanco fue hecho público por la Comisión Europea en diciembre de 2005.

La gran «densidad regulatoria» que se ha producido en un corto período de tiempo ha supuesto elevados costes de adaptación a las nuevas normas y, como consecuencia de ello, un aumento de los riesgos de incumplimiento. La nueva regulación es tan extensa y novedosa que corre el riesgo de ser incumplida en ocasiones por el simple hecho de su desconocimiento.

Recordemos, a título de ejemplo, que sólo en el ámbito de los mercados de valores, tres Directivas de capital importancia se encuentran en plazo de transposición en los Estados miembros. En efecto, en el momento de prepararse el presente trabajo, la MiFID, la Directiva de Transparencia y la Directiva de Opas se encuentran en plazo de transposición. El esfuerzo regulatorio y de cumplimiento normativo por parte de los agentes financieros para adaptar su funcionamiento a tales Directivas será muy considerable. No menos cuantioso es el coste económico de implementación por parte de las entidades financieras de algunas Directivas. Así, la industria de valores ha cifrado en varios millones de euros el coste de las transformaciones de carácter material (aplicaciones informáticas, etc.) para hacer frente a las nuevas normas de mejor ejecución y pre/post transparencia contenidas en la MiFID.

Tal y como indica el Comité Económico y Social Europeo (en adelante, CESE) en su Dictamen del Libro Verde sobre la política para los servicios financieros (2001-2010), «es necesario estudiar y evaluar las iniciativas precedentes, y toda nueva iniciativa deberá llevarse a cabo con precaución y teniendo debidamente presentes los puntos de vista de los consumidores. Los análisis de costes y beneficios deberán pasar a ser automáticamente un componente integral de la nueva legislación».

En la misma dirección, las aportaciones recibidas del sector asegurador por el Observatorio señalan que, según su experiencia, la intensidad regulatoria no es necesariamente el camino para la consecución de los objetivos que el PASF se ha marcado. Su demanda es clara; abogan por una «pausa normativa». Por ejemplo, en relación con la Directiva sobre mediación, la industria considera que la regulación *per se* de las actividades transfronterizas y el desarrollo de la actividad financiera, no conduce ni mucho menos a una «euroglobalización» de los sectores. Lejos de ello, la consecuencia de alguna de estas iniciativas es una *plus-regulación* a la que ahora los Estados miembros deben adaptarse, cada uno a su ritmo y dentro de sus capacidades.

Sus comentarios van más allá de poner de manifiesto la necesidad de unas «vacaciones regulatorias», y llegan a sugerir que lo racional sería abordar un proceso de reducción de normas en dicho sector. El propio Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (en adelante, CEIOPS) ha reconocido que la competitividad de la industria aseguradora europea está afectada por su excesiva regulación[5]. No se trata, por tanto, en su opinión, de responder a los desajustes o carencias de la regulación actual, sino de hacer frente a sus excesos; de revisar la normativa desde el punto de vista de las constricciones a la competitividad sectorial, algo que el CEIOPS, también reclama al referirse a la «consistencia y uniformidad» en la transposición de las medidas de los Niveles 1 y 2[6], que considera debería cumplir con dos criterios:

· La demostración fehaciente, en cada caso, de que la regulación comporta un beneficio en términos de competitividad y eficiencia.
· El concurso de aquellos servicios de la Comisión que deben entender de seguros (DG Mercado Interior) en el diseño de normas que afecten al sector.

Esta opinión del sector asegurador es, asimismo, el sentir generalizado de la industria en el sentido de que las cargas derivadas de este exceso de legislación están teniendo efectos, incluso, contraproducentes. Por ello, resulta fundamental tender hacia una legislación más reflexiva, aprendiendo de los errores pasados e incluso, como se recoge más adelante en este trabajo, dejando un mayor espacio a la autorregulación. No ha de olvidarse que, tal y como se indicaba en la parte introductoria del presente trabajo, el objetivo último debe ser que todas y cada una de las medidas integradas dentro del PASF redunden en la integración del mercado financiero para favorecer el desarrollo económico.

5 Véase, a este respecto, el reciente documento CEIOPS medium-term work programme, página 2.

6 Ibídem, página 2.

Defectos de técnica legislativa

Entre las críticas de técnica legislativa que se hicieron inicialmente al procedimiento Lamfalussy[7], destacaron dos que no se han llegado a superar, a pesar de los esfuerzos de los últimos años.

La primera crítica consiste en la falta de una regulación codificada que contenga los principios y reglas fundamentales de la regulación europea. Por ejemplo, en el ámbito de la legislación de valores se echa en falta una especie de ley general de valores europea, aunque algunas normas sectoriales, como la MiFID, tienen una vocación amplia y tratan de extender sus reglas más allá de su estricto ámbito, lo que las dota de un alcance más general.

La segunda crítica es la falta de una clara distinción entre el contenido de las normas de Nivel 1 y de Nivel 2. Este problema se ha detectado en el desarrollo de numerosas normas europeas como, por ejemplo, en las Directivas de Transparencia y de Abuso de Mercado. Estas críticas no son meros discursos teóricos de estudiosos del Derecho, sino que plantean, habitualmente, problemas prácticos de difícil solución.

El elevado tiempo de concreción de las medidas de Nivel 2 del Procedimiento Lamfalussy

El propio CESE en el Dictamen sobre el Libro Verde, ha puesto de manifiesto ineficiencias importantes en este procedimiento: «También debe cuestionarse la eficiencia y rapidez de este proceso [Lamfalussy]. Así, es posible que la actividad legislativa no gane tiempo ni efectividad puesto que la consulta exigida por las medidas de aplicación influye en los plazos para llegar a un acuerdo sobre el paquete final. [...] Además, el CESE alberga dudas a la hora de expresar su apoyo a la aplicación del proceso Lamfalussy en lo relacionado con los servicios financieros al por menor si ello pudiera llegar a cuestionar las competencias discrecionales de los Estados miembros en el ámbito de la protección del consumidor».

El anterior comentario del CESE es de vital importancia ya que pone de manifiesto que la concreción de las normas marco sufre retrasos notables y, lo que es más importante, parece reivindicar el mantenimiento de ciertas competencias para los Estados miembros.

Es cierto que, en la práctica, buena parte de estos retrasos se debe a los amplios procesos de consultas que se abren en la elaboración de cada norma, lo que parece adecuado. También se debe a la búsqueda permanente del compromiso unánime de todos los participantes en los comités de desarrollo normativo de Nivel 2, sobre los diversos temas controvertidos que, normalmente no han sido resueltos en el Nivel 1 y que pueden plantear particulares dificultades en relación con mercados no normalizados. A la vista de la participación de los nuevos Estados miembros, sería recomendable que para las decisiones más relevantes bastara con el acuerdo de una amplia mayoría en los comités.

El escaso margen para la autorregulación

El exceso de regulación señalado anteriormente y el escaso margen que se ha dejado para la autorregulación a través de códigos deontológicos de los propios agentes del mercado, puede llegar a constituir un obstáculo para el adecuado funcionamiento de los agentes económicos necesitados de normas flexibles capaces de adaptarse a un entorno muy cambiante.

Compaginar la regulación tradicional con una autorregulación responsable de los agentes del mercado no es tarea sencilla, pero en determinados ámbitos hubiera sido más oportuno que la regulación hubiera fijado unos principios básicos y fueran los propios participantes y usuarios los que hubieran desarrollado y adaptado a las prácticas del mercado dichos principios o normas marco.

Esta observación cobra aún más peso debido a que el recurso a la autorregulación ha sido aceptado en dos ámbitos muy concretos: la actividad de los periodistas financieros que hacen o difunden recomendaciones de inversión y la actividad que desarrollan las agencias de calificación crediticia o *rating*.

Dado que la autorregulación puede suponer, en algunos ámbitos, la pervivencia de reglas corporativistas que encierren obstáculos para la integración de los mercados, su defensa sólo se predica para el desarrollo de reglas en aquellos mercados o sistemas en los que su reconocimiento no impida la libre prestación o la libertad de acceso de los demás participantes.

7 En el Anexo 2 se describe el proceso legislativo del Procedimiento Lamfalussy.

La escasa participación de la industria española

Hay que señalar la escasa participación durante el debate normativo de la industria española. Aunque el proceso de producción de normas contemplado en el PASF incluye un elevado grado de transparencia y audiencia pública de los interesados (hasta el punto de que el CESE llegue a considerar que dicho proceso de consulta es excesivamente prolongado), lo cierto es que este objetivo requiere de un esfuerzo importante por parte de numerosas instituciones, y los recursos dedicados para estos fines son, por lo general, bastante escasos en nuestro país.

Dada la importancia que tiene en el proceso de elaboración de las normas una adecuada participación de los usuarios finales de los servicios financieros, es muy recomendable una mayor aportación de la industria financiera en el futuro. Más aún, si tenemos en consideración que la experiencia ha demostrado la importancia de la participación en el proceso regulatorio de comités como el Committee of European Securities Regulators (en adelante, CESR) que sí prestan una particular atención a los comentarios que recibe de la industria. Asimismo, avances muy importantes como Solvencia II, en el ámbito asegurador, o Basilea II, en el bancario, están demostrando la importancia crítica que tiene obtener adecuados niveles de audiencia en los respectivos comités, tanto frente a los reguladores como a los supervisores.

Así, la industria financiera de nuestro país parece no advertir que su participación pueda ser útil, o estima que sus recursos no pueden estar dirigidos a ello. En nuestra opinión, esta actitud es imprudente dado que se desaprovecha la oportunidad de que las medidas de detalle y los criterios de desarrollo de los grandes principios normativos se ajusten a sus necesidades, o la oportunidad de informar al legislador de los temas que son relevantes para su negocio y que legislativamente no están bien regulados. La actitud de la industria española suele enfocar sus esfuerzos y recursos a cumplir las normas ya aprobadas, y no se intenta extraer, por el contrario, de los procedimientos de consulta alguna oportunidad, o incluso, una ventaja competitiva diferenciadora.

Las crecientes obligaciones organizativas de las entidades financieras podrían facilitar la atribución de competencias concretas a los nuevos departamentos que se creen, como los órganos de control, las secretarías de los Consejos o las unidades de cumplimento normativo. Así, por ejemplo, la obligación de contar por disposición legal con una Unidad de Cumplimiento (*compliance*), independiente del resto de departamentos de la entidad y con facultades y recursos asignados, puede ser una oportunidad única para que, a través de dichas unidades, las entidades traten de estar «por delante» en los nuevos cambios legislativos e instaurar unos canales de comunicación directos con el supervisor, y participar activamente en los procedimientos de consulta.

Ciertamente, esta ineficiencia tiene un carácter puramente nacional. Existen otros países (fundamentalmente Inglaterra, Alemania y Francia) cuya industria utiliza, con el consiguiente beneficio, la transparencia del sistema de consultas establecido por el informe Lamfalussy. En estos países, las Unidades de Cumplimiento o las otras unidades a las que se les encomiendan competencias concretas en esas materias, asumen funciones muy relevantes de seguimiento de los procesos de consulta europeos, identificando aquellos procesos normativos que pueden afectar al negocio de la entidad.

Esta deficiencia alcanza también a las asociaciones profesionales creadas en determinados ámbitos específicos y a las asociaciones de consumidores españolas. Este tipo de asociaciones, por lo general, sí se muestran muy activas en el proceso de elaboración de normas en otros Estados de la Unión Europea.

Hoy, no cabe duda, las normas financieras se aprueban fuera de nuestras fronteras, y es allí donde debemos plantear las diversas opciones normativas y defender el modelo de mercado financiero que queramos. Es un espejismo seguir pensado que el legislador nacional tiene las manos libres para regular en materia financiera, cuando su trabajo viene, en gran medida, hecho desde las instancias europeas.

INEFICIENCIAS EN SECTORES ESPECÍFICOS

Ineficiencias detectadas en materia de fondos de inversión

El pasaporte de fondos de inversión no esta funcionando en la práctica de forma adecuada según ha

manifestado la industria en el procedimiento de consulta abierto con motivo del Libro Verde. De la misma forma, no existe una normativa finalizada y clara en materia de los activos aptos en los que los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OCIVM) pueden materializar sus inversiones.

En primer término, hay que reconocer que la norma marco reguladora de los OCIVM, la Directiva 611/1985 (modificada por la Directiva 39/2004), de 20 de diciembre de 1985, es, con claridad, una norma vieja, a sus veintidós años de vida. Las Directivas 108/2001 y 107/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002 (normas conocidas como Directivas UCITS III) han venido a modernizar a la Directiva de 1985, en lo que se refiere a las inversiones de los OCIVM y a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados. Sin embargo, los esfuerzos legislativos de las Directivas citadas parecen haber sido insuficientes ya que el propio Libro Blanco, en el año 2005, identifica el sector de los fondos de inversión como una materia problemática, sobre todo desde la perspectiva de la comercialización transfronteriza de dichos productos.

Tras la decisión del ECOFIN del 3 diciembre de 2002, que aprobó la extensión del alcance del Procedimiento Lamfalussy sobre otros sectores de los servicios financieros (además de seguros y banca), se estableció la posterior ejecución de los acuerdos que habilitaron al CESR para analizar las cuestiones relativas a los instrumentos regulatorios tendentes a alcanzar un marco armonizado de los OCIVM.

En el desarrollo del marco armonizado aplicable a los OCIVM, el rol del CESR ha sido especialmente intenso en sus trabajos sobre aplicación práctica de las disposiciones de aplicación transitoria de las transcendentales Directivas UCITS III, facilitando las pautas de actuación coordinada y consistente entre los diferentes reguladores locales. En el Nivel 2 el CESR ha prestado su asesoramiento a la Comisión Europea en la regulación de activos aptos, para lo que ha apelado abundantemente a la consulta a los participantes del mercado, inversores y demás entidades afectadas. En el Nivel 3, el CESR sigue en el momento actual trabajando en aras a obtener un compromiso por parte de los supervisores para agilizar y hacer más sencillo el procedimiento de reconocimiento del pasaporte comunitario de fondos de inversión.

En definitiva, las principales ineficiencias puestas de manifiesto en el ámbito de los fondos de inversión se centran en la diferente velocidad de desarrollo entre las medidas tendentes a garantizar un mercado homogéneo y uniforme en el sector de los OCIVM y las demandas de la industria.

La difícil situación de prestación de servicios transfronterizos en materia de banca minorista

La armonización de la prestación de servicios de banca minorista ha tenido un avance muy inferior al experimentado en banca mayorista, con el resultado de que los mercados europeos en ese ámbito se mantienen aún muy segmentados.

La formulación definitiva y la aprobación de las Directivas de crédito al consumo y de medios de pago, y la definición de la política sobre crédito hipotecario o la eliminación de las barreras existentes para la movilidad transfronteriza de los usuarios de servicios bancarios constituyen asignaturas pendientes, asumidas como tales por el Libro Blanco.

Sobre todas estas materias será necesario redoblar esfuerzos que permitan garantizar y acelerar la consecución de resultados, dadas las dificultades con las que se han topado anteriores proyectos y propuestas. En esta línea ya se han constituido algunos grupos de expertos en los que participan representantes de la industria y de los usuarios de los servicios bancarios para identificar los problemas y encontrar soluciones para hacer accesibles y seguros los mercados al por menor. Así, por ejemplo, el Grupo de Expertos creado por la Decisión de la Comisión de 16 de mayo de 2006, tiene como objetivo analizar los obstáculos a la movilidad de los clientes bancarios para facilitar la apertura de cuentas transfronterizas, así como el cambio de banco a escala europea.

Para la banca española, dada su especialización en banca minorista, todos estos procesos tienen un interés especial, por lo que deberá constituirse en sector activo e interlocutor ineludible de todos estos procesos y grupos de trabajo en sus diferentes fases.

La liquidación y compensación de valores

La liquidación y compensación de valores sigue constituyendo una traba importante en la negociación transfronteriza de los valores negociables.

Como ya señalaba el resumen ejecutivo del estudio publicado en 2004 por la FEF, la liquidación de valores en la Unión está muy lejos del mercado único. Existen barreras muy importantes, desde cuestiones técnicas, como las diferencias entre plataformas tecnológicas, normas, procesos y calendarios de liquidación distintos, a barreras fiscales y legales, como el tratamiento diferenciado del régimen de propiedad y derechos reales de los valores. No cabe la menor duda de que la compensación y liquidación eficaz de las operaciones de valores es decisiva para el funcionamiento eficiente de los mercados de valores y la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, la MiFID se ha limitado a formular un difuso derecho a la libre elección y acceso de las Empresas de Servicios de Inversión (ESI) y de los mercados regulados a los diversos sistemas de compensación y liquidación de la Unión, sin ninguna aplicación práctica. Debe además abordarse la armonización de la autorización, la supervisión y el reconocimiento mutuo de las entidades dedicadas a estas actividades, siempre con las garantías adecuadas para garantizar la seguridad jurídica y funcional de estas infraestructuras, esenciales para el adecuado funcionamiento de todo mercado de valores.

El Libro Blanco se pronuncia sobre este tema afirmando que la compensación y liquidación de operaciones transfronterizas es más costosa que las realizadas a nivel local y que su nivel de seguridad y eficiencia es bajo. Esta realidad sitúa a las operaciones transfronterizas en una clara desventaja frente a las operaciones realizadas en el ámbito doméstico. Las razones de este mayor coste son de índole técnica, legal y fiscal, y no resulta sencillo regular esta materia a nivel comunitario, teniendo en cuenta la existencia de sistemas distintos muy asentados desde hace tiempo, que han conseguido conectarse entre sí y que funcionan, aunque su coste sea alto y su nivel de seguridad reducido. La práctica demuestra que, en un sector tan complejo como éste, las autoridades se encuentran en medio de una disputa sobre diferentes sistemas y modelos de negocio, que dificulta una regulación armonizada dentro de la Unión Europea.

La Comisión Europea, a través del Libro Blanco, se ha pronunciado a este respecto anunciando que tomará una decisión sobre la posible regulación de los mecanismos de postcontratación a lo largo del año 2006. Para ello, ha venido realizando diversos contactos con representantes del sector, aunque con escaso éxito hasta ahora, pues si bien parece reafirmarse en la necesidad de reducir los costes y aumentar la seguridad de la compensación y liquidación de las operaciones transfronterizas, no acierta a establecer una orientación o dirección al respecto. La armonización, o cuando menos el funcionamiento coordinado de los sistemas de compensación y liquidación comunitarios, es un pilar básico del mercado único y, por tanto, debe abordarse en profundidad, pese a su complejidad, a la mayor brevedad posible.

La regulación del Mercado Primario o de emisión de valores

La regulación del Mercado Primario es uno de los pilares básicos del PASF y, en su día, tuvo un difícil proceso de negociación que necesitó de dos años y medio para su conclusión. El funcionamiento correcto del pasaporte automático para las emisiones de valores junto a la libertad de elección de la autoridad competente y la simplificación de los procedimientos de emisión se consideran cuestiones muy relevantes para el desarrollo de los mercados primarios de capitales a nivel comunitario.

Una cuestión importante respecto a esta normativa la constituye el hecho de que el Reglamento de Folletos va a ser la primera norma de Nivel 2 en la que se pruebe, en la práctica, la agilidad de una reforma legislativa en este nivel. En mayo 2005 fue requerido el asesoramiento de CESR para una posible reforma del Reglamento de Folletos sobre la información financiera histórica que debe proporcionar el emisor en el folleto. Es improbable que la reforma se lleve a cabo antes de finalizar el año 2006, lo que supone más de un año y medio desde que comenzara el proceso. Por tanto, puede considerarse que es un procedimiento demasiado lento todavía y que no parece cumplir con el objetivo de que las normas se puedan adaptar a los cambios en el mercado con cierta agilidad.

La Directiva y el reglamento llevan ya el suficiente tiempo en vigor (desde julio de 2005) para que se pueda valorar el grado de aplicación de estas normas y el grado de satisfacción por parte de los emisores. No conviene olvidar que uno de sus objetivos es agilizar los procedimientos de emisión y que esta reforma

debería haber acortado significativamente los plazos de verificación de las emisiones. Es conveniente, por tanto, recabar de la industria su opinión al respecto.

La libertad de elección de la autoridad competente para el registro del Folleto de determinadas emisiones, se considera que es una cuestión relevante que puede introducir una sana competencia entre los organismos supervisores comunitarios. Todavía es pronto para valorar esta nueva posibilidad, pero se considera que puede ser un elemento dinamizador de la reducción de los procesos administrativos de las emisiones de valores.

Crecimiento y eficiencia del mercado europeo de seguros

Desde mediados de los años noventa existe una regulación ordenada del sector asegurador, contenida en las denominadas Terceras Directivas, que imponen el principio de licencia única. No obstante, la realidad es que las operaciones transfronterizas, mediante las herramientas de mercado único de libertad de establecimiento y libre prestación de servicios, son muy pequeñas en relación con la producción. El mercado único de seguros, en lo que se refiere a los riesgos individuales, está formulado, pero prácticamente no existe. Ahora bien, es injusto atribuir fundamentalmente al PASF tal situación, en la que incide decididamente la ausencia de avances relevantes en materia de armonización fiscal o en el régimen jurídico de la contratación. Desde una perspectiva realista, los avances del mercado único de seguros deberían producirse en ámbitos de seguro de relativo tamaño unitario, como, notablemente, en las operaciones de carácter colectivo.

LOS DESAFÍOS ACTUALES DEL PASF

El carácter ambicioso del PASF y el momento temporal en el que dicho Plan se encuentra, nos enfrenta hoy a un buen número de desafíos. Sistemáticamente, el Observatorio ha diferenciado tres tipos de retos a afrontar en los años venideros, a saber:

· El desafío de la adecuada transposición, aplicación y supervisión de las medidas del PASF.
· La necesidad de lograr un grado satisfactorio de armonización en materias que, hasta la fecha, carecen de una adecuada regulación, por parte del PASF y que, sin embargo, se han identificado como esenciales para la consecución de sus objetivos.
· Identificación de las áreas de posible acción futura.

El desafío de la adecuada transposición, aplicación y supervisión de las medidas del PASF

El PASF culmina la primera fase de la Estrategia de Lisboa. Sin embargo, tal y como indica el CESE en su Dictamen sobre el Libro Blanco: «Durante la crucial segunda y última fase de la estrategia que finaliza en 2010, será más importante que nunca garantizar que la política de servicios financieros promueve el cumplimiento de los objetivos de crecimiento y empleo que se establecieron en Lisboa».

Por ello, concluido formalmente el PASF o la primera etapa de la citada estrategia, se trata ahora de aplicar las medidas integradas dentro del PASF de manera eficaz y, según el Libro Blanco, en tres fases: (i) una transposición efectiva de las normas de la Unión Europea en la normativa nacional, (ii) una aplicación más rigurosa por parte de los supervisores y (iii) una continua evaluación a posteriori.

El primer desafío consiste, por lo tanto, en consolidar la integración obtenida hasta la fecha centrándose en las fases de implementación, aplicación y supervisión de la regulación vigente.

Transposición de las Directivas a los derechos nacionales

La importancia de la adecuada transposición de las Directivas en los distintos ordenamientos jurídicos

Las Directivas comunitarias han de ser transpuestas en los distintos países miembros de manera correcta o coherente en lo que a su contenido se refiere, y dentro del plazo previsto por las propias Directivas. Esto es, los Estados deben cumplir en forma y plazo con su obligación de incorporar las medidas legislativas europeas en sus ordenamientos.

La Comisión Europea ha llevado a cabo diversas iniciativas encaminadas a resolver el problema de la adecuada e imparcial transposición de las Directivas, de modo que los Estados miembros no trasladen a su

Derecho interno las posiciones particulares que no consiguieron imponer en la negociación de las normas comunitarias, y que exista una aplicación uniforme y congruente de los principios y normas en todo el territorio de la Unión. Sin ser desdeñables los esfuerzos reseñados, todavía queda un largo camino que exige el control cercano de las normas legales y reglamentarias vigentes en cada Estado.

En efecto, debe incidirse en la conveniencia de que los Estados miembros transpongan adecuadamente a sus legislaciones nacionales las Directivas comunitarias y las apliquen con homogeneidad de criterios, de forma que los distintos supervisores nacionales den las mismas respuestas a cuestiones similares.

En lo que se refiere a la transposición en tiempo, el plazo medio previsto para la implementación de las Directivas integradas dentro del PASF es de 18 a 24 meses. El plazo de transposición de cada concreta Directiva depende, lógicamente, de las dificultades prácticas que la materia objeto de transposición plantee. Por ejemplo, la MiFID pese a haber sido adoptada en el año 2004, tiene un plazo de transposición por los Estados miembros que no expira hasta enero de 2007, de modo que mediarán treinta y dos meses desde su adopción hasta el transcurso del plazo previsto para su implementación.

En materia de plazo de transposición, resulta llamativa la información que sobre el estado de transposición de las Directivas comunitarias publica la Comisión Europea en la página web del PASF. Según el último informe publicado por la Comisión relativo al estado de la transposición de las normas del PASF (junio de 2006) sólo ocho Directivas de las previstas en el Plan han sido transpuestas y comunicadas en forma a la Comisión Europea, en su totalidad por todos los Estados miembros.

Esas Directivas son las siguientes:

· Directiva 64/2000, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de noviembre de 2000, sobre Intercambio de información con terceros países;
· Directiva 46/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, sobre instituciones de dinero electrónico.
· Directiva 13/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de marzo de 2002, por la que se modifica la Directiva 73/239 del Consejo en lo que respecta a los requisitos del margen de solvencia de las empresas de seguros distintos del seguro de vida.
· Directiva 48/2003, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses.
· Directiva 2001/17/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa al saneamiento y a la liquidación de las compañías de seguros.
· Directiva 108/2001, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 611/1985, del Consejo, sobre UCITS.
· Directiva 107/2001, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 611/1985, del Consejo, sobre UCITS.
· Directiva 47/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera

El resto de Directivas integradas dentro del PASF no han sido aún transpuestas, su transposición no ha sido notificada, o sólo lo sido parcialmente por, al menos, uno de los Estados miembros. Este último es el caso de la Directiva 2001/97 de modificación de la regulación del blanqueo de capitales, pendiente de la comunicación de Francia, que hasta el momento ha realizado una comunicación parcial.

Es fundamental para los objetivos del PASF que exista un estricto cumplimiento del plazo de transposición de las Directivas por cada uno de los Estados miembros. De otro modo, el incumplimiento provocaría diferencias regulatorias y conflictos, incluso, entre Estados miembros que, hasta la fecha, son de difícil solución, y sobre todo afectan al propio sector financiero, restándole credibilidad.

En el ámbito de los mercados de valores, merece la pena traer a colación la organización dentro del CESR, como órgano permanente, del *Review Panel*, cuya finalidad es la revisión, tanto de la implementación de los estándares y principios del CESR dentro de las legislaciones nacionales, como de la legislación europea de Nivel 3, cuando fuere requerido por la Comisión Europea. La metodología del *Review Panel*, aprobada en abril del año 2005, tiene como finalidad el establecimiento de un sistema a través del cual

se haga efectivo el análisis de los procedimientos mencionados anteriormente.

El Derecho nos ofrece diversos mecanismos y fórmulas, tales como la atribución de efecto directo a las Directivas comunitarias o la denuncia de su incumplimiento, al objeto de exigir de forma rigurosa la aplicación de los plazos fijados para la transposición. Si los plazos de transposición no se observan, el mercado único exige, a juicio del Observatorio, la aplicación directa de la norma y poder requerir, incluso, y sancionar a aquellos países incumplidores.

En este punto, la carga recae sobre todos y cada uno de los Estados miembros de la Unión. Existen todavía hoy un buen número de barreras cuya superación, vía la adecuada y puntual transposición de las Directivas comunitarias, sólo podrá alcanzarse si se mantiene la colaboración proactiva por parte no sólo de los órganos de la Unión Europea, sino, fundamentalmente, de los Estados miembros de la Unión.

Los retos derivados de la adecuada transposición de las Directivas

Existen una serie de Directivas de capital importancia para el logro de los objetivos del PASF, que se analizan a continuación:

a) La MiFID

La Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros 39/2004 (MiFID) supone la transformación más profunda jamás operada en los mercados de valores europeos. Es una Directiva de alcance global que afecta a todos los intermediarios financieros que presten servicios de inversión y a los propios mercados donde se realizan las transacciones. Supone, por lo tanto, una transformación total de los mercados tal y como los conocemos en la actualidad.

La MiFID nace como consecuencia de una necesidad de mejora de la Directiva de Servicios de Inversión 93/22/EEC (DSI), en consonancia con la rápida evolución de los mercados y de la actividad de las ESI.

En efecto, la DSI fue, en su momento, el instrumento jurídico en el que se materializó el objetivo de creación de un mercado interior que permitiera la libre prestación de servicios financieros e instituyera el derecho de libertad de establecimiento a las empresas que prestan servicios de inversión en el territorio comunitario. El principio básico sobre el que se asentaba era el reconocimiento mutuo entre los supervisores de los Estados miembros, principio del que se deriva la necesidad de establecer normas y requisitos mínimos armonizados sobre los que conceder la autorización a las ESI y supervisar su actividad mediante un adecuado reparto de competencias entre supervisores.

La DSI ha servido para dar los primeros pasos en la construcción de un mercado integrado, pero la falta de armonización de las normas de conducta europeas y la evolución de la actividad de intermediarios y mercados en un proceso de convergencia entre la intermediación y la ejecución de órdenes, han propiciado la necesidad de adecuarla a la constante evolución del entorno financiero. Sin embargo, la MiFID es algo más que una mera actualización de la DSI; su alcance es mucho más amplio que el de la anterior Directiva en lo que se refiere al número de destinatarios y, sobre todo, a su contenido, al regular no solamente la forma en la que los intermediarios financieros prestan con carácter transfronterizo sus servicios, sino también los distintos centros de negociación donde esas actividades pueden llevarse a cabo. Es decir, a diferencia de la anterior DSI, que era una Directiva que regulaba sólo la actividad de los intermediarios, la MiFID regula también la actividad de los mercados en los que aquéllos actúan.

En la propia exposición de motivos de la propuesta inicial de modificación de la DSI formulada por la Comisión Europea se citan numerosas razones que justifican la modificación de la Directiva. Entre ellas, cabe destacar (i) que la DSI no aborda los problemas de competencia entre Bolsas y entre éstas y los nuevos sistemas de negociación, (ii) que la DSI no regula un modelo determinado de mercado bursátil, lo que ha dado lugar a una gran diversidad de métodos de ejecución de órdenes en los distintos países, y (iii) que la DSI contiene normas de protección del inversor que deben actualizarse en función de los nuevos modelos de negociación y la evolución del mercado.

En línea con tales observaciones, la MiFID, a diferencia de la DSI enfocada principalmente a facilitar la libre actuación de los intermediarios financieros, aborda de lleno la regulación de la negociación de valores de acuerdo con la evolución del mercado: (i) mayor competencia entre Bolsas, (ii) la aparición de sistemas alternativos de negociación y (iii) el incre-

mento de la negociación de órdenes de clientes en el seno de las propias ESI (internalización de órdenes). La MiFID supone en última instancia el fin del monopolio de las Bolsas de Valores y del principio de concentración. Las Bolsas son cada vez más empresas de servicios y las ESI tienen cada vez más capacidad para casar órdenes de sus clientes, al margen de los mercados tradicionales. Sus papeles convergen y la MiFID tiene bastante que ver con este proceso.

En este contexto, la MiFID adopta en su denominación una referencia a los mercados financieros y regula la actividad de las ESI y la negociación de valores con dos finalidades generales:

· La protección de los inversores y la integridad de mercado, para lo que establece las reglas mínimas que deben regir las actividades de los intermediarios autorizados y establece nuevos estándares de conducta armonizados.
· El fomento de unos mercados financieros eficientes e integrados, mediante el desarrollo de normas que rijan la negociación y ejecución de operaciones en instrumentos financieros a través tanto de sistemas y mercados de negociación organizada como de las propias ESI. De este modo, la MiFID establece un régimen más detallado para la operativa de los Mercados Regulados y de los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN), y crea un nuevo régimen de actuación para los Internalizadores Sistemáticos (IS). Asimismo, clarifica el régimen de supervisión y la división de competencias entre Estados de origen y de acogida.

Estos dos bloques de temas han sido tratados en los artículos que se incluyen en esta obra por separado. Por un lado, se tratan de los cambios introducidos por la MiFID en los requisitos organizativos exigidos a las ESI y en las normas de protección a los inversores. Por otro, el impacto de la Directiva en la organización y funcionamiento de los mercados financieros europeos. Ambos bloques han sido tratados sobre la base de la Directiva de Nivel 1 (aprobada el 30 de abril de 2004) y a la luz de las propuestas de textos legales de Nivel 2 remitidos por el CESR a la Comisión Europea, aún no aprobados.

En la MiFID se tratan, no obstante, otras cuestiones que por ser de menor impacto sobre el mercado y los intermediarios o menos novedosas respecto al régimen establecido por la DSI, no se abordan en este trabajo. Se trata de cuestiones tales como ampliación del ámbito de actuación de los intermediarios (la MiFID incluye entre los servicios de inversión sujetos a pasaporte comunitario el asesoramiento en materia de inversión y la gestión de un Sistema Multilateral de Negociación, y extiende el ámbito de actividad cubierto por el pasaporte comunitario a los derivados sobre materias primas, los derivados de crédito y los contratos por diferencias), la actuación transfronteriza, la existencia de agente múltiples o la cooperación entre supervisores.

A modo de resumen, cuatro pueden considerarse los pilares fundamentales de la MiFID:

· La MiFID supone el final del principio de concentración. Desde esta perspectiva, los principales sujetos afectados por la MiFID son las tradicionales Bolsas de Valores o Mercados Regulados que pierden el monopolio en la ejecución de las órdenes. Se regulan tres posibles centros de ejecución: SMN, Internalizadores Sistemáticos y los Mercados Regulados.
· Como consecuencia de la supresión del principio de concentración, la MiFID plantea asimismo importantes retos para evitar que la actuación de nuevos centros de ejecución influya negativamente en el proceso de formación de precios y en la integridad de los mercados europeos. Por ello, las normas relativas a la transparencia pre y post contratación y a la integración final de la información generada en los distintos centros de ejecución adquieren una especial relevancia.
· Para los intermediarios financieros, la MiFID ofrece nuevas oportunidades de negocio: fundamentalmente la internalización sistemática de órdenes, la creación y gestión de SMN y la venta de información derivada de la ejecución de dichas ordenes.
· Finalmente, la MiFID y su normativa de Nivel 2 regulan, en un nivel de detalle considerable aspectos de la prestación de servicios de inversión. En normas de conducta cabe destacar la clasificación de los clientes en nuevas categorías y una mayor exigencia en la información a facilitar por parte de las ESI. En cuanto se refiere a los aspectos estructurales de los intermediarios financieros, la armonización de los requisitos

organizativos con los que debe contar toda ESI, comportará una mejora sustancial de la «calidad» del pasaporte europeo. Sin ningún género de dudas, la MiFID impactará sobre todos los participantes de los mercados financieros y no sólo sobre aquellos que deseen aprovechar las nuevas oportunidades de negocio que ofrece la MiFID.

El resultado final será una mayor armonización de las reglas de juego aplicables a los participantes en los mercados de valores, en beneficio de la integridad del mercado y de la protección del inversor. En particular, es de destacar la regulación de las normas de conducta, cuya falta de armonización anterior fue una de las principales causas de que no se haya culminado el objetivo del mercado único. Al incrementarse el grado de armonización, se minimizarán las diferencias en la regulación de las distintas jurisdicciones y, en consecuencia, se reducirá el recorrido para los que buscan el arbitraje regulatorio para obtener ventajas competitivas. En esta misma línea, es importante también que la regulación de las ESI tenga fiel reflejo en aquellas otras instituciones, como las entidades de crédito, que prestan los mismos servicios de inversión, en los mismos mercados y para los mismos clientes. La igualación de las reglas de juego para todos aquellos que compiten entre sí directamente, es una obligación irrenunciable para conseguir un mercado justo y libre.

No obstante, ello no nos debe llevar a regular en exceso. Como ya se ha expresado anteriormente, la sobrerregulación y la abundancia de intervención administrativa sobre el libre juego del mercado y sobre sus intervinientes supone un coste para el sistema financiero, que encarece las transacciones y redunda finalmente en un aumento de precios y menores rentabilidades para los inversores. Así, puede ocurrir que en aras de una mayor protección del inversor se produzcan trabas administrativas y costes de transacción que desincentiven el crecimiento del mercado.

Por esta razón, es muy relevante que los textos legales finales que resulten del asesoramiento de Nivel 2 hayan contado con la opinión de la industria, que habrá podido evaluar la proporcionalidad de las exigencias contenidas en la MiFID e influir en la redacción final de las normas.

En el caso español, la regulación ha sido, en general, muy exigente en lo que respecta a los intermediarios financieros y por esta razón, es de esperar que el nuevo incremento de las exigencias que se derivan de la MiFID suponga menor impacto que las nuevas normas tendrán en el mercado español frente a otros países miembros. Algo que beneficia a España, dada nuestra condición de país importador de servicios de inversión. No en vano la proporción de ESI nacionales registradas es de uno a ocho frente a las ESI de otros países de la UE con pasaporte para operar en nuestro país.

Por el contrario, el nuevo reparto de competencias fijado por la Directiva hace residir en el país de origen la supervisión de las normas de conducta en el caso de libre prestación de servicios sin presencia física. Esta disposición detraerá competencias a los supervisores españoles lo que podría afectar negativamente a nuestro mercado, ya que los servicios prestados a inversores españoles desde el extranjero se hallarán sujetos a normas de conducta establecidas en otro país (eso sí, dentro del marco y de los mínimos que fija la Directiva en esta materia).

Por último, haremos una breve referencia al calendario de implementación. El plazo para la transposición de la MiFID finaliza en enero de 2007, si bien las ESI disponen hasta noviembre de ese año para su adaptación. Sin embargo, dado que la directiva realiza una amplia remisión al procedimiento de comitología para dar efecto a las disposiciones que recogen principios generales de acuerdo con el Procedimiento Lamfalussy, la Comisión Europea solicitó asesoramiento al Comité de Reguladores Europeos (CESR), en julio de 2003, acerca del desarrollo del contenido de numerosos artículos.

La primera fase del mandato otorgado al CESR concluyó en enero de 2005 y la segunda en abril del mismo año. La Comisión Europea ha elaborado dos propuestas normativas de Nivel 2; una Directiva, referente a los requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento para las ESI, y un reglamento, sobre las obligaciones de las ESI de mantener un registro de órdenes y operaciones y facilitar a las autoridades competentes información de dichas transacciones, el régimen de transparencia en la negociación de los distintos sistemas de contratación y la admisión a negociación de los

instrumentos financieros. Ambos textos legales fueron hechos públicos el 6 de febrero de 2006. La aprobación final de esta regulación que deberá someterse a las consideraciones del Parlamento Europeo, está prevista para el segundo semestre de este año.

b) Directiva de Opas

La Directiva 25/2004, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (Directiva de Opas) tuvo un proceso de aprobación muy problemático que necesitó de muchos años de discusión en Bruselas, por la importancia que tienen para los Estados de la UE y sus sociedades cotizadas, las normas que rigen el mercado de control societario. Fueron muchos y diferentes los obstáculos que se tuvieron que salvar para que finalmente se llegara a un acuerdo, aunque éste fuera de mínimos. El debate entre los Estados miembros para aprobar esta Directiva duró más de quince años, y fue gracias al empuje político recibido a través del PASF, que incluyó este tema como uno de los más espinosos que requerían un decidido impulso para llevarlo adelante, como finalmente se desbloqueó. El problema político de fondo era que los países de la Unión Europea se resistían, y mucho nos tememos que se sigan resistiendo, a ceder una parte de su soberanía estableciendo unas reglas comunitarias armonizadas que afecten a temas tan sensibles como el control societario de sus empresas más representativas cotizadas en Bolsa.

Los aspectos más conflictivos en el debate sobre la regulación de las opas eran aquellos que se referían a la capacidad de la sociedad afectada por una opa para defenderse de una operación hostil. Otro aspecto conflictivo era establecer quién era la autoridad competente para autorizar la opa cuando intervenían sociedades de distinta nacionalidad, cotizadas en varios mercados regulados. Otra dificultad la constituía la existencia de numerosos blindajes en las sociedades cotizadas europeas. A pesar de que estas medidas son difíciles de aceptar desde el punto de vista del mercado y de la defensa del accionista minoritario, nadie se atreve a regularlas ni tan siquiera a pronunciarse sobre ellas.

La Directiva de Opas finalmente aprobada, no resuelve ninguno de estos problemas y se limita a establecer unas normas mínimas que afectan en esta materia a los Estados miembros, pero éstos tienen todavía muchas facultades para regular estas operaciones por lo que todavía existen distorsiones en este ámbito dentro de la UE.

En España, al igual que en el resto de los principales Estados miembros, todavía no se ha transpuesto esta Directiva y se prevé que no va a ser una tarea sencilla al requerir una revisión de nuestro modelo de opas, muy diferente al del resto de los países de la UE. En particular, hay que modificar el sistema de opa a priori (la obligación de lanzar la opa nace con la intención de adquirir una participación significativa) que consagra nuestra legislación, frente a la opa a posteriori de la Directiva (la obligación nace como consecuencia de la adquisición de una participación significativa). Este matiz es muy importante, afecta al momento en el que se tiene que lanzar la opa y, por tanto, a su precio. Habrá que revisar los umbrales de porcentajes de adquisiciones de acciones que se considera dan lugar a un cambio de control en una sociedad cotizada, y que en nuestra normativa difieren de los comunitarios. Otra diferencia relevante consiste en que nuestra normativa de opas permite las ofertas parciales frente a las opas dirigidas al cien por cien de los accionistas contemplada en el resto de jurisdicciones. Por último, habrá que ver cómo se resuelve el tema de los blindajes contra las opas y la capacidad de defensa de la sociedad afectada frente a una operación hostil.

Tal y como se recoge en el informe titulado *Reflexiones para la reforma del régimen de opas*, fruto del encargo realizado por la FEF a un grupo de expertos en la materia y que se publica en la presente obra, las principales recomendaciones de este trabajo son las siguientes:

· Sustituir el vigente modelo de opa a priori por uno de opa a posteriori, siguiendo la Directiva y a la mayoría de los ordenamientos de nuestro entorno.
· Eliminar el sistema de opa parcial e implantar un régimen de opa total.
· Establecer el umbral que da lugar al lanzamiento de una opa en el 33% del capital con derecho a voto, también en línea con otras jurisdicciones comunitarias.
· Desaconsejar la inclusión de otros criterios adicionales que exigiesen la formulación de una opa (como por ejemplo el nombramiento de consejeros), especialmente si conllevan algún grado de subjetividad.

· Prever expresamente que la concertación entre dos o más accionistas que conjuntamente sean titulares de una participación superior al umbral de opa, determinará la obligación de formular la opa.
· Exceptuar de forma expresa del deber de pasividad de los administradores la búsqueda de otras ofertas y las medidas acordadas por la Junta General, una vez conocida la opa.
· Regular la regla de neutralización de las medidas defensivas en supuestos de opa con sujeción a la regla de reciprocidad, esto es, la neutralización no tendría lugar en el supuesto de que la sociedad adquirente no estuviese sujeta a la misma caída de medidas defensivas.
· Implantar un sistema de compra y de venta forzosa de las participaciones minoritarias tras la formulación de una opa al cien por cien que resulte exitosa y bajo determinadas condiciones que incluye la Directiva.

Recientemente se ha tenido conocimiento de un Anteproyecto de Reforma de la Ley de Mercado de Valores, que modifica el régimen de opas para adaptarlo a la Directiva comunitaria. De un análisis muy preliminar de dicho texto, se aprecia que se han incorporado prácticamente todas las recomendaciones incluidas en el informe de la FEF antes citado.
A nivel comunitario se observan, en materia de opas, muchas dificultades para seguir avanzando correctamente. Se están detectando algunas resistencias por parte de varios Estados para transponer adecuadamente la Directiva de Opas, a pesar de que el plazo de transposición ya ha vencido. La existencia en estos momentos en Europa de ofertas de adquisición hostiles sobre sociedades relevantes, es una dura prueba para una norma de mínimos en la que se han dejado aspectos muy importantes a la discreción de los Estados miembros. Un ejemplo de ello, es la definición de lo que se considera una toma de control, concepto que es básico para poder avanzar hacia un mercado financiero integrado a nivel comunitario.

A este respecto, el CESE en su Informe sobre el Libro Verde citado anteriormente, señala expresamente «la necesidad de eliminar los impedimentos injustificables a un aumento en la actividad de fusiones y adquisiciones en Europa, especialmente en el sector bancario». Las dificultades señaladas en materia de opas se agravan cuando se trata de operaciones transfronterizas sobre sociedades reguladas.

c) Directiva de Transparencia

La adecuada transposición de la Directiva 109/2004, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que modifica la Directiva 34/2001 (Directiva de Transparencia), es de capital importancia para la consecución del objetivo del PASF más íntimamente ligado con la protección de los usuarios de los servicios financieros o inversores.

La eficacia, transparencia e integración de los mercados es absolutamente necesaria para lograr el objetivo de armonizar los mercados de valores mobiliarios. Estas tres condiciones favorecen la competencia en dichos mercados. La Directiva considera que la transparencia de los mercados garantiza a los inversores un elevado nivel de protección y así reforzar su confianza en los mismos.

Con la finalidad de lograr una adecuada protección de los inversores, la Directiva impone obligaciones de información a los siguientes sujetos:

· los emisores de valores mobiliarios admitidos a negociación en un mercado regulado;
· los accionistas;
· las personas, físicas o jurídicas, que tengan derechos de voto o instrumentos financieros que tienen incidencia sobre los derechos de voto.

La Directiva deja al margen de las obligaciones informativas por ella recogidas a las participaciones emitidas por los organismos de inversión colectiva distintos de los de tipo cerrado ni a las participaciones adquiridas o cedidas en estos organismos. Además, los Estados y sus colectividades así como los organismos públicos internacionales, el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los Estados miembros pueden beneficiarse de derogaciones.

La Directiva de Transparencia establece las exigencias de información relativas a la información financiera periódica que deben facilitar las entidades cotizadas, así como a la declaración de participaciones significativas por parte de sus accionistas relevantes.

Las principales novedades de esta Directiva son las siguientes:

· Se va a extender la obligación de presentar informes semestrales a los emisores de renta fija cotizados en los mercados regulados. Hasta ahora esta obligación sólo alcanzaba a los emisores que cotizaban en Bolsa.
· La información trimestral de las sociedades cotizadas se convierte en una información descriptiva y meramente cualitativa. Por el contrario, la información semestral se amplía, principalmente, a través de un informe de gestión intermedio que describirá los riesgos e incertidumbres más significativos del emisor. También, en aplicación de las NIIF, incluirá un estado de flujos de efectivo y un estado que muestre los cambios en el patrimonio neto de la entidad emisora.
· Las normas contables de la información semestral en relación al grupo consolidado, serán las NIIF. Cabe recordar que, aunque desde 2005 ya se aplican dichas normas, esta aplicación se hacía sólo parcialmente y sin incluir los estados financieros intermedios.
· El plazo de remisión del Informe Anual se fija como máximo en cuatro meses, frente a los cinco meses actuales.
· En cuanto a la declaración de participaciones significativas, se establece como base de cálculo el porcentaje de los derechos de voto, en lugar del capital social del emisor, se modifican algunos de los umbrales y se incluyen nuevos supuestos que generan la obligación de comunicar.

La Directiva se encuentra en proceso de desarrollo normativo y para ello se ha recabado el asesoramiento técnico del CESR. Este proceso concluirá cuando la Comisión Europea decida, a partir de los informes del CESR, si elabora una Directiva de Nivel 2 o si prefiere elaborar un reglamento de obligado cumplimiento por todos los Estados miembros. Esta decisión no se ha adoptado todavía, mientras que el plazo para la transposición de la Directiva de Nivel 1 finaliza el próximo 20 de enero de 2007. Se aprecia, también en esta ocasión, una dificultad en desarrollar normas de Nivel 2, lo que, a su vez, complica que estas últimas se puedan transponer antes de esa fecha en los Estados miembros de la Unión.

Por lo que se refiere a la transposición de esta Directiva a nuestro ordenamiento jurídico, a falta de norma o reglamento de Nivel 2, no se aprecian por el momento especiales dificultades en su incorporación, salvo en lo que se refiere a la nueva obligación de presentar un informe semestral para los emisores de renta fija que cotizan en el mercado AIAF y la mayor información semestral que se requiere, incluida la necesidad de aplicar, a esta información, las normas NIIF.

d) Directiva de Abuso de Mercado

Recientemente los principios marco de la Directiva de Abuso de Mercado han quedado totalmente transpuestos a nuestro ordenamiento con la última modificación de la Ley del Mercado de Valores, que añade una nueva norma sobre comunicación de operaciones sospechosas, el único artículo de la Directiva que quedaba pendiente de transponer.

Un ejemplo del papel que CESR debe jugar en el desarrollo del Nivel 3 del modelo Lamfalussy, ha sido la publicación en mayo de 2005[8] de un primer documento sobre aspectos concretos de la Directiva de Abuso de Mercado que los supervisores consideran prioritarios para su implementación homogénea en todos los países comunitarios.

El primer conjunto de recomendaciones se han centrado en:

· El régimen de prácticas aceptadas de mercado. Aunque la decisión de cuando una práctica puede ser aceptada corresponde a cada país, se ha establecido un procedimiento homogéneo que todos los países deberán seguir a la hora de decidir si una práctica de mercado puede tener dicha consideración.
· Las prácticas de mercado que podrían tener la consideración de manipulativas. CESR ha elaborado una guía con una serie de ejemplos que permiten identificar fácilmente si existen señales que permitan presuponer que estamos ante una posible conducta manipulativa. A la hora de describir estas señales se ha tratado de utilizar un lenguaje muy práctico y descriptivo, deliberadamente poco formal desde un punto de vista estrictamente jurídico.
· La comunicación al supervisor de operaciones sospechosas. CESR considera que el régimen que establece la Directiva de Abuso de Mercado sobre comunicaciones sospechosas supone analizar cada operativa en particular. Los intermediaros no pueden realizar

8 Level 3 – First set of CESR guidance and information on the common operation of the Market Abuse Directive.

comunicaciones al supervisor de forma rutinaria y estandarizada. Es necesario que el intermediario compruebe que hay indicios que lleven a sospechar que una determinada operativa podría ser considerada manipulativa.

e) Ámbito asegurador

Dos Directivas muy importantes para la armonización de la actividad aseguradora, como son las Directivas de Reaseguro y la denominada Quinta Directiva del Seguro del Automóvil, están pendientes de transposición en España. En particular la Quinta Directiva de Autos continúa una amplia labor de construcción de un marco de actuación único para el seguro del automóvil europeo, que perfecciona los límites mínimos de aseguramiento obligatorio armonizados en el pasado.

Aplicación uniforme de las normas comunitarias. La comitología

Tras las múltiples referencias hechas a la actividad del CESR y del CEIOPS en desarrollo de las diferentes normas comunitarias analizadas, es necesario contextualizar su papel, así como el del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CESB) en el proceso normativo europeo.

Resulta evidente que las medidas legislativas que integran el PASF y la transposición de las mismas por los ordenamientos locales de poco valen si los supervisores de los distintos países miembros hacen, con posterioridad, una interpretación particular de las mismas. Resulta, pues, a todas luces necesario garantizar que la aplicación de la regulación sea no sólo efectiva sino uniforme y tenga efectos similares en los diferentes Estados miembros de la Unión Europea.

Por ello, la labor de los distintos comités creados como consecuencia del informe Lamfalussy (primero en materia de valores y, con posterioridad, en los ámbitos de banca y seguros) adquieren una especial relevancia en la concreción de las fases previas del procedimiento normativo europeo, así como en el logro de una aplicación uniforme de las normas.

En materia de valores, la creación de comités enmarcados en el denominado Informe Lamfalussy, se remonta al año 2001, cuando la Comisión Europa adoptó dos Decisiones para crear el European Securities Committee (en adelante, ESC) y el Committee of European Securities Regulators (CESR). Estos dos comités asesores estaban llamados a jugar un papel crucial en el desarrollo del PASF. El ESC se compone de altos representantes de los Estados miembros y asesora a la Comisión en materias relativas a políticas de valores. Asimismo, en el proceso de codecisión, actúa como un comité regulatorio.

Por su parte, el CESR[9] se estableció como un comité de asesoramiento independiente integrado por los representantes de los distintos supervisores de los Estados miembros.

En materia de banca y seguros, la creación de comités dentro del Procedimiento Lamfalussy, se produce en un momento posterior en el tiempo, en concreto, a lo largo del año 2004. De esta forma, el European Banking Committee o Comité Europeo de Supervisores Bancarios[10] (en adelante, CEBS) fue creado por la Decisión de la Comisión 2004/5/CE, y está formado por representantes de alto nivel de las autoridades supervisoras y los bancos centrales de la Unión Europea. El Comité asesora a la Comisión Europea en asuntos relacionados con la política bancaria y le corresponde promover la convergencia de las prácticas supervisoras en la Unión. Además, el CEBS impulsa una aplicación coherente de la legislación comunitaria y refuerza la cooperación e intercambio de información en materia de supervisión.

En lo que se refiere a la Directiva de Solvencia, resulta singularmente relevante el trabajo del CEBS, con el fin de desarrollar las partes más discrecionales del Pilar 2 de Basilea II, y evitar así una posible arbitrariedad del supervisor, así como garantizar el alto nivel de convergencia en la interpretación de las reglas y en la práctica supervisora prudencial en la Unión Europea.

En el sector asegurador, el Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (en adelante, CEIOPS[11]) fue creado por la Decisión de la Comisión 2004/6/EC. El citado Comité asume funciones consultivas a fin de asesorar a la Comisión en el ámbito de los seguros y las pensiones de jubilación.

El CEIOPS ha dejado ya sentir su labor en el ámbito del seguro europeo, en diversas materias. En pri-

9 El CESR tiene su sede en París.

10 El CEBS está presidido por el Director General de Regulación del Banco de España, José María Roldán, y tiene su secretariado en Londres.

11 Su secretariado se encuentra radicado en Fráncfort.

mer lugar, se ha convertido en un intérprete para el seguro europeo de las reflexiones en torno a estándares de supervisión desarrolladas por la IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*), en la que, en cualquier caso, los supervisores europeos tienen un importante papel. En segundo lugar, ha asumido importantes retos en materia de transparencia y análisis, que eran necesarios en un sector en el que la información procedente de los supervisores adolecía de falta de homogeneidad y riqueza. Sobre todo, el principal papel jugado hasta ahora por el CEIOPS se refiere a los desarrollos del denominado proceso Solvencia II, es decir, la versión aseguradora de la reflexión sobre la nueva solvencia dinámica, basada en riesgos, que se ha producido en Basilea II para las entidades de crédito.

El CEIOPS actúa como asesor de primer nivel de la propia Comisión Europea en este proceso, hasta el punto de que, a finales del año 2004, la Comisión elaboró una serie de cuestiones sobre la organización del proceso Solvencia II, que sometió al juicio del CEIOPS. Las respuestas del Comité a esa petición de consultas constituyen hoy la base principal del proceso Solvencia II.

En esta labor crítica para la consecución de los objetivos del PASF, el adecuado funcionamiento de los citados comités resulta de capital importancia. Dentro de ellos, el CESR ha asumido en la práctica un papel muy relevante por los esfuerzos acometidos y los resultados alcanzados.

Dentro del denominado proceso Lamfalussy, el CESR, el CESB y el CEIOPS tienen competencias, en sus respectivos ámbitos, tanto en el denominado Nivel 2 de normas comunitarias de desarrollo (bien sean estas Directivas o reglamentos), como en el Nivel 3.

En el Nivel 2, los mencionados comités tienen como misión ofrecer asesoramiento técnico a la Comisión para que ésta dicte normas de segundo nivel. En el Nivel 3, el CESR adopta recomendaciones para lograr la armonización en la aplicación de las Directivas y demás normas comunitarias por parte de las Comisiones Nacionales de los países miembros. En efecto, la naturaleza jurídica de estos comités es doble toda vez que por una parte actúa como asesor de los organismos europeos en su función de promulgación legislativa y regulatoria; en este sentido, el CESR es un órgano consultivo. Por otra parte, en el Nivel 3 actúa como comité independiente formado por reguladores nacionales con el fin de garantizar una puesta en vigor de la normativa más consistente y uniforme.

Bajo el esquema Lamfalussy, el Nivel 3 está referido al fortalecimiento de la cooperación entre reguladores nacionales para asegurar una transposición coherente y equivalente de las normas de Nivel 1 y 2. El rol de los comités en el ámbito de la transposición común y uniforme de la legislación comunitaria debe desplegarse de forma efectiva a través de los instrumentos que el propio Informe Lamfalussy provee, como son: pautas administrativas, recomendaciones en materia interpretativa, estándares comunes y análisis comparativos sobre las diferentes prácticas regulatorias en los diferentes Estados miembros en aras a asegurar un mayor efecto de la legislación comunitaria.

Entendemos que, en materia de valores, el CESR es uno de los principales pilares para impulsar los objetivos del PASF (mercado único de servicios financieros al por mayor, accesibilidad de los mercados al por menor, y el reforzamiento de las normas de control prudencial) dado que garantiza que la aplicación de la normativa sea efectiva y tenga efectos en los diferentes Estados miembros de la UE. La importancia de esta labor se ve acentuada por el hecho de que el funcionamiento regular del CESR cuenta con procedimientos de audiencia pública de la industria (*open hearings*) en los que los supervisores escuchan regularmente el sentir y las inquietudes de la industria financiera. Los distintos trabajos llevados a cabo por el CESR hasta la fecha demuestran que es un foro idóneo para expresar las opiniones de los participantes en el mercado, toda vez que la experiencia nos dice que tales opiniones suelen ser consideradas por dicho organismo.

El CESR, junto con los restantes comités de Nivel 3 (el CEPS y el CEIOPS), ejerce una labor esencial para conducir las diferentes aproximaciones locales y, en particular, despliegan un efecto sustancialmente importante en facilitar los medios para la necesaria consistencia en la implantación de las medidas legislativas comunitarias del Nivel 1 y 2; dado que cada Estado miembro ya cuenta con uno o varios reguladores en los diferentes mercados financieros, la propuesta de constituir comités europeos de reguladores es, a nuestro juicio, muy adecuada y a juzgar por el papel jugado hasta ahora muy positiva.

El reto de la comitología, en cualquier caso, es que consiga aunar adecuadamente la eficiencia temporal con el mantenimiento de la seguridad jurídica y los mismos niveles de consenso que obtenían las normas en el sistema anterior.

La capacidad de supervisión en la Union Europea

En la presente obra se aborda el tema del futuro de la supervisión europea desde la perspectiva de qué estructura se estima la más adecuada para que el cumplimiento de las medidas que integran el PASF pueda ser adecuadamente supervisado.

Sin entrar en profundidad en esta materia, resulta evidente que la ausencia de una supervisión efectiva y armonizada en los distintos Estados miembros traería consecuencias fatales para todo el trabajo realizado en los niveles precedentes.

El primer problema que afronta la actual supervisión europea deriva de la densidad normativa de los recientes años. En efecto, según las aportaciones recibidas por este Observatorio se puede llegar a poner en duda la capacidad real de supervisión por parte de los reguladores locales de cada una de las jurisdicciones, de la tan abundante y novedosa normativa que se ha promulgado en los últimos años para dar cumplimiento en plazo al PASF.

Esta duda no sólo alcanzaría a la efectividad de la supervisión sino que también afecta a la existencia de herramientas y facultades legales suficientes en cada Estado miembro para hacerla realmente efectiva. Esta inquietud también afecta al grado de intensidad con el que las diferentes autoridades competentes aplican las normas comunitarias dentro de sus jurisdicciones.

Es muy conveniente, a juicio del Observatorio, prestar una atención permanente a la falta de armonización en la transposición de la regulación y a la supervisión efectiva por parte de los distintos Estados miembros de manera que desaparezcan arbitrajes regulatorios (o se evite su nacimiento) entre los Estados miembros de la UE.

Las nuevas normas supondrán notables cambios en la actividad supervisora. En concreto, la supervisión europea en el sector de seguros se enfrenta a un cambio sustancial en un futuro cercano, en lo que se refiere a la solvencia. El propio CEIOPS reconoce el cambio del papel del regulador en ese ámbito. El supervisor pasa de limitarse a comprobar el nivel obligatorio de solvencia y la situación patrimonial que sustenta su cobertura, a actuar como analista especializado, capaz de dirimir la pertinencia de una serie de métodos, hipótesis, datos de partida, de un modelo interno de análisis y proyección del riesgo. Para tal función, los supervisores nacionales de seguros deberán mantener un alto nivel de cualificación que alcance el estándar del resto de sus colegas europeos. De otro modo, además del riesgo del arbitraje regulatorio, podrían presentarse situaciones de trato discriminatorio entre los mismos operadores frente a los que, por ser filiales de una matriz residente en otro mercado distinto, se benefician de una supervisión más adecuada.

La falta de regulación armonizada de aspectos identificados como esenciales para la consecución de los objetivos del PASF

Necesidad de abordar los aspectos fiscales

Uno de los grandes retos pendientes para la integración del mercado europeo es la armonización de los regímenes fiscales de los países miembros. La ausencia de una regulación armonizada de un aspecto capital de los negocios financieros cual es su fiscalidad, constituye una de las grandes carencias de la regulación europea. En efecto, siguen existiendo diferencias importantes en el tratamiento fiscal de los productos financieros en los diferentes países de la Unión Europea. Al no existir una armonización fiscal, se impide que exista una verdadera oferta transnacional de productos financieros.

Así, por ejemplo, el tratamiento de la renta fija en los diferentes países es diferente. Otro ejemplo puede ser el IVA, que a pesar de que deriva de una Directiva comunitaria, la transposición de la normativa a la legislación local de cada país, y en especial, la interpretación de las diferentes administraciones tributarias, provoca que existan diferencias relevantes en la aplicación del impuesto.

La falta de armonización en materia de IVA ha sido puesta de manifiesto por el CESE en su Dictamen sobre el Libro Verde que señala que «el Libro Verde de la Comisión debería haber abordado de manera explícita las cuestiones fiscales. Desde que se aprobó la Sexta

Directiva IVA y en especial, durante la última década, la falta de neutralidad en la aplicación del IVA a los servicios financieros y la inexistencia de seguridad jurídica en el sistema actual están causando problemas cada vez más graves».

Pese a que el lector coincidirá en que la armonización absoluta de los regímenes fiscales de los distintos Estados miembros es utópica, a nuestro parecer, la necesidad de avanzar en una armonización fiscal del ahorro en Europa es capital para lograr los objetivos del PASF. La cuestión fiscal constituye hoy, como señala el CESE en su Dictamen del Libro Blanco, uno de los grandes obstáculos al mercado interior y su superación futura requerirá del decidido impulso de los Gobiernos de los Estados de la Unión y los órganos comunitarios.

Según los comentarios recibidos por el Observatorio en el ámbito asegurador, la excesiva especificidad fiscal hace que los mecanismos tópicos del desarrollo de negocio transfronterizo (el establecimiento y, sobre todo, la prestación de servicios) muten en la compra o fusión de entidades (cuotas de mercado) ante la necesidad que tienen las entidades aseguradoras de contar en su penetración en un mercado distinto del suyo con alguien que domine plenamente los tecnicismos fiscales de cada caso. Hoy por hoy, la extensión de un determinado producto de ahorro a un mercado europeo remoto no provoca primero la pregunta de si dicho producto será bien recibido por la idiosincrasia de los aseguradores. La primera pregunta es, siempre, si es coherente con la fiscalidad. Esta «prelación fiscal» es lo que se debe limar dentro de lo posible.

La armonización del Buen Gobierno Corporativo

Aunque el Plan de Modernización del Derecho de Sociedades y Gobierno Corporativo ha empezado a dar algunos frutos relevantes gracias al recurso a la autorregulación en lo que el Observatorio considera que constituye un buen ejemplo de cómo dejar que la industria se dote a sí misma de normas de actuación flexibles y adaptables al cambio constante, todavía hay un largo camino por recorrer en cuanto a la generalización de las recomendaciones y la extensión práctica de su seguimiento entre las empresas de los países de la Unión.

Este recurso a la autorregulación es, si cabe, más valioso, por cuanto ha permitido avanzar en un campo en el que no parece próxima la armonización: el derecho de sociedades. La diferente tradición jurídica de los diversos Estados de la Unión hace difícil el avance en esta materia en la que, además, se ha desechado la sugerencia del Informe Lamfalussy de recurrir a las llamadas «normas de segundo nivel».

A este respecto, merece la pena destacar la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el ejercicio de los derechos de voto en las sociedades cotizadas, de 5 de enero de 2006. Esta propuesta, si bien regula de forma adecuada el ejercicio del derecho de voto, a su vez reconoce un derecho a los minoritarios que alcancen un valor nominal de diez millones de euros en el capital social, a la introducción de puntos en el orden del día de la junta. Empresas cotizadas y expertos han considerado muy preocupante que tal derecho se atribuya por la tenencia de un determinado importe nominal del capital, cuya fijación será siempre inadecuada, en lugar de por un porcentaje del capital social, lo que asegura la proporcionalidad con la cifra de capital y, por tanto, con el volumen de la compañía misma.

La armonización de las normas de conducta

Si bien se han hecho importantes avances en cuestiones como la distinción entre inversor profesional y particular, a los que se aplican regímenes distintos, la tipología de los inversores profesionales y la aplicación del concepto de contrapartida elegible, el Observatorio considera imprescindible la armonización de las normas y métodos de trabajo aplicados a la supervisión de las normas de conducta. La aplicación de distintos criterios y normas de protección a los usuarios por cada uno de los Estados miembros, como la pretendida defensa del inversor nacional por la autoridad de su Estado, supone un verdadero reducto del arbitraje regulatorio.

Las áreas de posible acción futura

La necesidad de abordar el dilema de la supervisión

El dilema de la supervisión requiere, en el momento actual, el posicionamiento de las instituciones europeas en relación a dos aspectos fundamentales de la misma:

· La convergencia de la supervisión en la Unión.
· La necesidad o no de tender hacia una supervisión consolidada.

En primer término, debería elegirse un sistema en la Unión que permitiera la adecuada convergencia de la supervisión llevada a cabo en los distintos países y, a continuación abordarse la necesidad o no de la supervisión consolidada.

En lo que respecta a la primera cuestión, dos son las grandes alternativas:

· el establecimiento de un supervisor único europeo para cada sector financiero, valores, banca y seguros, o
· el mantenimiento del modelo actual en el que cada Estado miembro mantiene su estructura de supervisión (en realidad, en la mayor parte de jurisdicciones europeas, existen tres supervisores, uno por cada sector) continuando con la vía de la mayor coordinación y colaboración entre estos supervisores nacionales.

El Libro Blanco parece decantarse por la segunda opción, toda vez que dentro de sus cinco objetivos prioritarios, se encuentra el intercambio de información y la mayor cooperación entre reguladores para favorecer la convergencia en la supervisión.

Sin duda, el mantenimiento de supervisores locales en cada Estado miembro requiere de efectivos y eficaces mecanismos de cooperación entre ellos. Asimismo, para evitar distorsiones, desigualdades y duplicaciones entre los distintos sectores integrados en el PASF, es necesario que esta cooperación eficaz se extienda a los supervisores nacionales en los tres sectores, banca, valores y seguros.

Por otra parte, debe también analizarse si es conveniente o no la independencia total del supervisor respecto al poder ejecutivo, o si deben estar vinculados al mismo —la opción de la independencia parece ser la defendida desde el ámbito de los supervisores[12]—.

Por el momento, la posición de las instituciones europeas (tanto de la propia Comisión Europea como del CESE) parece considerar que el establecimiento de un supervisor europeo para cada sector no es una alternativa a corto plazo. Esta posición se justifica en que los mercados locales de cada Estado miembro siguen, en la fecha actual, contando con muchas peculiaridades y, sobre todo, se considera que la supervisión, para garantizar la adecuada protección de los usuarios, debe residir en los Estados miembros. En consecuencia, parece que hay que esperar hasta que se verifique la eficacia o no de las fórmulas de coordinación desarrolladas en estos años para hacer planteamientos de supervisor único.

Recientemente, el 5 de mayo de 2006, el ECOFIN aprobó, en materia de supervisión financiera, un informe que aboga por intensificar la convergencia y la coordinación entre los reguladores.

Pese a que algunos participantes del sector bancario y asegurador reclaman, desde hace tiempo, que se introduzca la figura del llamado «supervisor líder», que permitiría a las grandes entidades someterse a la vigilancia exclusiva del regulador de su país de origen, el documento del ECOFIN no plantea, y ni siquiera menciona, la posibilidad de que una sola autoridad supervise todas las actividades de un grupo paneuropeo.

Por el contrario, el ECOFIN pide a los comités europeos de reguladores de banca, seguros y mercados bursátiles que sigan consolidando su cooperación y los acuerdos para el trabajo cotidiano.

El avance de mayor relevancia del informe del ECOFIN es el establecimiento de un mecanismo de mediación, que intentará garantizar una interpretación armonizada en todos los países de las Directivas europeas sobre mercados financieros. El citado mecanismo se pondrá en marcha a finales del año 2006, para el ámbito de los valores, y en 2008, para el sector bancario y de seguros[13].

No obstante, los logros alcanzados a través de las diversas fórmulas de colaboración y el mecanismo de mediación, que se examinan con detalle en el capítulo correspondiente de este trabajo, hay razones para defender que la integración de los mercados sólo será plenamente efectiva mediante la organización de una instancia supervisora superior de rango europeo, y sin perjuicio del mantenimiento de autoridades nacionales con competencias limitadas. Esa instancia comunitaria podría, en un futuro desarrollo, extender sus funciones a los sectores financieros en general, ya sea de

12 Como las Recomendaciones de 25 de febrero de 2005, sobre los consejeros independientes, y 14 de diciembre de 2004, sobre retribuciones de consejeros

13 Véase, por ejemplo, el Consultation Paper núm. 11 del CEIOPS, en el que se pide incluso que la normativa de Solvencia II sea muy meticulosa en la descripción de la independencia supervisora.

forma compartida, mediante un sistema de *twin peaks*, que goza de la estima de buena parte de los expertos, ya sea mediante la consolidación de todas las competencias en un solo organismo.

La dificultad de la integración de los mercados

La construcción del mercado integrado tiene una evidente relación con las diversas alianzas estratégicas que los mercados han venido desarrollado y que, en nuestra opinión, dista mucho de haber terminado. El mapa del mercado integrado de servicios financieros no se ha acabado todavía y exigirá el desarrollo pleno de las alianzas existentes y, posiblemente, el desarrollo de otras nuevas. Por ahora, no parece que las alianzas estratégicas entre los mercados haya supuesto una verdadera creación de centros de contratación únicos de los que los emisores y los miembros puede beneficiarse, por mantenerse requisitos y reglas diversas para cada una de los mercados integrados en una sola alianza. Además, se deberán establecer los sistemas técnicos de interconexión entre los diversos mercados y centros de contratación.

Durante los últimos años se han producido numerosos intentos hacia una integración de los distintos mercados bursátiles, tanto a nivel europeo como mundial. El proceso ha sido muy complejo y muchos de estos intentos de integración han fracasado al recibir la oposición de los propietarios de las Bolsas e incluso, en algunas ocasiones, de las autoridades responsables de los mercados. Dicho proceso no ha terminado todavía, aunque el modelo que parece que cuenta con mayor posibilidad de éxito es aquel que contemple una «integración distribuida», esto es aquella que permite el acceso a un mercado centralizado y que al mismo tiempo facilite los servicios de proximidad a los participantes en los mercados (emisores, inversores e intermediarios financieros). Esta modalidad de integración podría incluso coexistir con las Bolsas actuales, siendo un buen ejemplo de ello la creación del Mercado Continuo español en 1989 y la creación de Euronext en 1990. Otro buen ejemplo de este modelo es el que ofrecen los grandes intermediarios financieros con estructuras centralizadas que ofrecen servicios muy distribuidos en multitud de países alcanzando una adecuada proximidad a sus clientes.

De acuerdo con las iniciativas más recientes de integración de Bolsas, ya no se puede hablar solo de proyectos de consolidación de Bolsas a nivel europeo, ya que también se están produciendo a nivel mundial. Por tanto, parece que este proceso puede ir más allá del ámbito estrictamente comunitario[14].

Lo cierto es que todas estas operaciones corporativas de integración de los mercados han tenido, por ahora, más interés para las entidades rectoras o gestoras de los mismos y sus propios socios o, en su caso, miembros, que para los emisores o los inversores, que hasta el momento no han apreciado ventajas concretas como resultado de tales operaciones.

Por último, la publicación de normas de autorización de la adquisición o venta de participaciones en los mercados, como ha ocurrido últimamente en España, parece verdaderamente contradecir la pretendida libertad de competencia y establecimiento de mercados y servicios financieros que, por otro lado, se predica.

La necesidad de una mayor cultura financiera

Ha sido la propia OCDE quien le ha dedicado recientemente una parte importante de su literatura[15], preocupada por la distancia existente hoy entre amplias capas de la sociedad y el conocimiento de las características intrínsecas de cada producto financiero.

También en fecha reciente el CESE ha hecho una especial recomendación sobre la materia en su Dictamen sobre el Libro Verde de la CE, y considera que los conceptos de riesgo y rendimiento han de ser conceptos básicos de la educación al inversor. Este Comité incluso es partidario de que «se obligue a los intermediarios a proporcionar un asesoramiento adecuado, justo y fiable» que facilite a los consumidores una información que les permita comparar diferentes productos y elegir, con conocimiento de causa, aquellos que mejor se adapten a su perfil de riesgo.

Este Observatorio estima que es importante insistir en la conveniencia de avanzar en la formación financiera de los usuarios finales de los servicios financieros dentro de la UE. Si bien la formación financiera de los usuarios no es necesariamente un ámbito que

14 Dicha propuesta se encuentra alineada con el grupo de trabajo que ya se ha formado en el seno del CESR para establecer un *Mediation Mechanism* en material de valores. Dicho grupo de trabajo está presidido por don Manuel Conthe, presidente de la CNMV.

15 Vease el artículo de Francisco Álvarez, «Los procesos de integración de los mercados bursátiles».

deba remediarse por vía legislativa. Es bien cierto que la Administración comunitaria puede y debe dar pasos importantes en este terreno, aunque la mejora de la situación actual pasaría por la realización de un importante esfuerzo por parte de las entidades financieras que ha de impulsarse fundamentalmente desde una perspectiva asociativa o de Códigos de conducta consensuados de la propia industria financiera.

Solvencia financiera

Basilea II, para la banca, y Solvencia II, para los seguros, suponen un reto de excelencia de gestión y de implantación de metodologías de capital económico y de valoración del riesgo, que reportarán beneficios notables al sector financiero y al conjunto de la economía. Tal proceso, sin embargo, tiene notables complejidades e intensas necesidades de consenso. Actúa, además, sobre un sector, el financiero, que es muy variado desde todos los puntos de vista: en modelos de negocio (mayorista y minorista), en gamas de producto, en tamaño, en forma jurídica. La regulación de la solvencia financiera, en materia bancaria y de seguros resulta una prueba determinante del éxito del PASF.

LOS INDICADORES

Delimitadas por el Observatorio las ineficiencias que a nuestro juicio se han puesto de manifiesto hasta la fecha en el desenvolvimiento del PASF y los retos pendientes de acometer, se trata en los futuros trabajos del Observatorio que, en principio tendrán carácter anual, de proceder a identificar los avances que el desenvolvimiento del PASF ha producido en el mercado financiero europeo eliminando las ineficiencias o barreras detectadas y evaluando los pasos estratégicos futuros para el logro de la libre actuación de los operadores del mercado, así como la adecuada protección de los inversores. Pero no sólo eso. Es preciso evaluar si, aun habiendo alcanzado los objetivos de integración previstos, se han producido ventajas para las empresas europeas y el desarrollo económico (indicadores macro y micro económicos) que constituyen la finalidad última del Plan.

Para ello el Observatorio apunta unos indicadores que podrían servir de guía para medir la consecución de dichos objetivos. Su concreción definitiva y desarrollo serán objeto de estudio por el Observatorio en el futuro. Dichos indicadores, podrían clasificarse en los siguientes grupos:

En relación con la integración financiera, para valorar la importancia relativa de los intermediarios y mercados financieros

· Mercados primarios:
- Emisiones transfronterizas: número de emisiones extranjeras registradas.
- Evolución de los *spreads* en las emisiones de deuda pública.
- Proporción de emisiones de bonos extranjeros sobre el total de emisiones.
- Proporción de inversores extranjeros en las OPV anuales.

· Mercados secundarios:
- Evolución de los volúmenes de negociación bursátil.
- Porcentajes de capital de sociedades cotizadas en manos de no residentes.
- Eficiencia de la liquidación. Porcentaje de operaciones no liquidadas en plazo.
- Número de emisores extranjeros (de un país miembro) con acciones admitidas a negociación en otros mercados europeos.
- Valor de las carteras de negociación.
- Capitalización bursátil.

· Libertad de liquidación:
- Número de operaciones liquidadas con carácter transfronterizo.
- Costes derivados de la liquidación transfonteriza, distinguiendo entre tipos de operadores.
- Número de entidades adheridas a sistemas de liquidación y compensación extranjeros.

· Productos de inversión:
- Número de UCITS con pasaporte comunitario otorgado.
- Porcentaje de partícipes no residentes en las UCITS.

- Volumen de patrimonio en manos de no residentes.
- Tamaño medio de los fondos existentes.
- Distribución geográfica de los productos y las operaciones.
- Actividad transfronteriza de los fondos y planes de pensiones.
- Importancia de los canales de distribución europeos.

· Productos de banca minorista:
- Número de cuentas corrientes abiertas por no residentes.
- Coste de apertura de cuentas corrientes en los distintos países.
- Costes de mantenimiento y cancelación de una cuenta bancaria.
- Costes directos del cambio de banco.
- Costes de realización de pagos transfronterizos.

· Intermediarios:
- Número de empresas de servicios de inversión y entidades de crédito extranjeras actuando en otros países comunitarios (con sucursal o sin presencia física).
- Concentración geográfica de los intermediarios.
- Presencia de extranjeros como miembros de Bolsa u otros mercados.
- Trabas a la negociación remota en las Bolsas.
- Número de clientes extranjeros.
- Número de transferencias transfronterizas.
- Evolución de los márgenes y rentabilidad de los intermediarios.

· Empresas de seguros:
- Cuota de mercado de las empresas extranjeras en términos de primas y actividad transfronteriza.
- Composición de las carteras.
- Número de operaciones de suscripción de pólizas de seguros transfronterizas (vida, automóvil, ahorro...).

· Supervisión:
- Cooperación e intercambio de información entre supervisores.
- Convergencia de organismos supervisores europeos

En relación con la actividad empresarial (indicadores microeconómicos), para evaluar la eficiencia en la asignación de capital desde los ahorradores hacia las inversiones productivas

· Competencia:
- Número de empresas actuando en cada sector de actividad.
- Tamaño de las empresas por sector.
- Fusiones y adquisiciones transfronterizas realizadas.
- Cuota de mercado de las grandes empresas.
- Concentración sectorial.

· Eficiencia del mercado minorista:
- Ratios de costes e ingresos.
- Valor añadido por trabajador.
- Rentabilidades.
- Tasa de operaciones sindicadas.
- Coste medio de las transferencias transfronterizas.
- Costes de liquidación y compensación en las operaciones transfronterizas.

· Financiación de las empresas:
- Costes de los préstamos bancarios.
- Costes de las emisiones de bonos (absolutos y relativos).
- Evolución de la estructura financiera de las empresas.

· Capital riesgo:
- Número de operaciones transfronterizas.
- Tamaño de los operadores (absoluto y relativo).
- Inversiones realizadas por extranjeros en empresas no cotizadas.

· Venta a distancia:
- Comercio en la red y transacciones electrónicas.

Indicadores macroeconómicos, para evaluar el impacto del mercado financiero integrado sobre el desarrollo económico

· Productividad:
  - Evolución de las tasas de productividad del capital y del trabajo.
  - Inversiones en bienes de equipo.
  - Inversiones en I+D+i.

· Producto interior bruto:
  - Crecimiento absoluto y relativo.

· Comercio exterior:
  - Evolución de los intercambios con el exterior.
  - Balanza comercial.

· Inflación, tipos de interés y tipos de cambio.

· Creación de empleo.

CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO

Las conclusiones que se desprenden del estudio realizado son las siguientes:

El Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos nace como continuación al trabajo publicado por la FEF en junio de 2004 bajo el título *Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos* (2 vols.). Este Observatorio se ha creado para evaluar periódicamente los cambios normativos en el ámbito financiero europeo y valorar si se está avanzando en la consecución de un mercado integrado de servicios financieros, como objetivo intermedio para la consecución de un mayor desarrollo económico en la UE.

En esta primera edición se analizan las normas comunitarias emitidas y el estado de su transposición en los Estados miembros, se advierten de algunas deficiencias detectadas hasta ahora, se facilitan recomendaciones, basadas en los trabajos de los autores de las contribuciones que conforman esta obra y, por último, se identifican una serie de indicadores que serán objeto de desarrollo y medición en ediciones futuras de este estudio.

El Observatorio, que se centra en el cumplimiento de los objetivos del PASF, cuya actividad debe extenderse al menos hasta el 2010, fecha fijada en el Libro Blanco para satisfacer las prioridades de la política financiera europea, permitirá a todos los que participan directa o indirectamente en el mercado realizar un seguimiento periódico y continuo sobre:

· La consolidación de la integración financiera.
· El incremento de la productividad y la competitividad de la economía europea.
· La influencia exterior de la Unión Europea.
· Los procesos de consulta sobre el desarrollo de normas abiertos por los reguladores y participar en ellos con nuevos datos y herramientas para evaluar su incidencia sobre la industria.

Aunque nos encontramos en una fecha demasiado temprana para valorar el adecuado funcionamiento del PASF, se han detectado algunas deficiencias que podrían lastrar todo el proceso o afectar a algunos de sus resultados. Las principales deficiencias detectadas hasta ahora, son las siguientes:

· Se ha producido un exceso de regulación en un corto espacio de tiempo, prácticamente en tres años. La gran densidad regulatoria está planteando numerosos problemas y costes para los usuarios finales que tienen que adaptarse al nuevo entorno y también para los propios supervisores que han de dotarse de medios adecuados ante las nuevas exigencias normativas. También se ha observado, en algunos ámbitos normativos, que se ha dejado un margen muy reducido para la autorregulación de los propios participantes en los mercados, a través de reglas no estrictamente jurídicas, sino más bien de tipo ético y profesional, con frecuencia reflejadas en Códigos de Conducta.
· El tiempo de concreción de las medidas de Nivel 2 se considera muy elevado y es previsible que la actualización de las normas de este nivel para adaptarse a las condiciones cambiantes del mercado también se demoren bastante en el tiempo. Esto último puede significar que el proceso de elaboración de normas seguido no sea lo suficientemente ágil y flexible como inicialmente se perseguía.

· Se aprecia una escasa participación de la industria española en el proceso regulatorio que se traduce en un reducido seguimiento de las iniciativas europeas y en la falta de respuesta a las consultas y solicitudes de información que canaliza el CESR, a través de la CNMV. Las normas financieras se aprueban fuera de nuestras fronteras y al igual que hace la industria financiera de otros países comunitarios que se muestran muy involucrados en todo el proceso de elaboración de las normas financieras europeas, es importante que los usuarios, consumidores, inversores, intermediarios, asociaciones profesionales y demás participantes en los mercados planteen y defiendan en estos foros el modelo de mercado financiero que queremos.
· Las dificultades de comercialización transfronteriza de los OICVM y la falta, a la fecha actual, de una definición clara y de una interpretación homogénea de los activos aptos para los OICVM armonizados.

Del estudio realizado, basado en las aportaciones recibidas, se señalan algunas recomendaciones, entre las que destacan las siguientes:

· Para conseguir el objetivo perseguido por el PASF es necesario concluir el proceso de elaboración de normas y su correcta transposición en los Estados miembros, sin retrasos injustificados. Con el propósito de evitar diferencias regulatorias, la transposición debe hacerse de forma no arbitraria y coherente con el contenido de las Directivas.
· La necesidad de avanzar en la mejora de los sistemas de coordinación y colaboración, geográfica y funcional, de los diferentes sistemas de supervisión europea. Es muy conveniente prestar una atención permanente a la falta de armonización, tanto en la regulación como en la supervisión efectiva realizada por los distintos organismos supervisores comunitarios, de manera que desaparezca la oportunidad de realizar arbitrajes regulatorios entre los Estados miembros de la UE.
· Es necesario ahondar en la armonización, y en todo caso, en el funcionamiento coordinado desde un punto de visto técnico y jurídico, de los sistemas de compensación y liquidación comunitarios. Esta iniciativa, a la que el PASF dedicó escasa atención, está todavía, debido a su dificultad técnica, pendiente de concreción y desarrollo. Esta recomendación se basa en el deficiente funcionamiento que se ha detectado en la liquidación de las operaciones transfronterizas.
· Es preciso impulsar el proceso de integración de los servicios de banca minorista, en los que el avance ha sido muy inferior al introducido en banca mayorista y se mantienen aún muy segmentados. Para la banca española, dada su especialización en banca minorista, todos estos procesos tienen un interés especial, por lo que deberá constituirse en sector activo e interlocutor ineludible de todos estos procesos en sus diferentes fases.
· Favorecer una mayor cultura financiera, si bien éste no es un ámbito que deba necesariamente remediarse por la vía legislativa, sino que bastaría con el esfuerzo de las instituciones y de los participantes en los mercados, especialmente los intermediarios, que deberían proporcionar un asesoramiento adecuado a la complejidad de los productos financieros más sofisticados.
· La ausencia de una regulación fiscal armonizada constituye una de las grandes carencias de la regulación europea e impide que exista una verdadera oferta transnacional de productos financieros. Por ello, tanto la Comisión como los Estados miembros y el conjunto de entidades y consumidores deberían considerar como objetivo para los próximos años la eliminación o reducción de obstáculos fiscales actualmente existentes para lograr un mercado de capitales y servicios financieros competitivo.

Por último, el Observatorio ha señalado una amplia serie de indicadores de seguimiento de la integración de los mercados y de su concreción en el desarrollo económico de la UE que podrían constituir el punto de partida para ediciones posteriores en las que se concretarán y medirán los indicadores para evaluar el proceso de integración financiera en la Unión Europea.

ANEXO 1

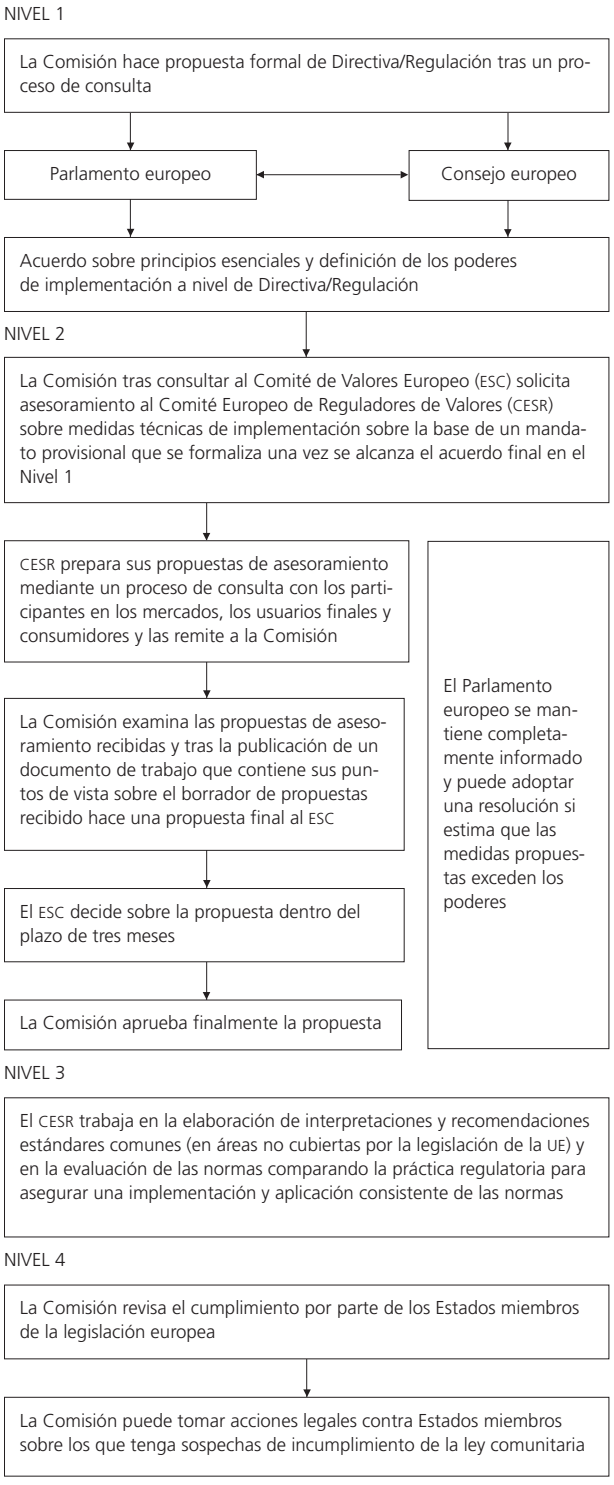
GLOSARIO DE TÉRMINOS

AIAF	Mercado bursátil secundario oficial español de negociación de valores de renta fija
CE	Comisión Europea
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESB	Comité Europeo de Supervisores Bancarios
CESE	Comité Económico y Social Europeo
CESR	Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DAM	Directiva de Abuso de Mercado
DSI	Directiva de Servicios de Inversión 93/22/EEC
ECOFIN	Consejo de Economía y Finanzas
ESC	European Securities Committee
ESI	Empresa de servicios de inversión
FEF	Fundación de Estudios Financieros
IS	Internalizadores sistemáticos
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
MiFID	Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros.
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OICVM	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OPV	Oferta Pública de Venta
PASF	Plan de Acción de Servicios Financieros
SMN	Sistemas multilaterales de negociación
UCITS III	Directivas 108/2001 y 107/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de enero de 2002.
UE	Unión Europea

ANEXO 2

PROCEDIMIENTO LAMFALUSSY

Proceso legislativo en el ámbito de valores (posteriormente extendido a los restantes sectores financieros)



- NIVEL 1
  Principios esenciales DIRECTIVAS

- NIVEL 2
  Medidas técnicas de implementación.
  Proceso de comitología.
  CESR elabora asesoramiento técnico para la CE.
  Normativa europea de aplicación directa (Reglamento de la Comisión)

- NIVEL 3
  Aplicación homogénea de la regulación (CESR)
  (Recomendaciones, Interpretaciones, etc.)

- NIVEL 4
  Cumplimiento o *enforcement* (CE)

RELACIÓN DE TRABAJOS APORTADOS AL OBSERVATORIO

LA SUPERVISIÓN DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA

Gregorio Arranz Pumar

ABOGADO. DESPACHO JONES DAY

INTRODUCCIÓN

Cualquier aproximación al tema de la supervisión de valores en la Unión Europea debe ir precedida por una consideraciones, básicas e introductorias, sobre el tema de la supervisión financiera en general.

El papel que cumplen las entidades financieras, ya sea de crédito, de seguros o de valores, como intermediarios financieros, así como su función fiduciaria al administrar los fondos confiados por sus clientes, hacen imprescindible su sujeción a una regulación específica, de índole cautelar, y, como corolario de esto último, a una supervisión también específica. Esto es un tema pacífico, que hoy nadie cuestiona. Lo contrario ocurre cuando se trata de concretar más sobre qué estructura regulatoria debe implantarse, aquí cada posible alternativa organizativa es objeto de polémica, a veces muy intensa.

La primera cuestión se refiere al tema de autorregulación *versus* heterorregulación. Los defensores de la primera entienden que los propios sujetos del mercado son los que deben darse una reglas sobre cómo actuar, reglas no estrictamente jurídicas, sino más bien de tipo ético y profesional, con frecuencia reflejadas en Códigos de conducta. En este modelo la supervisión no corresponde a un agente público, sino a los representantes de la propia industria (*peers review*), agrupados en organismos profesionales. Este modelo hoy ha quedado prácticamente superado, al imponerse claramente los esquemas de heteroregulación, donde la actuación de las entidades financieras está sujeta a reglas de carácter jurídico-público vinculantes, siendo supervisadas por un órgano público, ajeno al sector, a quien también corresponde el *enforcement* (la exigibilidad) de la normativa. La evolución del sistema regulatorio del Reino Unido, que de constituir el paradigma de la autorregulación ha pasado a constituir un sistema muy heterorregulado, con normas muy precisas que abarcan prácticamente todos los entresijos de la actividad de las entidades financieras[1] y un regulador único realmente poderoso, es la mejor prueba de lo que digo.

Admitida la solución heterorregulatoria, aparecen inmediatamente nuevos puntos de discusión. El primero se refiere a la autonomía de que deben contar los reguladores. Una primera solución sería encargar la supervisión a la propia administración pública financiera ordinaria, léase Ministerios de Economía y Tesoros nacionales. Esta solución, que fue la adoptada en España para la supervisión de valores hasta la Ley de Mercado del Valores (LMV) de 1988, y que todavía perdura para el sector de los seguros, hoy prácticamente nadie la defiende. Una supervisión eficaz requiere la creación de una agencia *ad hoc*, con poderes suficientes, personal especializado y recursos económicos, así como cierta capacidad regulatoria[2]. Solo un organismo

1 Recuérdese como ejemplo la reciente polémica sobre la consideración de las *soft commissions* y el triunfo final de la opción regulatoria.

2 De ahí el nombre de «reguladores» que parece haber triunfado sobre el de supervisores.

independiente y bien dotado puede ejercer su función supervisora, ajeno a toda influencia política y con capacidad de «penetrar» un sector caracterizado por su enorme complejidad y los poderosísimos intereses en juego.

El siguiente nivel de polémica se centra en si debe haber un regulador único o varios, en este último caso organizados en base a un criterio sectorial o funcional.

El esquema que podemos llamar tradicional es el que tenemos en España, donde el Banco de España, la CNMV y la DG de Seguros supervisan respectivamente los sectores de las entidades de crédito, valores y seguros. Este esquema organizativo sigue siendo el predominante a nivel mundial, a veces notablemente complicado por la existencia de una estructura política de tipo federal o por reminiscencias históricas, como ocurre en Estados Unidos.

Frente al esquema tradicional, parece estar ganando especial aceptación el modelo opuesto de un regulador único para el sector financiero, del que fue claro impulsor el Reino Unido[3] con la creación en 1997 de FSA (*Financial Services Authority*). El modelo ha sido adoptado también por Alemania (sin perjuicio de retener los *länder* sus competencias), Austria, Irlanda y Japón, entre otros Estados.

El llamado modelo integrado trata de hacer frente a varias nuevas realidades de indudable impacto, como son la aparición y consolidación de los conglomerados financieros y la enorme porosidad existente entre los servicios y productos financieros (baste recordar toda la gama de productos estructurados o la figura de los *unit links* referidos a cestas de valores o fondos de inversión) y, en parte como consecuencia de esto último, la frecuente incursión de las entidades financieras en actividades que no son las tradicionalmente típicas de su categoría (siendo los bancos el ejemplo más claro —«banca universal»— pero ni mucho menos el único). El modelo, como siempre ocurre, tiene sus detractores que, entre otras cosas, ponen de manifiesto el enorme poder que acumulan estos organismos[4] y el conflicto de intereses que, al menos conceptualmente, se origina a la hora de atender dos prioridades como supervisor, la solvencia financiera de la entidad y la protección de sus clientes; conflicto que se evidencia principalmente en los supuestos de crisis de dicha entidad[5] y, a un nivel más general, a la hora de adoptar políticas y medidas encaminadas a tratar el riesgo sistémico. A pesar de estas críticas, personalmente tengo cierta preferencia por el modelo integrado.

Como forma de solventar el citado conflicto se ha sugerido un tercer modelo de organización regulatoria, donde habría dos reguladores con una especialización funcional y no sectorial. Así, habría un regulador encargado de velar por la solvencia financiera de las entidades de todo tipo y en general por los aspectos prudenciales, y otro, también multisectorial, encargado de proteger a los inversores y asegurar la corrección y transparencia de todos los mercados[6].

Esto modelo, con variantes, es el elegido por Australia (1997) y Holanda (2002), junto con otros países. El sistema italiano, caracterizado por atribuir al Banco de Italia la supervisión prudencial de bancos y ESI (Empresas de Servicios de Inversion) y a la CONSOB la supervisión de la relación de dichas entidades con sus clientes en general (y no sólo de los aspectos bursátiles), guarda similitudes con el modelo dual, pero dejando fuera al sector seguros. Algo similiar ocurre en Francia desde la creación de la AMF (Autoridad de Mercados Financieros) en el año 2003. Este modelo se conoce como modelo *twin peaks*.

LA SUPERVISIÓN DE VALORES

La integración de los mercados financieros constituye una pieza esencial en todo proyecto de crear un mercado único europeo.

Tras la aprobación de la llamada Acta Única[7] se pusieron en marcha las primeras iniciativas para con-

3 Manifestaciones más limitadas y sobre todo sin tanta repercusión se produjeron antes en Noruega 1986, Dinamarca 1988 y Suecia 1992.

4 Preocupación que debería paliarse, al menos en parte, si se les dota de mecanismos eficientes de control y auditoría interna y se garantiza un adecuado nivel de control parlamentario.

5 Si bien dicho conflicto se da igual habiendo un regulador diferente para cada tipo de entidad.

6 En mi opinión, la especialización funcional pretendida también se puede conseguir organizando adecuadamente el regulador único: divisiones separadas y autónomas, mecanismos para resolver los conflictos de interés, etc.

7 De 17-2-1986, que reformó como es sabido el tratado inicial de la CEE.

seguir un mercado único para los servicios financieros, y aunque se consiguieron algunos logros, puestos de manifiesto con la aprobación de algunas Directivas importantes, lo cierto es que se llegó a la fecha límite de 1993 sin conseguir el objetivo previsto de alcanzar un auténtico mercado único.

En este período sobresale la aprobación de la llamada Directiva UCITS[8] de 1985, relativa a las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC). Esta norma comunitaria consagra el llamado «principio de reconocimiento mutuo», en virtud del cual los reguladores de cada Estado miembro dan por buenas las autorizaciones y actuaciones que cada uno realiza respecto a las instituciones financieras que respectivamente supervisan. La consecuencia inmediata de este mutuo reconocimiento es que las instituciones y productos autorizados en cada Estado van a poder operar en otros Estados, sin necesidad de nuevos controles, actuando la autorización inicial del regulador del país de origen a modo de pasaporte válido para el resto de la Unión.

Este sistema de confianza recíproca descansa sobre ciertas premisas:

· Una aproximación sustancial en la legislación aplicable, normalmente operada vía Directivas.
· Unas herramientas y estándares de supervisión equiparables.
· Un importante grado de colaboración entre los reguladores.

El sistema de la Directiva UCITS fue adoptado luego en otros campos. El reconocimiento mutuo puede recaer sobre productos, caso de las IIC y los folletos, tanto de oferta como de admisión a cotización o sobre sujetos como ocurre con la Directiva de Servicios de Inversiones[9], según la cual está previsto que se beneficien del llamado pasaporte las empresas de servicios de inversión (incluidos también los bancos que prestan estos servicios). En relación con otros servicios financieros, como los bancarios y de seguros, se ha operado de forma similar, si bien la armonización ha estado centrada fundamentalmente en los sujetos, distinguiendo a veces según la actividad típica de éstos (así, en el sector seguros, Directivas distintas se aplican para los ramos de vida y no vida).

El sistema mostró pronto sus ineficiencias así, las distintas Directivas sobre el folleto no consiguieron implantar un sistema eficiente de OPV transfronterizas y no obstante las bienintencionadas previsiones de la DSI, el acceso remoto a los mercados regulados no siempre se ha permitido a las empresas de otros Estados.

Por otra parte, en esta etapa el número, naturaleza y poderes de los reguladores queda completamente al arbitrio de la legislación nacional, siendo esta solución una manifestación más del principio de subsidiaridad.

EL «PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS» Y EL «INFORME DE LOS SABIOS»

Como respuesta a las limitaciones del marco institucional hasta entonces vigente, la Comisión aprobó en mayo de 1999 el llamado Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), en el que se incluían cuarenta y dos medidas legislativas cuya efectiva implementación permitiría en el año 2005 conseguir lo no alcanzado en 1993, un auténtico mercado integrado de los servicios financieros.

El esfuerzo normativo debería centrarse en las siguientes áreas:

· Empresas de servicios de inversión y mercados regulados.
· Folletos.
· Abuso de mercado.
· Información que proporcionan las empresas cotizadas (transparencia).

Como veremos luego, sendas Directivas sobre dichas materias se fueron aprobando en los años siguientes a la aprobación del Plan.

Poco después de aprobarse el FSAP, el Consejo Europeo de Ministros de Economía y Finanzas (en adelante, ECOFIN) de julio de 2000, designó un «Comité de Sabios», dirigido por Alexander Lamfalussy, encomendándole una reflexión en profundidad sobre el sistema regulatorio y de supervisión vigente, que diera algunas recomendaciones sobre su mejora. El Informe

8 Directiva 85/611/CE

9 Directiva 93/22/CEE, conocida como DSI.

final, de 4 de febrero de 2001, fue aprobado por el ECOFIN de marzo de ese mismo año.

El Informe destaca los factores[10] que están frenando el desarrollo del mercado de valores europeo, entre los que destaca las insuficiencias de la regulación.

El Informe recomienda una nueva estructura normativa con cuatro niveles (que luego comentaremos con algo más de detalle), la creación de una red de supervisores y la reorganización de los comités de valores existentes.

Las Directivas previstas en el PASF han asumido sin excepción el esquema regulatorio diseñado en el Informe del Comité de Sabios. Por otra parte, se han constituido los dos comités propuestos, el Comité Europeo de Valores (ESC) y el Comité Europeo de Reguladores (CESR), a los que luego nos referiremos.

A diferencia del FSAP, que incidía sobre los tres sectores financieros, banca, seguros y valores, el Informe solo se refería a este último. Sin embargo, el Consejo ECOFIN de diciembre de 2002, a la vista de la idoneidad de las soluciones propuestas en el Informe y a las semejanzas entre los tres sectores, decidió extender sus recomendaciones a los de banca y seguros[11].

Recientemente (diciembre del 2005), la Comisión ha publicado un Libro Blanco (*White Paper*) sobre la Política de Servicios Financieros para el quinquenio 2005-2010, donde se hace una valoración global del proceso y se establecen ciertas prioridades.

EL NUEVO SISTEMA DE FUENTES

El Informe critica con rigor el sistema normativo existente[12] hasta entonces. Así, se estima que la Directiva no constituye el vehículo normativo ideal para conseguir una armonización real en el sector de los valores debido al carácter excesivamente genérico que normalmente tienen sus previsiones, lo que con frecuencia se traduce en regulaciones nacionales muy diferentes y/o actuaciones de los reguladores claramente contradictorias (que desgraciadamente muchas veces encubren sonrojantes prácticas proteccionistas). A ello hay que añadir el largo período de tiempo necesario para su aprobación (especialmente tras la adopción del llamado mecanismo de codecisión[13]) y el largo plazo que se otorga a los Estados para su transposición (normalmente dieciocho meses). Además, es desgraciadamente muy normal que los Estados no cumplan el plazo previsto, siendo por otra parte los mecanismos de reacción de que dispone la Comisión ante dichos incumplimientos lentos y poco eficaces.

El sistema también se caracterizaba por su rigidez, ya que todas las normas comunitarias tenían igual rango, sólo subordinadas a los Tratados constitutivos. Ello provocaba los siguientes efectos perversos:

· No había posibilidad de distinguir entre normas básicas o de principios y de detalle o desarrollo.
· Cualquier cambio normativo requería transitar el largo y pesado proceso normativo seguido para la aprobación inicial de la norma. En este sentido, el recurso a la llamada comitología sólo permitía aclarar o precisar temas puntuales de carácter muy técnico[14]

Además, con frecuencia las soluciones eran ambiguas y su implantación reforzaba este defecto.

Como respuesta a la situación, el Informe Lamfalussy prevé un nuevo esquema normativo con cuatro niveles:

· El Nivel 1 lo integran las leyes marco, que adoptarán la forma de Directivas o preferentemente Reglamentos (aunque hasta ahora han predominado las primeras). Se limitarán a definir los principios generales y los objetivos de la normativa, y que —de acuerdo con lo previsto en el Tratado— continuarán siendo elaboradas por el procedimiento tradicional: propuesta de la

10 Otros factores señalados son la falta de una regulación adecuada sobre ciertas materias (folleto, abuso de mercados, servicios de inversión), insuficiente implementación de las Directivas, falta de adecuados sistemas de liquidación y limitado desarrollo de los fondos de pensiones.

11 La Directiva 2005/1/CE reforma de forma consistente el esquema de comités que preveían las Directivas de banca y seguros.

12 Como dice la Introducción, «current regulatory framework is too slow, too rigid, complex and ill-adapted to the pace of global financial maket change»

13 Que implica una intervención muy relevante del Parlamento Europeo en los procesos normativos.

14 Todas las Directivas preveían la creación de diferentes tipos de comités con capacidades interpretativas y adaptativas; de ahí la expresión «comitología».

Comisión y aprobación conjunta por el Consejo y el Parlamento[15].

· El Nivel 2 lo constituirán las normas de desarrollo, que podrán adoptar la forma de Directiva o la de Reglamento, siendo posible que una Directiva Nivel 1 sea desarrollada por un Reglamento Nivel 2 o también por una Directiva Nivel 2. Serán promulgadas por la Comisión en virtud de una delegación específica contenida en la norma de Nivel 1 y elaboradas de acuerdo con un nuevo procedimiento simplificado; este proceso se inicia por la Comisión, que está obligada a solicitar el asesoramiento técnico de CESR, y pasa por la aprobación de ESC.

· El Nivel 3 estará formado por las interpretaciones comunes, recomendaciones y códigos voluntarios aprobados por CESR.

· El Nivel 4 consistirá en un mayor control por parte de la Comisión Europea de que los Estados miembros están cumpliendo con sus compromisos de aplicar el Derecho comunitario[16]. Se trata de un campo al que hasta el momento se le había prestado poca atención, no obstante su importancia.

En relación con el esquema descrito se pueden hacer algunos comentarios:

· La distinción entre los contenidos de Nivel 1 y 2, aunque conceptualmente clara, en la práctica plantea muchas dudas (al igual que ocurre con la diferenciación entre materia propia de ley o de reglamento a nivel nacional). Además, el tiempo necesario para elaborar las medidas de Nivel 2 resulta con frecuencia excesivamente dilatado.

· No está prevista ninguna norma que cumpla *servata distancia* un papel similar a la LMV. El derecho del mercado de valores europeos sigue caracterizándose por su fragmentación. La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID, de 2003), aunque muy completa, no resuelve totalmente el problema.

· La no intervención formal del Parlamento en la génesis de las normas de Nivel 2 ha dado lugar a que se hable de un cierto déficit democrático en todo el proceso. En el Informe se trata de subsanar este vicio, dando especial importancia a los trámites de consulta pública, por un lado, y, por otro, exigiendo a la Comisión que tenga informado al Parlamento del proceso normativo. Además, la norma de Nivel 2 sólo puede regular aquello para lo que tenga una habilitación específica en la norma de Nivel 1. Posteriormente, en el Libro Blanco se ha dado especial importancia a las consultas transparentes y a las evaluaciones previas y posteriores a la adopción de la normativa.

· Las orientaciones y recomendaciones del Nivel 3 a adoptar por el CESR requieren ser aprobadas por unanimidad, lo que frecuentemente provocará que no se den sobre los temas que sean más polémicos. Además, por su propia naturaleza, las recomendaciones no son realmente obligatorias y los supervisores sólo las aplicarán «sobre una base voluntaria».

· En relación con el Nivel 4, no hay que olvidar que la Comisión Europea es la «guardiana de los Tratados». Se trata de un tema al que el Libro Blanco da especial importancia.

· El Libro Blanco también menciona la alta «densidad regulatoria» producida, llegándose a hablar de cierta «fatiga regulatoria».

LA RED DE REGULADORES EUROPEOS

La nueva etapa regulatoria requeriría no sólo un nuevo sistema de fuentes, sino, también, un nuevo enfoque de los reguladores nacionales (estatus y funciones) y de los mecanismos de cooperación entre ellos.

El Comité de Sabios analizó y descartó inicialmente la posibilidad de crear un regulador único (o principal) con competencias directas sobre todo el mercado financiero. Por razones pragmáticas (dificultad inicial de implementar el modelo anterior[17]), se opta por un

15 Todo el informe rezuma una especial preocupación por respetar los poderes del Parlamento, por convicción de que representa el «contrapunto democrático» y, creo yo, también por un deseo pragmático de no ganarse su enemiga.

16 El informe recuerda cómo la mera apertura de un procedimiento por la Comisión con frecuencia fuerza al Estado «violador» a reaccionar.

17 De tipo jurídico, pues sería necesario modificar los tratados, pero también de índole práctico, dado su carácter extremadamente ambicioso. No es de extrañar que la solución encontrase la oposición de muchos gobiernos y de no pocos reguladores.

modelo de integración parcial mediante la creación de una red (*network*) europea de reguladores.

El esquema de red se contemplaba en el Informe y su implementación aparece en las diferentes Directivas que se dictan en ejecución del FSAP, y en especial en la Directiva de Abuso de Mercado y en la Directiva 2004/39/CE, de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), a ambas nos referiremos. La no aprobación de un Reglamento base, a modo de marco legislativo fundamental obligó a tomar esta solución.

Las notas que definen el nuevo esquema de red son:

· Existencia de un regulador único por Estado, con poderes similares («convergencia regulatoria»).
· Cooperación estrecha entre los reguladores nacionales a través de mecanismos que se explicitan («convergencia supervisora).
· Creación de dos nuevos comités de valores con funciones asesoras y, sobre todo, coordinadoras: el ESC y el CESR, de los que hablamos a continuación.

Antes de seguir adelante, hay que mencionar que aunque el Informe descartaba inicialmente la existencia de un Comité de Regulación único, no descartaba, en cambio, su implantación más adelante, recomendándose que en el 2004 se revisase el esquema implementado.

COMITÉS DE VALORES

En el nuevo esquema institucional y regulatorio juegan especial importancia los dos comités de nueva creación:

· El Comité Europeo de Valores (ESC) se constituye por el acuerdo de la Comisión 2001/1993. Sus principales características son:

- El ESC lo preside un representante de la Comisión y sus miembros serán altos funcionarios (Secretarios de Estado y similares). De esta forma, se garantiza la participación de los Gobiernos de los Estados miembros en la elaboración de las normas.
- Las propuestas normativas de la Comisión (Nivel 2), requieren para ser aprobadas por este Comité una mayoría cualificada, ponderados los votos al igual que en las decisiones del Consejo de Ministros.
- Aparte de su papel regulador, actúa como asesor de la Comisión en relación con las normas de Nivel 1.

· El Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR).

El Comité fue formalmente creado[18] por una decisión de la Comisión (de 6 de junio de 2001) y se rige por su Carta fundacional, aprobada por los propios supervisores. Está constituido por representantes de alto nivel de cada regulador, es presidido por uno de sus miembros (no por el representante de la Comisión), siendo el mandato presidencial de dos años de duración, se financia exclusivamente con contribuciones de sus socios y dispone de su propio secretariado, con sede en París. Las funciones de CESR son fundamentalmente de cuatro tipos:

- El CESR constituye el vértice de la red de supervisores, con la misión de garantizar su funcionamiento efectivo y la aplicación análoga de la normativa en todo el espacio europeo.
- El CESR es, por expreso mandato de la Directiva 2003/6, garante del buen funcionamiento de la red de cooperación entre supervisores: si un supervisor no recibe la información o cooperación que ha solicitado de otro, puede denunciar este incumplimiento ante CESR, «donde se debatirá el asunto con objeto de encontrar una solución rápida y eficaz».
- El CESR puede promulgar recomendaciones, estándares y códigos, de carácter voluntario. En este Nivel 3 se debe actuar por consenso.
- También le corresponde velar para una puntual y consistente transposición de las Directivas.
- Finalmente, el Comité asesora a la Comisión europea, bien a petición de ésta o a su propia iniciativa, siendo obligatorio que la Comisión solicite este asesoramiento antes de promulgar normas de Nivel 2. El CESR, a su vez, debe someter a consulta pública los documentos que prepare.
- Periódicamente ejerce un *peer review* de las regulaciones y prácticas nacionales.

18 El FESCO (Forum de Comisiones de Valores Europeas) puede ser considerado, en cierta forma, como un antecesor. Sin embargo, el FESCO nunca tuvo un reconocimiento institucional y en consecuencia no podía emitir actos propios con relevancia jurídica.

LA DIRECTIVA DE ABUSO DE MERCADO

La Directiva 2003/6 sobre Abuso de Mercado (DAM), aparte de regular todo lo relativo a información privilegiada y la manipulación de mercado, establece por primera vez, en la etapa post-Lamfalussy, las pautas del nuevo esquema regulatorio europeo.

A nivel nacional, la Directiva impone lo siguiente:

· En cada Estado debe haber un regulador nacional reconocido como tal.
· El regulador debe tener una naturaleza independiente, lo que implica tener una financiación suficiente.
· El regulador, sin dejar de ser el responsable, puede delegar facultades en otras autoridades u organismos de mercados.
· En todos los Estados, el regulador debe tener un mínimo de poderes que se detallan[19], incluida la posibilidad de imponer sanciones.
· Las sanciones deben ser siempre recurribles ante los tribunales.

Por otra parte, el artículo 16 regula todos los mecanismos de cooperación entre autoridades competentes de diferentes Estados. Los mecanismos han sido incluidos y desarrollados posteriormente en la MiFID, y será al analizar a continuación dicha Directiva donde los veremos con más detalle.

La competencia de cada regulador nacional se extiende:

· Cuando se trate de instrumentos financieros negociados en un mercado ubicado en su territorio, a cualquier conducta abusiva, aunque tenga lugar fuera de su territorio.
· Si los instrumentos se negocian en un mercado distinto, la competencia se limita a las actuaciones irregulares realizadas en su territorio.

19 Las facultades son las siguientes: (i) realizar requerimientos de información y de todo tipo de documentos, así como interrogatorios, dirigidos a cualquier persona; (ii) inspecciones in situ; (iii) solicitar registros sobre tráfico de datos y datos telefónicos; (iv) solicitar el cese de una práctica o la comercialización de un instrumento financiero; (v) solicitar la congelación y el secuestro de activos, así como la prohibición temporal para ejercer una actividad. Los Estados pueden atribuir directamente facultades ejecutivas al supervisor o permitir que solicite la medida de una autoridad.

MECANISMOS DE COOPERACIÓN PREVISTOS EN LA MIFID

Dejando aparte lo previsto en otras Directivas (folleto y transparencia, Directivas 2003/71 y 2004/109) que poco añaden a la DAM, nos referimos aquí especialmente a la MiFID para ilustrar cómo se han introducido las recomendaciones del Informe en materia de cooperación entre reguladores.

Dentro del Título IV, intitulado Autoridades Competentes, el primer capítulo se dedica a los poderes de las autoridades nacionales (con unas previsiones similares a las contenidas en la DAM, el segundo —que es el que aquí nos interesa—, a la cooperación entre las mismas, y el tercero, a las relaciones con terceros Estados.

La regulación la podemos sintetizar de la siguiente forma:

· Se establece una obligación general de cooperar entre los reguladores. En especial, deberán intercambiar información y cooperar en cualquier investigación.
· Con independencia de la estructura regulatoria de cada Estado, éstos deben designar un único «punto de contacto» con otros reguladores.
· De forma más específica se prevé que una autoridad pueda recabar la colaboración de otra para una supervisión o una inspección in situ. La autoridad que recibe la solicitud puede, a su vez, operar de alguna de las siguientes formas:
  - Realizando ella misma la investigación.
  - Permitiendo que la realice la autoridad solicitante.
  - Recurriendo a auditores o expertos.

Además, se contempla de forma muy novedosa que si la ESI es un miembro remoto de un mercado, la autoridad con competencias sobre el mercado puede dirigirse directamente a la misma, comunicándolo luego a su regulador.
· La información debe suministrarse «inmediatamente» y se podrá exigir que no se divulgue sin consentimiento expreso del remitente. En todo caso, la información recibida sólo puede utilizarse para alguna de las siguientes finalidades:
  - Para verificar el cumplimiento de las condiciones que regulan el acceso a la actividad de las empresas de inversión y facilitar la supervisión.

- Para supervisar el funcionamiento apropiado de los centros de negociación..
- Para imponer sanciones.
- En caso de recurso administrativo contra decisiones de las autoridades competentes en procedimientos judiciales y en mecanismos extrajudiciales para las denuncias de los inversores.

· La Directiva limita de forma taxativa los casos en que la cooperación puede ser rechazada. Éstos son:

- 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.
- Se haya incoado un procedimiento judicial por los mismos hechos y contra las mismas personas.
- Se haya solicitado ya una resolución judicial.

La denegación se comunicará debidamente facilitando la mayor información posible.

· Por otra parte, se prevé un mecanismo de consultas entre reguladores —tradicional en el Derecho comunitario— siempre que se vaya a autorizar una ESI filial de otra ESI o de una entidad de crédito domiciliada en otro Estado miembro.

· Finalmente, el que la autoridad «más importante» sea la del país de origen no es óbice, como ya se preveía en la DSI, para que la del país de acogida tenga algunas facultades:

- Recabar información con fines estadísticos o para velar que se cumple la normativa de su responsabilidad.
- Adoptar medidas preventivas. La adopción de estas medidas presupone una actuación irregular de la ESI en el país de acogida y que su autoridad nacional no reacciona, una vez informada de ello por la autoridad de dicho país de acogida. En todo caso, de las medidas adoptadas se informará a las autoridades del país de origen. Las medidas pueden llegar a impedir que la ESI emprenda nuevas actividades.

Estas mismas reglas están previstas para los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación.

DOCUMENTO DEL CESR SOMETIDO A CONSULTA SOBRE HERRAMIENTAS DE SUPERVISIÓN (OCTUBRE 2004).

Dos son los objetivos del documento:

· Examinar el grado de integración del mercado de valores europeos a la luz de la aplicación del FSAP.

· Examinar las herramientas de supervisión que pueden utilizar los reguladores europeos para conseguir dicha integración del mercado.

En el primer aspecto, lo más destacado es la constatación del diferente grado de integración según los sectores. Para este trabajo tiene bastante más interés el segundo. Las principales consideraciones que se hacen son las siguientes:

· Más que crear órganos nuevos (ámbitos de decisión nuevos) se estima necesario mejorar el funcionamiento de la red de reguladores, todo ello con un enfoque pragmático y «adaptativo». Las llamadas opciones «transnacionales», i.e., el regulador europeo, sólo tienen sentido si lo anterior no es posible.

· La cooperación entre reguladores va ser mucho más necesaria tras la implementación de las Directivas del FSAP.

· Todos los reguladores deben tener una gama de mecanismos de supervisión similares.

· El documento examina especialmente el papel del CESR en el Nivel 3, mencionando, entre otros, los siguientes temas:

- Hay que procurar que los reguladores tengan una aproximación convergente a los problemas y sepan calibrar las regulaciones.
- Convergencia regulatoria (sobre todo mediante recomendaciones) y también supervisora (reconocimiento mutuo y cooperación)
- Debe evitarse la aplicación abusiva de las Directivas (i.e., proteccionista)
- Actuación en caso de crisis.
- Identificación de nuevos problemas y postura a tomar ante la innovación financiera.

· Para mejorar la actual situación de la red de reguladores, el documento menciona la implementación de

ciertas nuevas herramientas entre las que podemos mencionar:

- Uso de la figura del supervisor «coordinador» o «principal» (*lead regulator*), cuando intervengan varios de ellos.
- Discusión de «programas de supervisión» comunes para todos los reguladores.
- Elaboración de un modelo estándar de MOU (*Memorandum of Understanding* o Acuerdo de Colaboración entre Reguladores).
- Mejorar el funcionamiento de las investigaciones. Facilitar las investigaciones conjuntas de las instituciones operando en varias jurisdicciones.
- Creación conjunta de una base de datos de las sanciones impuestas.
- Posibilidad de que el CESR otorgue una «pre-aprobación» a productos nuevos con vocación de colocarse en diferentes países.
- Consulta a otros reguladores antes de autorizar productos o servicios, si la decisión va a tener un impacto amplio.
- Un mayor papel del mecanismo de mediación bilateral como forma de resolver conflictos en la interpretación de las Directivas y acentuar el papel del CESR como «supervisor de supervisores», dentro del marco vigente.
- Revisión por los reguladores (*peers pressure*) que un concreto regulador esté aplicando correctamente las Directivas y publicidad de la aplicación inadecuada de las mismas. Esta medida también resalta el papel del CESR como «supervisor de supervisores».
- Creación de registros centrales de información regulada (i.e., sobre ciertas transacciones según la MiFID o sobre las propias sociedades cotizadas según la Directiva de Transparencia).

· El documento también revisa el tema clave de las relaciones bilaterales entre el regulador del país de origen y el de acogida. Aquí, el documento menciona expresamente la emergencia de fenómenos nuevos antes los cuales no basta con aplicar como hasta ahora el sistema de pasaporte: operadores con vocación inicial de operar en varios (no dos) países de la Unión, productos inicialmente concebidos para varios mercados iniciales... En este campo se propone, entre otras, las siguientes medidas:

- Intercambio de programas de supervisión.
- Inspecciones conjuntas.
- Consulta previa de las decisiones importantes.
- Delegación de competencias de un regulador en otro, hasta ahora sólo prevista en la Directiva de Folletos.

LA COLABORACIÓN ENTRE LOS TRES REGULADORES

El Protocolo Conjunto de Cooperación

El 24 de noviembre de 2005 los reguladores europeos de mercados de valores (CESR), banca (CEBS) y seguros (CEIOPS) firmaron un Protocolo Conjunto de Cooperación. La adopción del mismo esquema Lamfalussy por los tres sectores obliga a intentar un enfoque «consistente» (palabra que se repite a lo largo del Protocolo) a la hora de tratar problemas o situaciones comunes a los tres sectores. En otras palabras, se busca una mayor coordinación entre los reguladores, cuestión a la que también da especial importancia el Libro Blanco.

En el texto se prevén los siguientes instrumentos de actuación:

· Reuniones y contactos periódicos de diferente nivel.
· Intercambio de información (especialmente la relacionada con las reuniones plenarias de cada comité).
· Trabajos conjuntos sobre temas que afectan a los tres sectores. La decisión de aprobar el documento final sigue siendo de cada comité por separado.
· Se prevé la elaboración anual de un programa de trabajo.

Los objetivos del nuevo mecanismo de cooperación son:

· Intercambiar información para tener enfoques compatibles.
· Intercambio de experiencias.
· Producir documentos y trabajos conjuntos para los órganos comunitarios.
· Reducir los deberes relacionados con la supervisión y aligerar los procedimientos.

· Procurar un funcionamiento básico similar de los tres comités.

Programa de trabajo para el 2006

El 6 de febrero de 2006 se aprobó el programa de trabajo para ese año, figurando en la agenda, entre otros, los siguientes temas: *outsourcing*, cooperación entre supervisores, gobierno interno de las entidades y, muy especialmente, conglomerados.

MECANISMO DE MEDIACIÓN

· Se trata, como vimos, de una medida de Nivel 3, contemplada en el documento de consulta del CESR del 2004 sobre herramientas de supervisión.
· Antes de recurrir al mecanismo hay que agotar los esfuerzos para llegar a un acuerdo por los reguladores afectados.
· La mediación es realizada por otros reguladores distintos a los que discrepan (*peers review*) y evita el tener que recurrir a la Comisión o al Tribunal de Justicia. Debe permitir decisiones rápidas y eficientes.
· El mecanismo está llamado a operar principalmente en materia de reconocimiento mutuo (sin por ello cuestionar su automatismo) o en asuntos relacionados con la cooperación entre reguladores.
· El CESR, en el momento de escribir estas líneas, todavía no ha aprobado el documento final sobre el tema, aunque ha habido un proyecto sometido a consulta en el año 2005.

CONCLUSIONES DEL ECOFIN DE 5 DE MAYO DE 2006

En esta reunión, el ECOFIN revisó el marco de supervisión financiera de la UE, sobre la base de un informe preparado por el Comité de Servicios Financieros y teniendo también presentes las consideraciones del Libro Blanco.

La valoración de la implementación del FSAP y del esquema Lamfalussy es positiva, pero tienen que darse todavía más pasos hacia adelante.

En especial, encomienda a los tres comités de reguladores que refuercen su cooperación en relación con los siguientes puntos:

· Establecimiento de mecanismos de mediación, en el 2006 en el área de valores y en el 2008 en las áreas de banca y seguros.
· Explorar la utilización del mecanismo de delegación de competencias entre los reguladores.
· Trabajar en los requerimientos de *reporting* (formatos) y utilización conjunta de bases de datos.

No explícitamente, pero de las conclusiones parece deducirse un cierto rechazo a la idea de un regulador transnacional, insistiéndose en un enfoque pragmático y progresivo.

ALGUNAS RAZONES PARA UN REGULADOR EUROPEO DE VALORES[20]

Aunque tras pasar más de cinco años desde la aprobación del Informe Lamfalussy, la posición mayoritaria, reflejada en diferentes documentos (incluido aparentemente el Libro Blanco), sigue siendo contraria a la creación de un regulador transnacional, existen en mi opinión razones de peso para crear una especie de SEC (*Securities Exchange Comisión*) europea. En todo caso, y al menos durante un período largo de tiempo, la creación del regulador europeo no debe implicar la desaparición de los reguladores nacionales, sino la coexistencia de ambos dentro de un esquema que podríamos llamar federal.

Aunque el tema queda al margen de nuestro estudio, creo que iguales soluciones se deberían adoptar en el campo de las entidades de crédito y los seguros.

Algunas razones que abogarían a favor de crear un regulador europeo las enumero a continuación, siendo consciente de que no todas son igualmente sólidas.

· La valoración positiva de la implementación del proceso Lamfalussy no debe implicar que el mismo sea

20 En esta parte nos ha sido de gran utilidad el estudio de Philippe Billot sobre la materia. Jones Day Publications, «European Financial Markets; do they need a sigle regulator?» (2005)

la etapa final. El mismo Informe Lamfalussy, como vimos, aunque rechaza la implantación inicial de un regulador europeo, prevé la necesidad de revisar posteriormente el tema.

· El paso de 15 a 25 reguladores hacen especialmente necesario el avanzar en la creación de un regulador europeo. El coordinar a 25 sujetos y en especial llegar a consensos entre ellos es complicado. En esta misma línea, el sistema del pasaporte y el llamado «home country control» son más difíciles de aceptar cuando en una UE ampliada a 25 pueden haber reguladores de muy diferente solvencia técnica.

· La creación de un regulador europeo se podría hacer sin excesivas dificultades bien partiendo del actual CESR bien creando un órgano nuevo. Desde el punto de vista jurídico, la creación del comité podría realizarse modificando el Tratado o bien sobre la base de su artículo 308 (uso de los llamados poderes implícitos).

Desde el punto de vista fáctico, no está claro que los integrantes del CESR favorezcan siempre la solución citada, que en último extremo lleva a su extinción o reducción sustancial de funciones.

· La existencia de un solo regulador reduce notablemente los costes de *compliance* y *reporting* regulatorio.

· Moneda única y mercado único parece que necesitan, de forma coherente, la implantación de un regulador único.

· La importancia que tiene el mercado de valores americano y la SEC como su regulador, también parece exigir una contraparte única a nivel europeo.

Hay que reconocer el enorme peso que la SEC ejerce en Europa, principalmente por tres razones:

- Importancia del mercado de capitales americano.
- Importante presencia de los bancos de inversión americanos en Europa.
- Extraterritorialidad de los poderes de la SEC y en general de la legislación de valores americana (especialmente tras la aprobación de la Sarbanes-Oxley Act).

· La actual situación sigue dando excesivos poderes a cada regulador nacional, poniendo en peligro —como hemos visto— la virtualidad del esquema Lamfalussy. Una plena armonización requiere un regulador único.

· El CESR, aunque su creación fue un paso positivo adelante, sigue constituyendo un instrumento muy limitado, fundamentalmente con un papel meramente asesor.

· Una pluralidad de reguladores favorece la emulación entre ellos a la hora de fijar estándares (laxos) de supervisión, con los riesgos que ello implica. Se favorece un cierto arbitraje regulador, que aunque en nuestra opinión no es siempre malo, a veces puede dar lugar a abusos.

· Existen una serie de temas que, por su complejidad o impacto parecen requerir un regulador central, tales como las ofertas transnacionales de productos sofisticados, IPO de empresas transnacionales, bancos que sean auténticas multinacionales, fondos UCITS que se pretendan comercializar en varios países *ab initio*, o mercados con varias sedes tipo EURONEXT.

· Finalmente, en supuestos de crisis graves, con repercusiones sistémicas, un regulador europeo parece estar mejor colocado para devolver la confianza al mercado.

ALGUNAS IDEAS SOBRE UN POSIBLE REGULADOR EUROPEO

· El regulador europeo debería coexistir con los nacionales sobre la base de una delimitación clara de las competencias. Los sujetos, los productos y las operaciones puramente nacionales quedarían fuera de su competencia.

· El nuevo organismo debería tener ciertos poderes regulatorios (en algunas materias le debería corresponder dictar las normas del Nivel 2) y también de supervisión-sanción, aunque aquí deberían contar normalmente con los reguladores nacionales para ejecutar las medidas acordadas.

· En su composición deberían prevalecer los profesionales del mercado financiero sobre los funcionarios. Los altos directivos deberían ser nombrados directamente por la Comisión y no por los Estados miembros.

· Por otra parte, los directivos deberían tener una alta cualificación y un elevado prestigio. El ejemplo de la SEC se debería tener presente.

· Se debería estrechar la colaboración con los reguladores de otros sectores financieros.

ALGUNAS CONCLUSIONES

La creación de un auténtico mercado de valores europeos requiere un sistema regulatorio-supervisor idóneo. El Informe Lamfalussy propuso una serie de medidas cuya efectiva implementación, a través de la DAM y las Directivas que se aprobaron a continuación, ha contribuido notablemente a mejorar el panorama regulatorio. Las soluciones institucionales adoptadas: nuevo sistema de fuentes, nuevos comités de valores y creación de una *network* de reguladores, son todavía recientes y claramente susceptibles de adaptación y mejora progresiva. En el mismo sentido se ha pronunciado el Libro Blanco. Con independencia de lo anterior, y aunque todavía se trata de una posición minoritaria, creo que hay razones nada desdeñables que abogan en aras de la creación de un regulador transnacional europeo con poderes propios, que debería convivir con los reguladores nacionales y cuya implantación sería en todo caso gradual.

Creo, además, que soluciones similares se deberían adoptar para los sectores de las entidades de crédito y seguros, aunque es un tema que desborda el objeto de este estudio. Los tres reguladores deberán estrechar su colaboración, siguiendo y profundizando los criterios fijados por el Protocolo de Cooperación del 2005 y de acuerdo también con lo expresado en el Libro Blanco.

Un desarrollo lógico del razonamiento seguido hasta aquí, unido a las ventajas que a mi juicio tiene el llamado modelo integrado, me lleva a sostener que no es descartable que en un futuro más bien lejano, no sólo tengamos una suerte de SEC europea, sino también una auténtica FSA europea, cuyas competencias se proyectarían sobre el conjunto del sector financiero. Creo que dicho superregulador conviviría con los reguladores nacionales debido fundamentalmente a razones de eficacia operativa [21]. En todo caso, sería imprescindible articular un eficientísimo juego de *checks and balances* y, sobre todo, garantizar el control democrático (parlamentario) del futuro organismo.

21 Usando símiles constitucionales-administrativos, el sistema no sería confederal y quizás ni siquiera federal, respondiendo la permanencia de los reguladores nacionales a un fenómeno de pura desconcentración administrativa.

MERCADOS PRIMARIOS: OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA O SUSCRIPCIÓN DE VALORES Y ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN DE VALORES EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES

Francisco Javier Ruiz del Pozo

SUBDIRECTOR DE MERCADOS PRIMARIOS. DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS E INVERSORES. CNMV

INTRODUCCIÓN

La Directiva 2003/71, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre el folleto que debe publicarse cuando se ofrecen valores al público o se admiten a negociación en mercados regulados (Directiva de Folletos)[1] es uno de los pilares básicos del Plan de Acción de Servicios Financieros de la Comisión Europea. Su adopción en julio del 2003 fue un paso decisivo en la implementación de dicho plan, teniendo en cuenta además su difícil proceso de su negociación, que se dilató durante dos años y medio.

La propuesta inicial de Directiva de Folletos fue adoptada por la Comisión Europea en mayo de 2001. Tras la opinión del Parlamento Europeo, emitida en marzo de 2002, la Comisión adoptó una propuesta modificada en agosto de 2002. El acuerdo político en el Consejo se alcanzó en noviembre del mismo año, seguido por la adopción formal de la Posición Común, que fue modificada por el Parlamento de manera aceptable para el Consejo en julio de 2003.

La Directiva fue publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea el 31 de diciembre de 2003, entrando en vigor el mismo día. El plazo para la transposición al derecho interno de los Estados miembros finalizó el 1 de julio de 2005, fecha en que comenzó a aplicarse el Reglamento 809/2004 de la Comisión Europea implementando la Directiva de Folletos[2].

El hecho de que ambas normas, Directiva y Reglamento, comenzaran a aplicarse el mismo día (1 de julio de 2005), estuvo motivado porque la Comisión Europea consideró que la Directiva no podía funcionar sin los modelos de folletos, incluidos en el Reglamento.

Finalmente, CESR publicó en febrero de 2005 sus Recomendaciones (CESR/05-054b) sobre el Reglamento de Folletos, con el fin de lograr una aplicación consistente del mismo.

1 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 (Diario Oficial de la Unión Europea L345 de 31 de diciembre de 2003).

2 Reglamento (CE) 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 3003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en cuanto a la información contenida en los folletos, así como al formato, incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad (Diario Oficial de la Unión Europea L149 de 30 de abril de 2004).

¿POR QUÉ ERA NECESARIO UNA NUEVA DIRECTIVA DE FOLLETOS?

La nueva Directiva sustituye y unifica el régimen que para folletos de admisión y para folletos de ofertas públicas establecían respectivamente la Directiva de Admisión (80/390/CEE) y la Directiva sobre los folletos que deben publicarse en caso de oferta pública (89/298/CEE).

Con dichas Directivas era imposible cumplir los objetivos previstos en las conclusiones del Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, es decir, el mercado único aplicado a las ofertas públicas de venta de valores y a las admisiones de valores a negociación en un mercado regulado.

A pesar de que dichas Directivas también contemplaban el principio del reconocimiento mutuo (un folleto aprobado por una autoridad competente de un Estado miembro de la Unión Europea sirve para vender o admitir los valores a que se refiere en otros Estados miembros), en la práctica el mercado de valores de la Unión estaba completamente fragmentado, al menos por lo que respecta al mercado minorista.

El motivo principal de dicha fragmentación era el poder que atribuían las Directivas de Admisión y de Ofertas Públicas a los países de acogida (aquellos en los que el emisor pretendía vender sus valores al público o admitirlos a negociación utilizando un folleto aprobado en su Estado de origen). En concreto, el Estado de acogida podía exigir informaciones adicionales relativas a su mercado doméstico, así como la traducción del propio folleto informativo. En la práctica, estos requerimientos de los países de acogida constituían un obstáculo al mercado único, ya que ante los costes y retrasos que suponían, la mayoría de los emisores desistían de captar capital de forma transfronteriza. Y los pocos que utilizaban el reconocimiento mutuo debían cumplir con quince regulaciones diferentes.

Un importante problema adicional del mencionado sistema de reconocimiento mutuo es que sólo podía utilizarse para valores incluidos en la Directiva 80/390/CEE. Dicha Directiva contenía únicamente tres modelos de folletos: acciones, bonos y certificados representativos de acciones. Especialmente relevante era el caso de los folletos programa (folletos de base, según la terminología de la Directiva de Folletos), que al no estar previstos en dicha Directiva no podían beneficiarse del sistema de reconocimiento mutuo.

¿QUÉ VENTAJAS APORTA LA DIRECTIVA DE FOLLETOS PARA LOS EMISORES EUROPEOS?

En el apartado anterior hemos visto que el principal objetivo de esta Directiva era conseguir un verdadero mercado sin barreras para ofertas públicas de venta de valores y para admisiones. Por lo tanto, este mercado único es asimismo una de las principales aportaciones que la Directiva brinda a los emisores europeos. El instrumento para conseguir eliminar las barreras a dicho mercado es el pasaporte automático que establecen los artículos 17 y 18 de la Directiva. La gran novedad respecto al reconocimiento mutuo previsto en el anterior régimen es que la Directiva de Folletos no sólo elimina los poderes de las autoridades de acogida respecto de los folletos procedentes de otros Estados de la Unión Europea, sino que incluso prohíbe a dichas autoridades realizar cualquier procedimiento administrativo relativo a los folletos pasaportados a su jurisdicción.

El idioma es otro de los elementos claves que aborda la Directiva con objeto de lograr un funcionamiento adecuado del mercado único. La solución que proporciona su artículo 19 es que en caso de admisiones u ofertas multinacionales, el emisor puede escoger entre redactar el folleto en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales o bien en un idioma que sea aceptado por el país de acogida. Con ello se elimina la obligación para el emisor de traducir el folleto. No obstante lo anterior, el emisor deberá traducir un resumen del folleto si así lo solicita la autoridad competente del país de acogida.

Otro elemento clave de la Directiva es la libertad de elección de la autoridad competente para aprobar el folleto que concede a los emisores para sus operaciones relativas a valores de deuda cuyo nominal sea igual o superior a 1.000 euros y en general para los valores derivados.

Estas dos medidas de la Directiva, pasaporte automático y libertad de elección del supervisor para buena parte de los instrumentos comprendidos en su ámbito de aplicación, explican otras cláusulas incluidas en el

texto. No sólo los emisores pueden elegir el supervisor que les apruebe el folleto para sus valores no participativos, sino que, además, dicho folleto les sirve para vender dichos valores en cualquier Estado de la Unión Europea. El consiguiente riesgo de arbitraje regulatorio llevó a los legisladores a concebir la Directiva como de armonización máxima de los requisitos de información relativos al folleto informativo, sin excepciones salvo casos muy limitados, y a introducir una regulación sobre la autoridad competente destinada a garantizar la independencia de las mismas.

Pero no son únicamente los emisores que utilizan habitualmente el pasaporte o que desean elegir a un supervisor diferente del propio del Estado en el que están domiciliados los beneficiados por la Directiva. Ésta se aplica también a las operaciones domésticas y a todo tipo de emisores que acudan a los mercados de valores, incluidas las pequeñas y medianas empresas. Por lo tanto, para todo tipo de emisores la Directiva supone, como veremos a continuación, una importante simplificación de procedimientos.

Algunos de los aspectos positivos introducidos por esta Directiva respecto de las del 80 y 89 no suponen un cambio significativo para el mercado español, por estar ya contemplados en nuestra legislación anterior a la transposición de la Directiva de Folletos. Este es el caso, por ejemplo, de la posibilidad de dividir el folleto en varios documentos (separando las informaciones relativas al emisor de las relativas a los valores y la oferta) y de someter a aprobación dichas partes en momentos separados. Este sistema ya estaba previsto en nuestro antiguo Real Decreto de emisiones 291/92.

También estaba prevista en el Real Decreto 291/92 la posibilidad de ofrecer valores mediante programas de emisión o admisión, si bien la Directiva introduce mejoras sustanciales respecto al anterior sistema español. Entre ellas, la ampliación del tipo de valores que pueden acogerse a este sistema y de las distintas clases de valores que pueden incluirse en un mismo folleto de base. Otra importante novedad de la Directiva es la mayor agilidad prevista en el momento de la colocación, puesto que las condiciones finales de la operación no están sujetas a aprobación por la autoridad competente.

Otras mejoras de la Directiva suponen auténticas novedades en nuestra legislación. Es el caso de la incorporación por referencia, técnica que permite incluir en el folleto informaciones previamente aprobadas o depositadas en la autoridad competente mediante una referencia al lugar en el que pueden obtenerse y sin necesidad de reproducirlas en el mismo folleto. Este sistema permite agilizar la labor de elaboración del folleto sin mermar la protección del inversor.

Otra novedad en nuestra legislación es la libertad que se concede al emisor para elegir el medio de publicación del folleto, sin necesidad de que deba estar impreso en papel, ya que se considera suficiente la publicación electrónica (por ejemplo en la web del propio emisor).

¿QUÉ VENTAJAS APORTA LA DIRECTIVA DE FOLLETOS PARA LOS INVERSORES EUROPEOS?

La consecución del mercado único es positiva también desde el punto de vista del inversor. Al disponer los emisores de un fácil acceso a todos los mercados de la Unión Europea, los inversores dispondrán de un mayor abanico de posibilidades de inversión, ofrecidas tanto por emisores domésticos como de otros países.

El libre acceso a los inversores minoristas de cualquier Estado miembro debe tener como contrapartida la armonización de los requisitos de información que proporcionan los emisores, con independencia de su país de origen, así como de la revisión del folleto que hacen las autoridades competentes de los distintos Estados.

Por ello la Directiva, a través del Reglamento que la desarrolla, armoniza, como veremos posteriormente, los modelos de folletos, asegurando que éstos tengan un contenido similar en todos los Estados de la Unión Europea.

Asimismo, para garantizar un control similar de los folletos por las distintas autoridades competentes, la Directiva requiere que dicho control sea realizado por autoridades administrativas independientes y que, en caso de que en un mismo Estado existan varias autoridades administrativas, sólo la central pueda pasaportar folletos a otros Estados miembros. Aunque se prevé la posibilidad de que dicha autoridad administrativa delegue en el operador del mercado la tarea de revisar el folleto, la responsabilidad por la aprobación del mismo recae sobre aquélla. Dadas las reticencias que

suscita la delegación de tareas en los mercados (por el evidente conflicto de interés del operador del mercado), la Directiva establece que la delegación será revisada antes del 31 de diciembre de 2008 y en todo caso caducará el 31 de diciembre de 2011.

También con el objetivo de armonizar la labor de control del folleto en los distintos Estados miembros, la Directiva proporciona un definición de la aprobación del folleto por la autoridad competente.

Finalmente, para evitar divergencias en el tratamiento a los inversores minoristas en los distintos países de la Unión, la Directiva también introduce una definición de oferta pública, para asegurarse de que en todos ellos se exige folleto informativo cuando se pretenden vender valores al público.

MEDIDAS DE IMPLEMENTACIÓN DE LA DIRECTIVA: EL REGLAMENTO 804/2004

El contenido principal del Reglamento 809/2004 son los modelos de folletos. Los modelos armonizados son la pieza indispensable para garantizar los objetivos básicos de la Directiva, protección del inversor a través de la transparencia sobre la situación del emisor y de los valores y mercado único mediante el pasaporte del folleto.

Además de los modelos de folletos, el Reglamento contiene normas de desarrollo relativas al formato de los folletos; al requisito de información anual establecido por el artículo 10 de la Directiva; incorporación por referencia; publicación del folleto; publicidad y las importantes disposiciones transitorias sobre la información financiera histórica en los folletos informativos.

La elaboración del Nivel dos ha seguido en este caso el procedimiento previsto en el Informe Lamfalussy: asesoramiento por CESR a la Comisión Europea, elaboración por ésta de la propuesta de norma, voto en el Comité de Valores y opinión por el Parlamento Europeo. Se puede decir que en este caso del Reglamento de Folletos, el asesoramiento de CESR fue recogido en el texto final del Reglamento prácticamente en su totalidad, con mínimos cambios sustantivos y con los formales propios de su traducción a un texto legal. De lo anterior se deduce la enorme trascendencia de la labor realizada por CESR.

Como la Directiva no podía comenzar a aplicarse sin los modelos de folletos, la Comisión Europea entregó a CESR dos mandatos provisionales para que comenzase a trabajar en dichos modelos y demás temas objeto del futuro Reglamento incluso antes de que los legisladores comunitarios alcanzaran un consenso sobre el texto final de la Directiva. En concreto, CESR empezó a trabajar en marzo del 2002, en respuesta a un mandato provisional recibido de la Comisión Europea en dicho mes. Dado el volumen de trabajo que suponía elaborar los modelos de folletos (además del resto de temas que debían incorporarse al Reglamento), el asesoramiento de CESR se dividió en tres partes, que fueron entregadas sucesivamente a la Comisión Europea en julio, septiembre y diciembre de 2003. El procedimiento legislativo que se inició a continuación culminó con la publicación el 30 de abril de 2004 del Reglamento de Folletos.

Para elaborar el asesoramiento, CESR creó un grupo de trabajo compuesto por expertos nombrados por sus miembros. Este grupo fue asesorado por un grupo consultivo formado por expertos del mercado, representativos de diferentes sectores y áreas geográficas. Finalmente, las sucesivas propuestas del grupo fueron sometidas a una amplia consulta con el sector, por medio de respuestas escritas a los documentos para consulta que CESR publicaba en su web y también a través de audiencias organizadas por CESR en su sede de París, abiertas a la participación de cualquier persona, entidad o asociación interesada.

CESR elaboró los modelos de folletos siguiendo el sistema conocido como *building block approach* que consiste en separar las informaciones en diferentes bloques, de manera que los emisores tengan que combinar dichos bloques para formar un folleto. Esta combinación dependerá del tipo de emisor y del tipo de valor al que se refiera el folleto. Se eligió este sistema por la flexibilidad que proporciona, especialmente teniendo en cuenta la necesidad de adaptarlo a nuevos productos que puedan surgir en el mercado.

Los modelos redactados por CESR se tradujeron en diecisiete anexos del Reglamento[3], además del anexo XVIII que contiene una tabla de combinaciones con

[3] A partir del 26 de abril de 2006, la CNMV permite la remisión de manera electrónica de las notas de valores a que se refieren los anexos V y XIII del Reglamento.

el fin de aclarar qué modelo (qué combinación de bloques) hay que utilizar en función del tipo de emisor y del tipo de valor. El primer modelo que elaboró CESR fue el folleto de acciones, que es el más completo. Partiendo de dicho modelo, los demás (especialmente los documentos de registro) se negociaron suprimiendo las informaciones que no se consideraban relevantes para otros tipos de productos o bien adaptándolas a las necesidades de los inversores en dichos casos.

El elevado número de modelos responde al deseo de CESR de adaptar los requisitos de información en función de las necesidades de cada operación. Ejemplos de estas adaptaciones son el modelo de folletos para los mercados institucionales (valores cuyo nominal es de al menos 50.000 euros) o las normas relativas al folleto de base para emisores recurrentes. El modelo aplicable a las admisiones de valores de nominal igual o superior a 50.000 euros está basado en los regímenes de información para inversores institucionales que existían en varios mercados de la Unión Europea con anterioridad a la aplicación del Reglamento de Folletos. Respecto a los folletos de base, un objetivo clave de la Directiva era proporcionar flexibilidad a los emisores recurrentes. CESR se basó también en este caso en los regímenes de información que estaban ya funcionando con éxito, como el que se aplicaba a los programas denominados MTN (*medium term notes*) o a los programas de productos derivados. La solución propuesta por CESR es un folleto de base que pueda utilizarse para ofrecer o admitir la mayor parte de los tipos de valores.

DIVISIÓN DEL RÉGIMEN COMUNITARIO SOBRE FOLLETOS ENTRE EL NIVEL UNO (DIRECTIVA DE FOLLETOS) Y EL NIVEL DOS (REGLAMENTO 809/2004)

Siguiendo el esquema Lamfalussy, la Directiva de Folletos contendría los principios generales que deben ser consensuados por los legisladores de la Unión, mientras que en la norma de Nivel dos, en este caso un Reglamento, la Comisión Europea incluiría el detalle necesario para la correcta aplicación de los principios de la Directiva.

Una queja habitual de los participantes de mercado ha sido que la Directiva contiene demasiadas normas de detalle, más de las que procederían según el Procedimiento Lamfalussy. Lo cierto es que buena parte de ese detalle procede en realidad de la presión ejercida por los propios participantes del mercado (principalmente las grandes entidades financieras y sus asociaciones en Europa) durante el proceso de negociación de la Directiva, con el fin de asegurarse de que determinados temas quedaban claros en la Directiva y no al arbitrio de la Comisión Europea en el Nivel dos o al de las autoridades competentes al aplicar los principios de la Directiva.

En realidad, la misma crítica se ha hecho al Reglamento 809/2004, en particular a las informaciones contenidas en los distintos modelos de folletos que el Reglamento contiene en sus anexos.

Incluso algunos Estados miembros fueron partidarios de que la norma de Nivel dos de la Directiva de Folletos fuera una Directiva en vez de un Reglamento. No obstante, dado que se trata de una Directiva «de máximos» (los Estados miembros no pueden añadir requisitos adicionales a los establecidos en la Directiva o en sus normas de implementación), se impuso la opinión más lógica y mayoritaria de incluir las normas de desarrollo en un Reglamento. El carácter necesariamente detallado y preciso de los modelos de folletos demandaba claramente la forma reglamentaria, tanto más teniendo en cuenta que el pasaporte automático se basa en la confianza de que los folletos informativos van a contener informaciones similares con independencia del Estado en que se aprueben.

Uno de los principales objetivos del Procedimiento Lamfalussy era proporcionar agilidad al procedimiento legislativo, con el fin de que las normas puedan adaptarse a los cambios en el mercado, que son precisamente continuos en un sector tan dinámico como el financiero, y en especial en el mercado de valores. Por ello se introdujeron los Niveles dos, con el fin de permitir una reforma más fácil de las normas, y tres, con objeto de los supervisores de la Unión Europea apliquen las normas de forma consistente.

Pues bien, precisamente el Reglamento de Folletos va a ser la primera norma de Nivel dos en la que se pruebe en la práctica la agilidad de la reforma legislativa de este nivel legislativo. Se trata de una reforma

importante cuyo proceso se inicia antes de que se cumpliese un año de la entrada en vigor del nuevo régimen de folletos. En concreto, en mayo de 2005 la Comisión Europea dio un mandato a CESR requiriendo su asesoramiento relativo a una posible reforma del Reglamento sobre la información financiera histórica que debe proporcionar el emisor en el folleto.

La necesidad de la reforma surgió ante las dudas que planteaba la aplicación del apartado 20.1 del anexo I del Reglamento a supuestos en los que la información financiera histórica del emisor no refleja la auténtica situación de su grupo durante los tres últimos ejercicios, debido por ejemplo a una reestructuración del grupo o a una adquisición relevante. En su redacción actual, existen dudas sobre si el Reglamento permite a las autoridades competentes exigir no sólo la información financiera histórica del emisor, sino también la relativa a otras entidades legalmente separadas del mismo. Estos supuestos son los que según el anexo II del Reglamento, darían lugar, cuando el cambio sea material, a la obligación de incluir en el folleto información financiera pro forma. Sin embargo, esta información pro forma (hipotética y relativa a un período limitado) no es suficiente en los casos descritos, puesto que no proporciona información financiera histórica completa del nuevo grupo.

La incertidumbre que esta situación provoca ha llevado al inicio del procedimiento de reforma del Reglamento. CESR entregó su asesoramiento a la Comisión Europea en octubre de 2005. Los servicios de la Comisión publicaron un documento de trabajo en marzo de 2006, basado en el informe de CESR. En la actualidad el documento está siendo discutido por la Comisión Europea con los representantes de los Estados miembros en el Comité Europeo de Valores. Una vez que el Comité de Valores vote sobre la propuesta de reforma, el Parlamento Europeo tendrá un mes para pronunciarse sobre si la medida propuesta está dentro de los poderes de la Comisión. Con todo ello, no es probable que la adopción final de la reforma del Reglamento se produzca antes del final del 2006.

Ello supondría alrededor de un año y medio desde que se iniciara el procedimiento de reforma. Podría considerarse que es un procedimiento todavía demasiado lento. Pero obviamente hay que juzgar este procedimiento legislativo no sólo teniendo en cuenta su rapidez sino también su legitimidad y la calidad del producto final. Por ello intervienen en el proceso cuatro instituciones comunitarias (CESR, Comisión Europea, Comité de Valores y Parlamento Europeo). Asimismo, intervienen todos los participantes del mercado que lo deseen, a través del amplio procedimiento de consulta que organiza CESR para elaborar su asesoramiento y de la consulta más limitada que realiza la Comisión Europea una vez que ha elaborado el borrador de norma. Y por supuesto, la necesidad de publicar la norma en todos los idiomas oficiales de la UE demanda un plazo adicional.

NIVEL TRES: RECOMENDACIONES DE CESR

Con objeto de facilitar la comprensión de determinados requerimientos de información contenidos en los modelos de folletos informativos, CESR publicó en febrero de 2005 sus Recomendaciones (CESR/05-054b) para la aplicación uniforme del Reglamento de la Comisión Europea sobre folletos.

El objetivo último de dicho documento es conseguir que no haya diferencias relevantes en la aplicación de los requisitos de información a los casos concretos. Las Recomendaciones están dirigidas a los emisores y sus asesores en la elaboración de los folletos, pero obviamente también se dirigen de manera indirecta a las autoridades competentes para aprobar los folletos, con objeto de evitar arbitraje en la supervisión. Así, dichas autoridades, como miembros de CESR que aprueban las Recomendaciones, se comprometen a introducirlas en sus prácticas de supervisión y el propio Comité comprueba que sus miembros las aplican en su supervisión diaria.

La publicación de las Recomendaciones, además de haber sido reclamada por los participantes del mercado en diversas ocasiones durante el proceso de elaboración por CESR de su asesoramiento a la Comisión Europea sobre el Reglamento de Folletos, resultaba necesaria según se negoció entre los miembros de CESR el propio contenido de dicho Reglamento (y en concreto el contenido de los modelos de folletos que figuran como anexo al mismo).

Así, el grupo de trabajo de CESR que redactó los modelos de folletos que luego incorporaría la Comisión Europea al Reglamento de Folletos tuvo en cuen-

ta uno de los argumentos más repetidos en las consultas con el sector que CESR llevó a cabo durante el proceso de elaboración de dichos modelos: los modelos no debían contener un excesivo nivel de detalle, sino que buena parte de ese detalle debía trasladarse al Nivel tres, de manera que los supervisores gozaran de una flexibilidad mayor en la aplicación de los modelos a las distintas operaciones. La consecuencia de la aceptación de dicho argumento fue la necesidad de que CESR elaborase una guía para la aplicación uniforme del Reglamento, con el fin de evitar que la citada flexibilidad se tradujese en disparidad de criterios en la aplicación de la norma a casos similares, dependiendo del supervisor encargado de aprobar el folleto.

Al objetivo citado en el párrafo anterior responden las Recomendaciones, que aclaran el contenido de determinados requisitos de información contenidos en los modelos de folleto. En particular, buena parte de estas recomendaciones se refieren a requisitos de información de tipo financiero.

Además, el documento de CESR contiene otro grupo de Recomendaciones que tratan de armonizar los requisitos adicionales que pueden pedir las autoridades competentes a los emisores pertenecientes a los sectores enumerados en el anexo XIX del Reglamento, de acuerdo con el artículo 23 del mismo (como por ejemplo sociedades de reciente creación). Esta es la única excepción a la regla establecida en el artículo 3 del Reglamento, que prohíbe a las autoridades competentes exigir requisitos de información no contenidos en los modelos de folletos. Por ello el considerando 22 del Reglamento encomendó a CESR la tarea de armonizar y publicar los criterios de los supervisores, lo que se consiguió con estas Recomendaciones.

NIVEL TRES: PUBLICACIÓN DE LOS ACUERDOS DE CESR SOBRE CUESTIONES PRÁCTICAS PLANTEADAS POR LOS PARTICIPANTES DEL MERCADO

Las Recomendaciones de CESR a que se refiere el apartado anterior contienen la posición común de sus miembros principalmente sobre determinados apartados de los modelos de folletos respecto de las cuales, ya antes de su aplicación, se habían suscitado dudas de interpretación o bien se consideraba necesario asegurar una aplicación uniforme por los supervisores.

Obviamente, la aplicación en la práctica tanto de la Directiva (según ha sido transpuesta a las legislaciones nacionales) como del Reglamento está poniendo de manifiesto nuevas dudas de interpretación o bien diferentes interpretaciones por las distintas autoridades competentes.

Con el fin de evitar que los emisores europeos se encuentren con respuestas diferentes según el supervisor al que pregunten, CESR ha creado un nuevo grupo de expertos en folletos que discute regularmente las cuestiones relevantes que plantean los participantes del mercado o sus propios miembros. La Comisión Europea participa como observador en las deliberaciones del grupo, dada la relevancia que tienen sus opiniones en materias de interpretación de la legislación comunitaria. Las cuestiones que se abordan por el grupo se seleccionan teniendo en cuenta el riesgo derivado de la divergencia de criterios y la dimensión europea de la cuestión.

El objetivo de CESR es lograr un consenso sobre los temas que se discuten y publicar regularmente las posiciones comunes que se adopten.

NUEVO RÉGIMEN ESPAÑOL DE MERCADOS PRIMARIOS

La transposición de la Directiva al Derecho español se ha hecho mediante tres normas:

· Real Decreto Ley 5/2005, que modifica los artículos 25 a 30 ter de la Ley del Mercado de Valores.
· Real Decreto 1310/2005 sobre admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, que deroga y sustituye la regulación sobre admisiones y ofertas públicas de venta, dispersa hasta entonces en una serie de normas como el Real Decreto 291/1992 o el capítulo V del Reglamento de Bolsas.
· Orden EHA/3537/2005 que desarrolla el artículo 27.4 de la Ley del Mercado de Valores. Finalmente, esta regulación se completa con el anteriormente citado Reglamento 809/2004, de aplicación directa en todos los Estados miembros de la Unión Europea.

Como es sabido, el Reglamento de Folletos no precisa de transposición por ser de aplicación directa en toda la Unión Europea.

Entre las ventajas que el régimen descrito en el párrafo anterior aporta para emisores e inversores españoles están lógicamente las que ya hemos visto anteriormente, se derivan con carácter general de la Directiva de Folletos y de su Reglamento para toda la Unión Europea. Pero además hay que considerar las que adicionalmente se han introducido en el régimen español al transponer la Directiva a nuestro derecho.

El legislador español consideró oportuno aprovechar el procedimiento legislativo necesario para trasponer la Directiva de folletos para introducir una serie de medidas con objeto de mejorar la competitividad del mercado español.

Entre ellas hay que destacar la consolidación en una sola norma (el propio Real Decreto 1310/2005) de todos los requisitos de admisión a negociación en mercados regulados (a los que se sumarán las reglas propias de admisión que establezca el operador de cada mercado en función de los valores que coticen en el mismo). Anteriormente, el régimen de admisión estaba disperso en una serie de normas, entre ellas el capítulo V del Reglamento de Bolsas. Además de incluir todos los requisitos de admisión en una sola norma, el real decreto los clasifica en requisitos de elegibilidad y requisitos de información y además establece un régimen mucho más flexible que el contenido en el Reglamento de Bolsas de 1967.

Entre las novedades del nuevo régimen de admisión se encuentra la desaparición del antiguo requisito de los cien accionistas, que se sustituye por la noción más flexible de distribución suficiente, y también se elimina la obligación de que el emisor hubiera obtenido en los últimos ejercicios un determinado nivel de beneficios.

Respecto al régimen de las ofertas públicas de venta o suscripción, el nuevo artículo 30 bis de la Ley del Mercado de Valores aclara los supuestos de ofertas privadas y además introduce el concepto de inversor cualificado, en el que como novedad se incluyen las sociedades no supervisadas así como las personas físicas y PYMES que así lo soliciten y cumplan los requisitos que se establecen en el real decreto.

Respecto a las ofertas dirigidas al público, y por lo tanto sujetas a los requisitos establecidos en el real decreto, es relevante la simplificación de procedimientos y de documentación que ha supuesto la transposición de la Directiva de Folletos. Parte de esta eliminación de burocracia viene impuesta por la Directiva y parte ha sido el fruto del trabajo realizado por la Dirección General del Tesoro y la CNMV.

Es importante destacar cuatro áreas en las que se ha producido dicha simplificación. En primer lugar, la eliminación de la comunicación previa de las ofertas públicas de venta o admisiones a negociación, especialmente relevante si se considera conjuntamente con la libertad introducida por la Directiva y Reglamento de Folletos para realizar publicidad de la operación en cualquier momento, incluso antes de la publicación del folleto informativo. En el anterior régimen del Real Decreto 291/92, con anterioridad al folleto únicamente se podía hacer publicidad de informaciones contenidas en la comunicación previa. Ello suponía que el emisor se veía obligado a introducir en aquélla todas las informaciones sobre las que pretendía hacer publicidad.

En segundo lugar, la eliminación de la obligación de otorgar escritura pública de emisión de obligaciones y otros valores que reconozcan o creen deuda (artículo 30 ter de la Ley del Mercado de Valores), siempre que el emisor esté sujeto a la obligación de elaborar un folleto informativo de oferta pública de venta de valores o de admisión a negociación de dichos valores que deba ser aprobado por la CNMV.

En tercer lugar, la eliminación de la obligación de otorgar escritura pública para la representación de valores mediante anotaciones en cuenta (artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores). Hay que tener en cuenta que esta forma de representación es obligatoria para todo tipo de valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado regulado domiciliado en España.

En cuarto lugar, la posibilidad de utilizar el informe financiero anual como documento de registro (artículo 19.2 del Real Decreto 1310/2005). Esta opción, expresamente recogida ahora en la legislación, permitiría unificar ambos documentos, con el consiguiente ahorro de costes y simplificación para el emisor y la CNMV. Con el antiguo régimen de folletos era dudoso que se pudiese utilizar esta posibilidad, dado que parece que el orden de los modelos de folletos era imperativo. El Reglamento de Folletos aclara que el emisor puede ordenar libremente las informaciones que

incluye en el folleto (con las salvedades que establecen sus artículos 25 y 26), con lo que desaparece aquel impedimento formal. Es de esperar que los emisores tengan en cuenta esta posibilidad cuando preparen su próximo informe financiero anual.

Dentro de este apartado de simplificación de la documentación, es relevante la desaparición de las llamadas *excepciones parciales* del régimen anterior, ya que en el caso de ofertas públicas exceptuadas de la obligación de publicar folleto informativo, no se exigen los requisitos relativos a la documentación que acredite la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable ni a los estados financieros del emisor.

Finalmente, la transposición de la Directiva de Folletos ha supuesto una ampliación del catálogo de las excepciones de la obligación de publicar folleto informativo con motivo de ofertas públicas de venta o suscripción o de la solicitud de admisión a negociación de valores en un mercado regulado.

CONCLUSIÓN

La experiencia de un año de aplicación en la práctica del nuevo sistema parece estar demostrando el acierto de las medidas previstas en la Directiva para conseguir un auténtico mercado abierto y sin barreras. A ello está contribuyendo la cooperación entre autoridades competentes que se está produciendo en el marco de CESR.

Parece ahora el momento oportuno para recabar información de los participantes del mercado y hacer una primera valoración sobre su funcionamiento.

En el ámbito europeo, es necesario comprobar si las críticas que se hicieron a la Directiva tras su aprobación, alertando de que ocasionaría un éxodo de emisores hacia otros mercados fuera de la Unión Europea o hacia mercados no regulados europeos, eran o no fundadas. En todo caso, parece que el florecimiento de algunos mercados no regulados en Europa en detrimento de los regulados no es atribuible directamente a la Directiva de Folletos. Un elemento que puede estar contribuyendo al traspaso de negociación hacia los mercados no regulados es la incertidumbre acerca de la decisión de la Comisión Europea sobre la equivalencia de los principios contables de Estados Unidos, Canadá y Japón con las normas internacionales de contabilidad.

Dicha incertidumbre afecta no sólo a la información financiera que debe contener el folleto, sino también, y de forma más relevante, a las obligaciones de publicación de información periódica a que está sujeto el emisor una vez que sus valores se admiten a negociación en un mercado regulado, derivadas de la Directiva de Transparencia. En tanto no se despejen las dudas, los emisores que utilicen los principios de contabilidad mencionados desconocen si una vez que finalice el período transitorio previsto en la legislación comunitaria estarán obligados a elaborar el informe financiero anual y el resto de la información periódica de conformidad con los principios internacionales de contabilidad.

Respecto al mercado español, la nueva legislación comunitaria ha supuesto una actualización y flexibilización positivas de la regulación española, teniendo en cuenta la dimensión y madurez alcanzada por nuestros mercados en los últimos años.

En concreto, el Reglamento de Folletos ha logrado una armonización de los requisitos de información con el resto de mercados europeos, actualizando el contenido de los requisitos que se aplicaban en España y aportando además una mayor flexibilidad para los emisores españoles.

Conjuntamente con el cambio normativo, la consecución de los beneficios que para el mercado primario español suponen las medidas del Plan de Acción de Servicios Financieros requiere una aplicación del nuevo marco legal que sea consistente con la que se hace en los otros mercados europeos y en particular de acuerdo con la labor de Nivel tres realizada por CESR y que ha contado recientemente con el apoyo explícito del ECOFIN de 5 de mayo de 2006.

Finalmente, como complemento al trabajo de CESR, la Dirección General de Mercados e Inversores de la CNMV también ha publicado en la web de la CNMV una serie explicaciones y de criterios relativos al nuevo régimen del mercado primario de valores.

LA TRANSPARENCIA AL SERVICIO DE LOS INVERSORES

Antonio Cano Muñoz

SUBDIRECTOR DE LA DIRECCIÓN DE INFORMES FINANCIEROS Y CONTABLES.

MIEMBRO DEL GRUPO DE EXPERTOS SOBRE LA DIRECTIVA DE TRANSPARENCIA EN CESR. CNMV

INTRODUCCIÓN / ANTECEDENTES

El presente artículo pretende describir, al servicio del inversor, las principales novedades aportadas por la Directiva de Transparencia, así como, las medidas que desarrollan su contenido, haciendo especial énfasis en el poder que recibe la autoridad competente para revisar la información financiera regulada y los principales retos de la transparencia informativa en los mercados de valores.

Conviene precisar, que la Directiva de Transparencia (en adelante, DT) establece como información financiera regulada, tanto el informe anual, como la información financiera intermedia, que contiene información semestral, y las declaraciones de gestión intermedias, con información de carácter trimestral.

Uno de los objetivos más perseguidos por la nueva regulación ha sido la protección del actual o potencial inversor en valores negociables de emisores que están admitidos a negociación en un mercado regulado, el cual, se enmarca como principio básico de la DT, colaborando en la mejora de la información que reciben los inversores de los emisores, al fomentar su confianza, normalizando la divulgación de información exacta, completa y puntual.

A su vez, la obligación de informar que tienen los accionistas o las personas físicas o jurídicas que tengan derechos de voto o instrumentos financieros que den derecho a adquirir acciones existentes con derecho de voto, sobre sus adquisiciones, transmisiones o modificaciones de participaciones importantes en entidades cotizadas, también es percibida por la comunidad inversora como un elemento básico al servicio de la transparencia informativa.

Antes de continuar, conviene recordar algunas fechas y hechos puntuales que permiten situar el estado actual de la Directiva y su desarrollo posterior a través de la denominada «comitología».

En este sentido, la publicación de la DT (Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004), se produjo el 31 de diciembre de 2004, en el Diario Oficial de la Unión Europea (en adelante, UE), abordando la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información de los emisores con valores admitidos a negociación en un mercado regulado. Previamente, la Directiva había sido aprobada por el Consejo del ECOFIN del 11 de mayo de 2004.

La denominada DT, que modifica la Directiva 2001/34/CE sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, forma parte del nuevo marco para los mercados financieros europeos que se estableció en el Plan de Acción de Servicios Financieros adoptado por la Comisión Europea el 11 de mayo de 1999.

Dicho Plan de Acción contenía la necesidad de elaborar una Directiva que asegurara a los inversores una

apropiada transparencia a través de un flujo regular de información, permitiendo una evaluación más documentada del rendimiento del emisor.

Por su parte, pero en la misma dirección, el comité de reguladores europeos de valores (en adelante, CESR), recibió el 29 de junio de 2004, un mandato de la Comisión Europea (en adelante, CE) para la elaboración de un informe de asesoramiento técnico en relación con la implementación de la DT, quedando obligado a remitir el mismo en junio de 2005.

Adicionalmente, y debido a su relevancia y especificidad, en junio de 2005, CESR ha recibido un nuevo mandato para elaborar un informe de asesoramiento técnico sobre la función que debe desempeñar el mecanismo oficialmente designado para almacenar la información regulada (artículo 21.2 de la DT), considerando la creación de una red electrónica en el ámbito de la UE (artículo 22.1), y, sobre el registro y/o archivo de la información regulada con la autoridad competente a través de medios electrónicos (artículo 19.1 de la DT), quedando obligado a remitir el mismo en el primer semestre de 2006.

Con estos dos mandatos se pretende dar respuesta a los asuntos que la Directiva dejaba para su desarrollo posterior en comitología. El proceso culminará cuando la CE, a partir de los informes de asesoramiento de CESR, decida, si elabora una Directiva de las denominadas «de Nivel 2», que habría que transponer al ordenamiento jurídico de cada Estado miembro, o bien, prefiere elaborar un Reglamento que sería de obligado cumplimiento por todos y cada uno de los Estados miembros.

Retomando el ámbito de los principios que deben presidir cualquier regulación en materia de transparencia informativa respecto de los mercados de valores, cabe señalar, que la obtención de la «buena transparencia» conlleva, entre otras cuestiones, calidad en las informaciones que los emisores de valores aportan al mercado para que éste alcance mayores niveles de eficiencia, no se produzcan informaciones asimétricas y, por tanto, se eliminen los problemas de selección adversa que pudieran llegar a existir entre los inversores y otros usuarios de la información.

En este contexto, la designación en cada Estado miembro de una autoridad competente que asuma la responsabilidad final de supervisar el cumplimiento de las disposiciones que proceden de la DT, así como, la cooperación internacional entre dichas autoridades, se perciben como elementos fundamentales para asegurar una protección eficaz de los inversores, y un adecuado funcionamiento de los mercados de valores.

A continuación, y antes de entrar en cada uno de los apartados de este artículo, se identifican los distintos aspectos que han sido elegidos para su desarrollo, y que han sido los siguientes:

· Principales novedades, cambios o modificaciones incluidos por la DT en relación con la normativa actual de los mercados de valores españoles.
· Cuales han sido las conclusiones más relevantes del asesoramiento de CESR para desarrollar las medidas «de Nivel 2», o, comitología de la Directiva.
· En relación con los poderes atribuidos a la autoridad competente, se abordará, únicamente y debido a su importancia, el relativo a la revisión de la información financiera regulada y la adecuación a su marco normativo.
· Descripción de los retos actuales y de futuro en materia de transparencia.
· Además, y para terminar el artículo, se incluye un breve apartado con algunas reflexiones en materia de transparencia informativa.

PRINCIPALES NOVEDADES APORTADAS POR LA DT

Entre otros aspectos establecidos por la Directiva, y que suponen algún tipo de novedad respecto de la regulación actual en materia de transparencia, destacan los siguientes:

En el ámbito de la información financiera regulada

· El alcance respecto de las entidades emisoras obligadas a remitir y publicar información financiera regulada, al estar obligadas aquellas que tengan admitidos determinados valores en un mercado regulado, siendo éste el mercado definido en el artículo 4.1.14 de la

Directiva 2004/39/EC sobre Mercados de Instrumentos Financieros, lo que supondrá, por ejemplo, la obligación efectiva de remisión de informes semestrales para las entidades que, únicamente, tienen valores admitidos a negociación en AIAF.

· El alcance respecto de los valores sujetos a la DT, a los efectos de establecer la obligación de remitir y publicar la información financiera regulada correspondiente, y, que se define a continuación:

- Las acciones, para la información de carácter trimestral y que recibe una nueva denominación: «declaración de gestión intermedia», y, las acciones y/o las obligaciones, para la información de carácter semestral a través de los denominados «informes financieros semestrales».
- Los valores mobiliarios tal como se definen en el punto 18 del apartado 1 del artículo 4 de la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, con excepción de los instrumentos del mercado monetario, según se definen en el punto 19 del apartado 1 del artículo 4 de dicha Directiva, para la información anual.

· Las normas contables, que regularán las informaciones financieras intermedias a remitir por las entidades sujetas a su remisión y publicación en relación a su grupo consolidado, serán las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas de conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 6 del Reglamento (CE) 1606/2002 (en adelante, NIIF adoptadas), y, las normas contables, que regularán las informaciones financieras intermedias de carácter individual de la entidad que informa, serán las que emanen del Derecho nacional del Estado miembro en el que tenga su domicilio social.

· La modificación en la denominación, contenidos y alcance temporal de las informaciones de periodicidad trimestral, ya que, además de ser denominadas «declaraciones de gestión intermedias», se convierten en una información descriptiva, y con un carácter eminentemente cualitativo, tanto de la situación financiera y de los resultados de su grupo consolidado (o de la entidad si no tuviera la obligación legal de consolidar), como de los hechos y operaciones relevantes que hayan tenido lugar, respecto del período transcurrido entre el inicio del ejercicio y el momento de su remisión, siendo este último cualquier momento entre las diez semanas posteriores al comienzo del semestre de que se trate, y las seis semanas anteriores a su conclusión.

· La exigencia de una información más completa que la actual, respecto de la información financiera de carácter semestral, al incluir:

- estados financieros resumidos que, cuando sean consolidados, estarán elaborados de conformidad, en general, a las NIIF adoptadas, y en particular, a la norma internacional de contabilidad relativa a la información financiera intermedia (NIC 34),
- un informe de gestión intermedio que describirá, entre otros aspectos, los principales riesgos e incertidumbres del emisor para el semestre restante del ejercicio, y
- una declaración efectuada por los responsables de la entidad que informa, relativa a los estados financieros y el informe de gestión mencionados en los dos subapartados anteriores.

· La no exigencia, tanto de la información financiera semestral individual, cuando la entidad que informa esté obligada a preparar estados financieros consolidados, como de la información también denominada semestral, pero, en realidad, relativa al período comprendido entre el inicio del ejercicio y el cierre del segundo semestre.

· La no exigencia de un informe de auditoría especial respecto de los estados financieros semestrales, en ningún caso, si bien, la entidad que informa hará una declaración sobre si han sido o no auditados, y, en caso afirmativo, el informe se incluirá íntegramente.

· La entidad que informa deberá asegurar que los informes financieros anuales y semestrales estén a disposición del público, al menos, durante cinco años, si bien, este aspecto ya estaría recogido actualmente por las informaciones que deben formar parte de la web del emisor en virtud de la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

· La no dispensa a la entidad con carácter transitorio del cumplimiento de la elaboración y remisión a la CNMV de los modelos tanto de información financiera semestral como de las declaraciones de gestión intermedias.

· La exención de remitir declaraciones de gestión intermedias e informes financieros semestrales al Banco

Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros, emitan o no acciones u otros valores.

A continuación, y por su especial relevancia, se indican los principales cambios que debiera propiciar la Directiva, en relación con los modelos de información financiera que las entidades cotizadas remiten a la CNMV, tanto para los informes financieros semestrales, como para las declaraciones de gestión intermedias:

Informes financieros semestrales

· El modelo de información semestral consolidado debería incluir dos nuevos estados financieros, que estuvieran elaborados, en ambos casos, de conformidad con las NIIFadoptadas, siendo de especial aplicación, la norma internacional de contabilidad relativa a la información financiera intermedia:

- un estado de carácter condensado que muestre los cambios habidos en el patrimonio neto, ya sea a través del que podría ser denominado como «modelo corto», y que recoge, tanto los ingresos y gastos del período reconocidos directamente en el patrimonio, el resultado del período y los efectos de los cambios en las políticas contables y en la corrección de errores, como del «modelo largo» y que incluye, además, las transacciones con los accionistas (a decidir por la CNMV), y,
- un estado de flujos de efectivo condensado, ya sea utilizando el método directo o indirecto (a decidir por la CNMV), y que desglose y distinga los flujos procedentes de las actividades de explotación, de las financieras y las de inversión.

· Asimismo, el modelo de información semestral consolidada debería incluir «notas explicativas seleccionadas», que conteniendo la información necesaria y suficiente, facilitaran la interpretación y comprensión adecuadas de los estados financieros intermedios de los grupos consolidados de las entidades, y que fueran elaboradas, de conformidad con las NIIF adoptadas.

· A su vez, el modelo de información consolidada tendría que incluir nuevos apartados relativos a la información por segmentos, de negocios y geográficos, y a los beneficios por acción, básicos y diluidos, de conformidad con las respectivas normas contables internacionales.

· Además, el modelo de información, ya sea individual o consolidado, debería contener un apartado claramente especificado relativo a las declaraciones efectuadas por los responsables de la información.

Declaraciones de gestión intermedias:

· El modelo debería eliminar los datos cuantitativos que obligatoriamente deben ser completados por las entidades, si bien, las magnitudes contables que se incluyan en dicha declaración de manera voluntaria deberían estar reconocidas y valoradas de conformidad con la normativa contable que le sea aplicable, ya sean, en general, las NIIF para las cifras consolidadas, como para las cifras individuales, la normativa contable nacional.

· El modelo se convierte, prácticamente, en una información descriptiva de la situación financiera, de los resultados de la entidad y su grupo consolidado, y de los hechos y operaciones relevantes que hayan tenido lugar, respecto del período transcurrido entre el inicio del ejercicio y el momento de su remisión.

· El plazo de remisión de las declaraciones de gestión intermedias se convierte en un período variable, que se inicia a partir de las diez semanas posteriores al comienzo del semestre de que se trate, y que termina seis semanas anteriores a su conclusión, lo que afectaría al período contable respecto del cual se informa.

En el ámbito de las participaciones de los accionistas significativos

· Uno de los cambios consiste en establecer, como base para el cálculo de la obligación de comunicación, los derechos de votos que se puedan ejercer sobre las acciones de emisores cotizados, abandonando, a tal efecto, el capital social del emisor.

· Los emisores objeto de la comunicación de participaciones significativas son aquellos cuyas acciones estén admitidas a negociación en mercados regulados y, por tanto, se amplia el alcance actual, que reside sobre los mercados secundarios oficiales.

· En cuanto a los umbrales que generan la obligación de comunicar, cabe señalar que a partir del 30% abar-

can rangos más amplios que los actuales, al estar más asociados a los límites que se establecen en la normativa de opas. De hecho, del 30% se pasa al 50% y posteriormente al 75%. Además, no hay referencias a supuestos de comunicación por debajo del primer umbral, situado en el 5%.

· Además, la obligación a comunicar se extiende al representante, cuando tal persona pueda ejercer, discrecionalmente, el ejercicio de los derechos de voto.

· En cuanto a los sujetos obligados a comunicar, cabe indicar, que el esquema aparente presentado por la DT es parecido al actual, ya que afecta tanto al titular directo, como al indirecto, a la persona interpuesta o al titular de acciones concertadas.

· Sin embargo, el enfoque del ejercicio de los derechos de voto, la casuística que aporta el artículo 10 de la DT, y, la novedad de los instrumentos financieros con derecho a adquirir acciones, genera una mayor variedad de supuestos respecto de la normativa actual.

· A continuación, por su interés, se citan algunos de los supuestos de comunicación establecidos por la DT:

- Los instrumentos financieros que den derecho a adquirir, por iniciativa propia a su tenedor, bajo acuerdo formal, acciones ya emitidas que lleven asociadas derechos de voto de un emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación.
- Los derechos de voto en poder de un tercero en virtud de un acuerdo con una persona física o jurídica que prevea la transferencia temporal y onerosa de dichos derechos (ver más adelante el apartado sobre comitología).
- Los derechos de voto vinculados a las acciones depositadas como garantía en una persona física o jurídica, siempre que ésta controle los derechos y declare su intención de ejercerlos.
- Los cambios en los porcentajes de participación en los derechos de voto, derivados de acontecimientos societarios, aunque el obligado a comunicar no haya realizado ninguna adquisición o transmisión. A modo de ejemplo, se pueden citar las ampliaciones de capital con exclusión del derecho preferente de suscripción. En estos casos, el accionista significativo que no acude, o no puede, en virtud de sus condiciones, acudir a dicha ampliación, puede ver alterado su porcentaje de participación sobre los derechos de voto del emisor como consecuencia de la materialización de la ampliación, de tal forma que si se ha reducido el mismo por debajo del umbral correspondiente, estaría en un supuesto de comunicación obligatoria.

  Para facilitar la información al accionista, el emisor, mensualmente, estará obligado a comunicar, pero sólo en aquellos meses en los que se produzca alguna alteración en su cifra de capital o en el número total de los derechos de voto ejercitables por los accionistas, la cifra total de capital y de derechos de voto.
- La adquisición y/o transmisión de sus propias acciones por parte del emisor genera la obligación de comunicar sobre la base del número total de acciones que llevan asociados derechos de voto.

· También, conviene resaltar algunos supuestos que la DT ha considerado de no aplicación a los efectos de comunicación de participaciones significativas, y que son los siguientes:

- Acciones adquiridas a efectos de compensación y liquidación dentro del ciclo corto de liquidación habitual.
- Acciones en poder de custodios siempre y cuando para ejercer los derechos de voto reciban instrucciones, ya sea por escrito o por medios electrónicos.
- Derechos de voto asociados a la cartera de negociación de una entidad de crédito o una empresa de inversión, hasta el límite del 5%, y siempre que no se ejerciten los mismos ni se utilicen para intervenir en la gestión del emisor.
- Las acciones en poder de sociedades de gestión o de empresas de inversión, no serán agregadas en su entidad matriz, siempre que:
  - En el caso de las empresas de inversión, cuando esté autorizada según se establece en la Directiva 2004/39/CE (en adelante MiFID) y sólo pueda ejercer los derechos de voto con instrucciones por escrito, o por medios electrónicos, o garantice la independencia entre sus distintos servicios.
  - En ambos casos, cuando los derechos de voto se ejerzan de forma independiente de la entidad matriz.

Respecto de otras cuestiones de interés

· Remisión de información: la obligación de las entidades de remitir la información regulada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como autoridad administrativa central competente para desempeñar las funciones previstas en la DT, y albergar el «mecanismo» para el almacenamiento central de la información regulada.
· Idioma: Cuando los valores de la entidad que informa hayan sido admitidos a negociación en varios mercados regulados, y el Estado español no sea el Estado de origen, tal y como se define en la DT, se podrá remitir la información regulada en un idioma de uso generalizado en los mercados de valores.
· Cuando la admisión se solicita sin el consentimiento del emisor: la persona que haya solicitado la admisión a negociación en un mercado regulado, de las acciones y/o obligaciones de un emisor estará obligada, tanto a revelar la información financiera intermedia regulada, como a registrarla, al mismo tiempo, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de los medios que ésta establezca.
· Terceros países: se establece la posibilidad de eximir a una entidad cuya sede social no sea un país miembro de la UE de cumplir con lo establecido para las declaraciones de gestión intermedias, informes financieros semestrales y autocartera, a condición de que la legislación del tercer país establezca requisitos equivalentes, o que la entidad cumpla con los requisitos de la legislación del tercer país, que la Comisión Nacional del Mercado de Valores considere equivalentes.
· Poderes de la autoridad competente: además de comprobar que la información financiera está elaborada de conformidad con el marco contable aplicable, podrá requerir los desgloses de información que sean pertinentes a los auditores. A su vez, podría publicar que un emisor o un accionista están incumpliendo con la normativa que procede de la Directiva.
Por su parte, se establecen las suspensiones de cotización por un máximo de diez días, cuando existan indicios de infracción en el emisor, y la prohibición de negociación cuando el emisor haya infringido la normativa.

EL DESARROLLO DE LA DIRECTIVA A TRAVES DE LA COMITOLOGIA

Algunas cuestiones de la DT, fundamentalmente, por su nivel de detalle, no fueron resueltas por el texto de la Directiva, y quedaron pendientes de desarrollo posterior a través de la denominada, en el ámbito de los procedimientos de la UE, comitología.

A estos efectos, en materias relativas a los mercados de valores, la CE suele utilizar el asesoramiento técnico de CESR, para posteriormente regular ya sea a través de una Directiva «de Nivel 2», o bien de un Reglamento. Para ello, suele remitir un mandato específico con las materias que deberían ser abordadas por CESR.

A continuación, se detallan algunos de los aspectos sometidos a comitología, y el enfoque que han recibido por parte de CESR, en el informe técnico emitido en junio de 2005 como respuesta al mandato de la CE, aunque es pertinente señalar que podrían ser susceptibles de recibir un tratamiento diferente en el texto definitivo que adopte la CE.

En el ámbito de la información financiera regulada

· Sobre el mínimo contenido de los estados financieros intermedios individuales:

Se ha optado por los principios señalados en la NIC 34 relativa a los estados financieros intermedios. Además, el informe de asesoramiento de CESR indica que es importante incluir en el informe semestral determinada información requerida por la NIC 34, que aunque no se requiera por la actual Directiva contable (en este caso al tratarse de información individual sería la 4.ª Directiva), el emisor haya desglosado en su informe anual individual, al objeto de permitir la comparabilidad entre ambos informes y una mayor armonización en la información periódica.
· En cuanto a clarificar la información que debe ser incluida en el informe de gestión semestral sobre las denominadas «mayores» transacciones con partes vinculadas:

- En relación con la información consolidada sujeta a las NIIF, la NIC 24 relativa a partes vinculadas, debería ser la norma aplicable para informar en el

informe de gestión semestral y, obviamente, en el anual.

- En relación con la información individual, se opta por utilizar como referencia a la NIC 24, al considerar que contiene apropiadas definiciones sobre las transacciones con partes vinculadas.

· En relación con la naturaleza de las revisiones que, en su caso, realiza el auditor sobre el informe semestral:

Se ha apreciado en el ámbito de la UE que, en su mayor parte, se trata de revisiones limitadas, realizadas de forma voluntaria, cuyas conclusiones se expresan de forma negativa (*negative assurance*), y un nivel de seguridad, en cuanto al alcance de la auditoría, moderado, si se compara con el alcance de una auditoría completa.

Además, en la mayoría de estados miembros se utilizan las normas internacionales de auditoría (IFAC) a estos efectos, o una adaptación de ellas en el ámbito nacional.

En el ámbito de las participaciones de los accionistas significativos

· Sobre quien tiene que efectuar la declaración de los accionistas significativos en los supuestos establecidos por el artículo 10 de la DT, cuando se traspase o descienda alguno de los umbrales que genera la obligación de comunicar:

- Cuando hay acción concertada, deben comunicar todas las partes del concierto.
- Cuando se producen transferencias temporales de derechos de voto, tanto la persona que los recibe y tiene derecho a ejercitarlos, como la persona que los transfiere temporalmente, aunque en este caso, en la medida en que descienda su porcentaje de participación por debajo de algún umbral que genere la obligación de comunicar.
- Cuando se delegan los derechos de voto, quien pueda ejercitar los mismos de forma discrecional al no haber recibido instrucciones del accionista, y el accionista, en la medida en que, a través de la delegación otorgada, descienda de algún umbral de comunicación.

Si la delegación de votos se produce, exclusivamente, para una junta de accionistas, y al objeto de evitar la elaboración y remisión de dos comunicaciones, el receptor de la delegación de los votos puede hacer una única comunicación reflejando, tanto el aumento de su participación en términos de derechos de voto a efectos de la junta, como su descenso al finalizar la misma.

- En relación con las sociedades controladas, cuando la sociedad dominante realice una comunicación que incluya información sobre la participación de la sociedad controlada, esta última no tendría que realizar su propia comunicación.
- En el caso de personas interpuestas que tienen acciones en nombre propio y actúen por cuenta de terceros, sólo tendrá que comunicar la persona que controla los derechos de voto asociados a dichas acciones.

· En cuanto al modelo de comunicación de participaciones significativas se ha establecido un formato con un mínimo de apartados a cumplimentar, al objeto de conseguir una armonización dentro de la UE. Destaca la posibilidad que tiene el declarante de incluir aquella información adicional que considere relevante para aclarar la comunicación.

Es posible que, finalmente, la CE recomiende la utilización de este modelo unificado y estandarizado, pero no obligue a ello, si bien, el contenido del mismo será obligatorio sea cual sea el formato que utilice el declarante.

· En relación con los instrumentos financieros que generan la obligación de comunicar se han aclarado los siguientes extremos:

- Deben dar derecho a adquirir acciones ya existentes, que estén cotizadas en un mercado regulado y con derechos de voto asociados. Tal derecho no puede depender de factores externos y debe recaer en la propia iniciativa del tenedor del instrumento financiero.
- Se han enumerado algunos instrumentos financieros que, formando parte de la MiFID, no están sujetos a la obligación de ser comunicados, siendo entre otros:
  - Los instrumentos del mercado monetario
  - Los instrumentos derivados para transferir el riesgo de crédito

- Opciones, futuros, *swaps*, *fras* y otros instrumentos derivados vinculados a valores distintos de las acciones, monedas, tipos de interés o rendimientos.

- Los instrumentos financieros vinculados a acciones del mismo emisor deben ser agregados, a efectos de los cálculos para comprobar si se han traspasado o descendido los umbrales de comunicación, pero deben ser desagregados los que se refieran, a la vez, a varios emisores.
- La comunicación de los instrumentos financieros debe realizarse, tanto al emisor de la acción subyacente de cada uno de ellos como a la autoridad competente.
- Al igual que para participaciones significativas, en la comunicación de los instrumentos financieros se ha establecido un formato con un mínimo de apartados a cumplimentar, al objeto de conseguir una armonización en la UE. De entre ellos, cabe destacar la fecha de ejercicio del instrumento y que permite la adquisición de las acciones.
- El obligado a comunicar no debe agregar su posición en acciones y su posición en instrumentos financieros. Son obligaciones separadas y, por tanto, los umbrales a efectos de comunicación no se suman.

· Sobre el calendario que debe tener en cuenta el obligado a comunicar a efectos de conocer el plazo del que dispone para su remisión, se ha optado por utilizar el calendario de días hábiles que cada Estado miembro de origen del emisor de acciones, disponga para sus mercados regulados.

En este sentido, sería deseable que la CE obligara a cada autoridad competente a que publique dicho calendario en su pagina web.

Respecto de otras cuestiones de interés

· Difusión de información: el emisor está obligado por la DT a revelar la información regulada de manera que garantice un acceso rápido y no discriminatorio, pero también, a su remisión al mecanismo designado oficialmente para el almacenamiento central de la información regulada.

Está función es, en todo caso, responsabilidad del emisor, pero puede utilizar a «difusores de información especializados» (*service providers*) para que realicen esta labor de difusión. La información regulada en virtud de la DT debe revelarse, simultáneamente, tanto al inversor a través de medios de comunicación, como a la autoridad competente.

A continuación se citan algunos de los requisitos que deben cumplir los emisores o los difusores de información especializados para realizar la difusión de información:

- Los inversores no tienen que pagar el coste económico de la difusión.
- El acceso a la información debe ser generalizado y no selectivo.
- El acceso rápido a la información implica no tener retraso alguno, sobre todo cuando la información genera un hecho relevante.
- La difusión efectiva debería alcanzar a todos los países de la UE.
- No hay obligación de utilizar medios de comunicación cuyos «difusores de información especializados» (*service providers*), están domiciliados en el Estado miembro de origen.
- Los medios deben ser utilizados en sus distintos canales: periódicos, agencias de noticias, paginas web financieras accesibles a los inversores...
- Debe quedar asegurada la remisión satisfactoria de la información y el no repudio del envío.
- La información suministrada debe ser identificable y para ello debe contener, al menos, el nombre del emisor, el título de la información que se remite, la fecha y la hora del envío.
- La remisión y la recepción de la información debe estar garantizada las veinticuatro horas y todos los días de la semana.
- En aras de la competencia, en el caso de utilizar a un difusor de información especializado, el emisor debe velar porque los honorarios percibidos y las actividades realizadas puedan tener la publicidad suficiente para que cualquier competidor pueda conocerlas.

· Almacenamiento de la información: dada la importancia de esta función, y como se indicaba en la introducción de este artículo, CESR ha recibido en junio de

2005 un mandato para informar sobre la función que debe desempeñar el mecanismo oficialmente designado para almacenar la información regulada (artículo 21.2 de la DT) considerando la creación de una red electrónica en el ámbito de la UE (artículo 22.1).

A su vez, se le ha pedido asesoramiento sobre las posibilidades de efectuar el registro y/o el archivo de la información regulada, con la autoridad competente, a través de medios electrónicos (artículo 19.1 de la DT).

A la fecha de la redacción de este artículo no se conocen los pormenores del informe que va a remitir CESR a la CE, pero en virtud del mandato recibido debería abordar las siguientes cuestiones:

- La gestión de la interoperabilidad de los mecanismos oficialmente designados para almacenar información regulada y el coste que podría suponer la creación de una red entre los Estados miembros.
- Los requisitos mínimos que debe cumplir un mecanismo oficial de almacenamiento de la información, en aspectos como: la seguridad, la certeza del origen de la información, el momento del registro y el acceso de los inversores.
- La función que deben tener las autoridades competentes en la supervisión de los mecanismos de almacenamiento cuando varias hubieran designado al mismo mecanismo.
- El registro electrónico de la información regulada, en cuanto a los mínimos requisitos que debe cumplir, y su adecuación a los sistemas de almacenamiento de la información de los mecanismos oficiales.

EL PODER DE LA AUTORIDAD COMPETENTE PARA REVISAR LA INFORMACION FINANCIERA

· Las competencias atribuidas a la autoridad competente, en materia de revisión y control de la información financiera de las entidades cotizadas, serán consecuencia tanto de la transposición de la Directiva de Transparencia como de la asunción de las recomendaciones de CESR.

· A continuación, se detalla el contexto normativo y de principios que amparan las competencias de la autoridad competente en materia de revisión financiera de las entidades cotizadas:

- En primer lugar, el Reglamento 1606/2002, del Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea que establece la obligatoriedad de las sociedades cotizadas de elaborar sus estados financieros consolidados de conformidad con las NIIF, a partir del 1 de enero de 2005, indicó en el considerando 16 lo siguiente: «Será determinante contar con un régimen riguroso y adecuado de ejecución para afianzar la confianza de los inversores en los mercados financieros. Según lo dispuesto en el artículo 10 del Tratado, los Estados miembros deben adoptar medidas apropiadas para garantizar el cumplimiento de las NIIF. La Comisión tiene intención de establecer contactos con los Estados miembros por medio, en especial, del Comité de responsables europeos de reglamentación de valores, a fin de elaborar un enfoque común de ejecución».
- Por su parte, la DT ha establecido como uno de los poderes de la autoridad competente el siguiente: «La atribución de examinar si la información financiera regulada se presenta de conformidad con su marco normativo, pudiendo adoptar medidas si detecta infracciones».
- CESR, el 12 de marzo de 2003, emitió el Standard n.º 1 denominado *Enforcement of Standards on Financial Information in Europe*, que incluía veitiún principios a propósito de lo que debe ser un sistema de revisión y control de la información financiera.

· Del documento de CESR, se pueden resumir los aspectos que son más relevantes para las nuevas competencias que debería asumir la autoridad competente en materia de revisión de información financiera, y que son los siguientes:

- Definición de *Enforcement*:

  Seguimiento y comprobación del cumplimiento de la normativa aplicable en la información financiera. La normativa aplicable incluye los aspectos contables y los de desglose de información adoptados por la UE.

  Adopción de las medidas adecuadas en caso de apreciar incumplimientos durante el seguimiento y la comprobación.

- Acciones de los controladores (*Enforcers*) de la información, cuando se detecte un incumplimiento:
  Conseguir un apropiado desglose de información de conformidad a la normativa.
  Cuando sea relevante el incumplimiento se hará una corrección pública del mismo.
- Medios para lograr los fines anteriores:
  Requerir una reconciliación aplicando adecuadamente la norma aplicable.
  Requerir una nota que corrija el error detectado.
  Reformulación de estados financieros.
  Suspensión o exclusión de cotización.
- Los poderes que tendrán los *Enforcers* deben ser, al menos:
  Revisar la información financiera (*Monitoring*).
  Requerir información adicional de los emisores y los auditores.
  Tomar medidas consistentes con los fines del *Enforcement*.
- El *Enforcer* estará obligado a:
  Establecer un procedimiento adecuado para aplicar el *Enforcement* consistente con los principios del documento de CESR.
  La aplicación de dicho procedimiento.

· Además, CESR, en octubre de 2005, ha elaborado para sus miembros *guidelines* en materia de selección de información financiera para ser revisada con carácter recurrente.

PRINCIPALES RETOS EN MATERIA DE TRANSPARENCIA INFORMATIVA

· En primer lugar señalar el proceso de transposición de la DT al ordenamiento jurídico español en el que nos encontramos inmersos, y cuyo plazo de vencimiento se sitúa el 20 de enero de 2007.

· Los cambios se perciben en la propia regulación de los mercados de valores, pero de manera sustancial en las materias relativas a la información financiera de las sociedades cotizadas y en las comunicaciones de los accionistas significativos. Los modelos, tanto de información financiera semestral y trimestral, como de comunicación de participaciones significativas incluida la autocartera, son susceptibles de ser modificados.

· Pero no menos importante en el ámbito financiero, que la aparición de la DT ha sido la publicación del Reglamento 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, que establece que para los ejercicios financieros que comiencen a partir del 1 de enero de 2005, las entidades que a la fecha de cierre de su balance tengan valores admitidos a negociación en un mercado regulado, deberán elaborar sus cuentas anuales consolidadas de acuerdo con las normas internacionales de información financiera, adoptadas de conformidad con el procedimiento establecido en el apartado 2 del artículo 6 de la referida norma (en adelante, NIIF adoptadas).

· La adopción de las NIIF a partir de 2005, por parte de las emisoras que remiten información consolidada a la CNMV (más de 153, según la información del segundo semestre de 2005), ha generado diversas iniciativas por parte de la CNMV en aras a colaborar con el proceso de adaptación.

· A destacar, las reuniones mantenidas con los emisores (más de cien) durante 2005, al objeto de conocer:
  - Las políticas contables adoptadas por las sociedades cotizadas, en particular, las opciones elegidas en relación con los diferentes tratamientos alternativos permitidos por las NIIF.
  - El nivel de implicación de los órganos de gobierno —Comité de Auditoría y Consejo— en la definición y convalidación de las nuevas políticas contables.
  - El grado de adaptación de los sistemas de control interno a los requerimientos del nuevo marco contable, mucho más exigente que el actual.
  - Los impactos estimados en el patrimonio neto y en los resultados del ejercicio 2004, como consecuencia del proceso de migración a las NIIF adoptadas.

· Debido al propio marco conceptual de las NIIF, ya que, en realidad, son principios y no reglas, se generan con frecuencia dudas interpretativas de la más diversa índole.

· Desde la propia CNMV se están abordando iniciativas para colaborar con los emisores y los auditores en la resolución satisfactoria de las dudas razonables que van

surgiendo, pero también desde el propio CESR se ha observado que el nuevo marco contable podía originar diversas interpretaciones dentro de la entidades de la UE y, además, que se podrían tratar por parte de las autoridades competentes de forma distinta.

· A estos efectos, cabe resaltar la existencia del denominado European Enforcers Coordination Sessions (EECS), con presencia activa de la CNMV, que a iniciativa de CESR pretende homogeneizar el tratamiento que, los controladores o *enforcers*, van a aplicar sobre la diversa casuística que desde el punto de vista contable las NIIF pueden generar.

· Al respecto, en abril de 2004 CESR publicó un Standard que trata sobre la coordinación de las actividades de los *enforcers*. Dicho mecanismo pretende unificar criterios entre los *enforcers* en aras de clarificar las actuaciones de los mismos ante situaciones similares en los diferentes países de la UE.

· En resumen, la finalidad del grupo es conseguir que el mismo hecho económico con independencia del país de la UE en que el emisor lo haya interpretado contablemente de forma inadecuada respecto de las NIIF aplicables, genere la misma respuesta y/o actuación por parte de los *enforcers*.

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA TRANSPARENCIA

· La información financiera es uno de los canales más relevantes para informar a los inversores de la situación económica y financiera de la sociedad y/o de su grupo consolidado. Una adecuada y oportuna información financiera, con el grado suficiente de transparencia, otorga valor a la sociedad.

· La información aportada en el informe anual, debe, por una parte, evitar la aparición de salvedades por parte del auditor en su informe de auditoría, y por otra, ser lo suficientemente desglosada, para que los inversores puedan, a través de su lectura, extraer la información que necesitan para tomar posiciones. A su vez, dicha información no debería diferir, en cuanto a las políticas contables empleadas, con la información contenida en el informe semestral.

· La transparencia de la estructura accionarial de las entidades ayuda a conocer los distintos intereses que recaen sobre el emisor cotizado a partir de sus accionistas más significativos. Además, si la información que aportan sus comunicaciones están basadas en los derechos de voto de los accionistas, se aporta todavía una mayor claridad a los inversores sobre la composición y alternativas de poder en la sociedad.

· La «buena» transparencia permite al inversor formarse una opinión fundada sobre los valores cotizados, anticipar sus decisiones de inversión y cumplir con el principio de igualdad de trato, que consiste en difundir toda la información, al mismo tiempo y para todo el público.

· La publicación de la Directiva de Transparencia, y su transposición al ordenamiento jurídico español, así como una adecuada comprensión de sus principios básicos por parte de los emisores, de los auditores y de los accionistas significativos, debería contribuir a la mejora de la calidad de la información de nuestros mercados de valores y, por tanto, al crecimiento y la creación de empleo a través de una mejor distribución del capital y de una reducción de los costes asignados.

EL PAPEL DE CESR EN LA INTERPRETACIÓN DE LA DIRECTIVA DE ABUSO DE MERCADO. EL NIVEL 3 DEL MODELO LAMFALUSSY

Galo Juan Sastre

SUBDIRECTOR DE GOBIERNO CORPORATIVO. DIRECCIÓN DE INFORMES FINANCIEROS Y CONTABLES. CNMV

INTRODUCCIÓN. UN NUEVO RÉGIMEN CONTRA EL ABUSO DE MERCADO EN EUROPA

En octubre de 2004 entró en vigor la Directiva 6/12/2003, de 28 de enero de 2003, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Esta nueva Directiva se engloba dentro del Plan de Acción de Servicios Financieros[1] y sustituyó a la Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. La propia Comisión Europea justificaba su reemplazo para asegurar una mayor coherencia con la legislación contra la manipulación del mercado[2].

La Directiva de 1989 se refería únicamente al uso ilícito de la información privilegiada. Sin embargo, la nueva Directiva de Abuso de Mercado (en adelante, DAM) regula de forma conjunta todas aquellas prácticas que dañan la integridad del mercado, no sólo las referentes al uso de información privilegiada, sino también aquellas prácticas relacionadas con la manipulación de precios y la difusión de información engañosa.

Tras su aprobación, a lo largo del 2003 y 2004 se han adoptado tres Directivas de segundo nivel y un reglamento que desarrollan los aspectos más significativos de la DAM.

Hoy en día la Europa comunitaria cuenta con un marco normativo moderno en materia de abuso de mercado y su transposición a los distintos ordenamientos nacionales se esta produciendo con un notable éxito. En el caso español, la Ley del Mercado de Valores[3] recoge los principios «marco» de la DAM, salvo en lo referente a la comunicación de operaciones sospechosas pendiente aún de su transposición. Las tres Directivas de segundo nivel han sido transpuestas a nuestro ordenamiento mediante el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

Sin embargo, el principal objetivo de este artículo no es tanto analizar el marco normativo, como los retos de su aplicación efectiva. De todos es conocido el fuerte aumento de la negociación transfronteriza en los últimos años. Los inversores, con independencia de su

1 El Plan de Acción de Servicios Financieros fue aprobado en junio de 1999 y recoge un amplio conjunto de medidas encaminadas a hacer efectivo un mercado único de servicios financiero.

2 Ver el n.º 13 de los considerandos de la Directiva 2003/6/CE

3 Los principios «marco» de la DAM se incorporaron a la Ley del Mercado de Valores, tras la aprobación de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

nacionalidad, quieren operar en un verdadero mercado único y esto supone, entre otras cosas, una interpretación homogénea de la normativa comunitaria.

LA NORMATIVA COMUNITARIA SOBRE ABUSO DE MERCADO. LOS NIVELES 1 Y 2 DEL MODELO LAMFALUSSY

La promulgación de la DAM ha supuesto un avance muy significativo en el objetivo de tener un mercado europeo de valores eficiente y competitivo, requisito fundamental para nuestro crecimiento económico. Uno de los principales propósitos de toda regulación de los mercados de valores debe ser la creación de un marco normativo que garantice su integridad y genere la suficiente confianza de los inversores en su correcto funcionamiento.

Las prácticas de abuso de mercado generan una actividad falsa y engañosa en los mercados, creando una situación de injusta ventaja competitiva en favor de personas que utilizan información que no está disponible para el resto de inversores o que realiza operaciones en su propio beneficio pero alterando el libre juego de la oferta y la demanda, con la consiguiente fijación de precios artificiales. En resumen, preservar la integridad del mercado justifica la existencia de normas que traten de prevenir conductas que distorsionen su buen funcionamiento y que sancionen aquellas actuaciones abusivas.

Con este objetivo, la DAM establece como principios básicos:

· Un régimen unitario y completo en materia de abuso de mercado a nivel europeo.
· Una regulación objetiva del uso de información privilegiada, la difusión de información engañosa y la manipulación de precios. Su interrelación exige la elaboración de una única norma donde se establezcan los principios generales sobre aquellas actuaciones que dañan la libre competencia y la integridad de los mercados financieros europeos. Además, la definición objetiva de este tipo de conductas abusivas aumenta la seguridad jurídica de los partícipes al definir de forma clara las prácticas que distorsionan su buen funcionamiento.

La información privilegiada se define como toda información concreta, no pública referida, a instrumentos financieros y que de ser pública podría tener un efecto significativo en los precios.

La manipulación del mercado supone la realización de operaciones que proporcionan o puedan proporcionar indicios engañosos sobre la oferta o la demanda de un instrumento financiero, así como la actuación de una persona o de un conjunto de ellas de forma concertada con el propósito de mantener el precio de un instrumento financiero en un nivel artificial.
· El fomento de un alto nivel de transparencia que garantice que la toma de decisiones de inversión se produce sin información falsa en el mercado y en condiciones de igualdad; es decir, sin la utilización de mecanismos de difusión selectiva[4].
· La necesidad de garantizar su adecuada aplicación mediante la designación por cada país miembro de la UE de un autoridad competente en materia de supervisión, así como promover la colaboración y asistencia entre todos los países como elemento fundamental para una eficaz supervisón en mercados de valores tan interrelacionados.
· Los intermediarios colaborarán activamente en la erradicación de actuaciones contrarias a la integridad del mercado, adoptando las medidas necesarias encaminadas a su prevención y detección.

4 Esta difusión de información se realizará mediante los mecanismos establecidos en la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

5 En su reunión de 17 de julio de 2000, el Consejo estableció un Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios. Este Comité de Sabios publicó en febrero de 2001 un informe, más conocido con el nombre de Informe Lamfalussy, donde se establecía la necesidad de un nuevo enfoque mucho más ágil en el procedimiento de elaboración de las normas comunitarias en materia de mercado de valores, para conseguir un verdadero mercado integrado de valores. El modelo propuesto establecía cuatro niveles de regulación. En el Nivel 1 es establecen los principios básicos mediante la aprobación de una Directiva del Parlamento y del Consejo Europeo. En el Nivel 2 se adoptarían las medidas técnicas necesarias que garanticen una aplicación efectiva de los principios establecidos en el Nivel 1. Este Nivel 2 contaría con el asesoramiento técnico de CESR y se plasmaría en la elaboración de reglamentos comunitarios o Directivas aprobadas por el Consejo, En el Nivel 3, y con el objeto de garantizar una aplicación consistente y homogénea de las normas de primer y segundo Nivel, CESR elaboraría una serie de recomendaciones. En el Nivel 4 la Comisión Europea verificaría la aplicación del marco normativo comunitario por cada uno de los países, adoptando las medidas legales oportunas si su transposición no fuese la adecuada.

· El desarrollo de un conjunto de normas de segundo nivel sobre aspectos concretos de la Directiva que garantice la ejecución adecuada de los principios establecidos en la DAM de acuerdo con el modelo Lamfalussy[5].

Tras su aprobación, se adoptaron a lo largo del 2003 y 2004 tres Directivas de segundo nivel y un reglamento que desarrollaban los aspectos más significativos de la DAM:

· Directiva 2003/124/CE, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información y la definición de manipulación de mercado. Esta Directiva desarrolla y concreta a efectos de su aplicación los artículos 1 (definición de los conceptos de información privilegiada y manipulación de precios) y 6 (difusión de la información privilegiada) de la DAM:

- Se establece cuando una información es lo suficientemente precisa para que pueda considerarse como privilegiada. Además, la medición de su impacto en el precio de un instrumento financiero se efectuará de acuerdo con los criterios de inversión de un teórico inversor razonable.
- Se definen una serie de señales no exhaustivas que, aunque no puedan considerarse por sí mismas como manipulativas, se tendrán en cuenta a la hora de analizar si una orden o una transacción manipula el precio de un determinado el precio de un instrumento financiero. En esta misma línea, se incluye el uso de dispositivos ficticios con fines manipuladores.
- Los Estados se aseguraran de que los emisores difundan toda información privilegiada de forma rápida y en condiciones de igualdad para todos los inversores.
- Se facilita una lista no exhaustiva de circunstancias en las que para no perjudicar sus intereses legítimos el emisor podrá retrasar la difusión pública de la información privilegiada.

· Directiva 2003/125/CE, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses. Esta Directiva desarrolla a efectos de la aplicación del artículo 6.10 la correcta presentación de los análisis donde se recomiende una estrategia de inversión. Establece como elementos fundamentales:

- La adecuada identificación de las personas que elaboren las recomendaciones.
- La existencia de una normativa que garantice su presentación imparcial.
- La difusión de los conflictos de intereses en los que puedan incurrir las personas que elaboren estos análisis y otras informaciones en las que se recomiende una estrategia de inversión.

· Directiva 2004/72/CE, de la Comisión, de 29 de abril de 2004, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos de materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de operaciones sospechosas. Esta Directiva desarrolla a los efectos de su aplicación los siguientes artículos de la DAM:

- Artículo 1.2: Criterios a considerar por los reguladores para la determinación de las prácticas aceptadas de mercado, así como los procedimientos de consulta y de publicación de las decisiones al respecto.
- Artículo 6.3: Alcance, contenido y custodia de las listas de información privilegiada que los emisores deben confeccionar.
- Artículo 6.4: Contenido de las notificaciones a realizar por los directivos de un emisor cuando realicen operaciones en instrumentos financieros emitidos por dicho emisor.
- Artículo 6.9: Plazo, contenido y medios de notificación de las comunicaciones a realizar a los organismos supervisores por aquellas personas que en el marco de su actividad profesional cuando sospechen razonablemente de que alguna operación puede constituir una práctica manipuladora.

· El Reglamento (CE) 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, que desarrollo el artículo 8 de la DAM sobre las exenciones para los programas de recompra de acciones propias por el emisor y la estabilización de instrumentos financieros. Esta norma, de aplicación directa, desarrolla la forma en que deben

realizarse este tipo de operaciones para que puedan beneficiarse de la exención de las prohibiciones establecidas en la DAM.

EL PAPEL DE CESR EN LA APLICACIÓN DE LA DAM

Como se ha indicado anteriormente, la adecuación de los regímenes nacionales se está produciendo con un notable éxito. Sin embargo, su aplicación efectiva y homogénea requiere de un esfuerzo especial por parte de los organismos supervisores nacionales. No es una tarea fácil la aplicación de normas similares en mercados con tradiciones, estructuras y prácticas de mercados dispares. Conceptos como el de información privilegiada o las prácticas aceptadas de mercado deben de tener un mismo sentido en todos los mercados europeos.

En este proceso de armonización, El Comité Europeo de Reguladores (CESR)[6] juega un papel muy significativo. CESR considera entre sus principales objetivos reforzar la cooperación entre los organismos supervisores y contribuir a una homogénea implementación de la norma comunitaria.

Siguiendo el modelo Lamfalussy, el Nivel 3 tiene como principal objetivo una consistente y equivalente transposición de los Niveles 1 y 2. Como veremos más adelante, algunos pasos concretos ya se han dado. Antes de su análisis, es conveniente señalar cómo ve el propio CESR el papel que debe jugar en este Nivel 3 de cooperación.

De acuerdo con el Informe Lamfalussy en el Nivel 3 el Comité de Reguladores tendría como objetivos fundamentales:

· Elaborar estándares para los organismos supervisores que posteriormente se adopten a nivel nacional.
· Facilitar recomendaciones en áreas no cubiertas por la normativa actual.
· Comparar las normas nacionales para asegurar una implementación y una aplicación consistente de las normas comunitarias.

Posteriormente, en el Nivel 4 la Comisión Europea analizará si efectivamente todos los países cumplen con la normativa comunitaria, adoptando las medidas legales oportunas cuando dicha situación no se produjera.

El trabajo de CESR abarca cuatro áreas fundamentales: contribuir a una adecuada transposición del nuevo marco jurídico, facilitar la necesaria convergencia entre países, asesorar a la Comisión Europea en aquellas cuestiones que puedan surgir durante la implementación del nuevo marco jurídico y reforzar la cooperación entre países en materia de supervisón e inspección.

Las medidas adoptadas por CESR en cada una de estas áreas son las siguientes:

· Implementación efectiva de las normas comunitarias. Esta coordinación abarcaría tanto la transposición al ordenamiento jurídico de cada país, como aquellas cuestiones que puedan surgir en su aplicación. Si bien no conviene olvidar que son los propios Estados miembros los responsables de transponer las Directivas de primer y segundo nivel.
· Favorecer unos estándares comunes en todos los países comunitarios. De esta forma, existiría un enfoque común en su transposición efectiva. Para conseguir este objetivo CESR plantea la necesidad de una mayor transparencia y predictibilidad en los procesos de implementación a nivel nacional.
· Tener una participación activa en aquellas áreas no cubiertas por las Directivas de primer y segundo nivel. Coordinar y ser interlocutor con la Unión Europea respecto a las principales preocupaciones y problemas que puedan surgir durante la transposición.
· Favorecer la coordinación entre los organismos supervisores en el desarrollo efectivo de sus tareas de supervisón e inspección. A lo largo de los últimos años, incluso antes de la aprobación de la DAM, CESR viene desarrollando un papel muy relevante en el intercambio de información entre supervisores.

6 CESR es un Comité independiente compuesto por el organismo supervisor de los mercados de valores de cada país comunitario. Se constituyó mediante acuerdo de la Comisión Europea de 6 de junio de 2001.

LAS PRIMERAS RECOMENDACIONES FORMULADAS POR CESR DENTRO DEL NIVEL 3

CESR ha publicado en 2005[7] un primer documento dentro del Nivel 3 donde se recogen una serie de recomendaciones sobre aspectos concretos de la DAM que los supervisores consideraban prioritarios para la consecución de una implementación homogénea.

El primer conjunto de recomendaciones se han centrado en: a) el régimen de prácticas aceptadas de mercado, b) las prácticas de mercado que los miembros de CESR consideran que podrían tener la consideración de manipulativas, c) la comunicación al supervisor de operaciones sospechosas.

Como es habitual en las actuaciones que desarrolla CESR, antes de la publicación definitiva de las recomendaciones que más adelante se comentan, se publicó un borrador a finales de 2004 para su consulta pública.

Esta consulta es muy útil para los reguladores, ya que permite conocer de primera mano las necesidades y opiniones de los partícipes, de tal forma que los documentos finales se enriquecen considerablemente por las propias aportaciones de los sujetos del mercado. Durante la consulta pública las principales consideraciones puestas de manifiesto por los partícipes del mercado fueron:

· Los operadores desean un enfoque común de todos los países en materia de abuso de mercado y que ésta sea una actuación similar en todos los supervisores de todos los países.
· CESR debe en un futuro continuar con esta política de publicar recomendaciones de nivel sobre otros aspectos básicos de la DAM.
· A pesar de la existencia de distintos modelos de mercado en Europa, debería conseguirse una armonización de las prácticas de mercado en todos los países.
· Algunos inversores consideraban que si una práctica de mercado era aceptada en un mercado debería ser reconocida por el resto de ellos. Otros comentarios incidían en la necesidad de una única lista de prácticas aceptadas en toda Europa.
· Muchas respuestas mostraban su extrañeza por el escaso número de prácticas aceptadas de mercado reconocidas por los reguladores.
· Algunas consultas eran partidarias de unir los conceptos de prácticas aceptadas de mercado y legítimas razones. Si bien como CESR ha señalado, la DAM señala claramente que son dos conceptos distintos.
· Algunas respuestas eran favorables a que CESR debería distinguir en sus recomendaciones entre los mercados institucionales y los mercados donde operan minoritarios ya que ambos tipos de mercado deberían tener niveles de protección distintos.
· La mayoría de las respuestas consideraban que el conjunto de señales manipulativas definidas por CESR podrían constituir efectivamente una manipulación pero dichas señales no podían considerarse como algo definitivo, sino que la manipulación debía ser probada por el regulador caso por caso.
· Algunas respuestas señalaban que la falta de difusión de información relevante no debía considerarse como una manipulación del mercado.
· Algunas de las señales consideradas por CESR como manipulativas coincidían demasiado con determinadas prácticas habituales en los mercados.
· La necesidad de aclarar cómo debería tratarse la difusión de información falsa o engañosa a través de Internet.
· La existencia dentro de la guía de recomendaciones de CESR de un número tan amplio de señales manipulativas, dificultaba al intermediario determinar cuándo una operación podía ser sospechosa y debería comunicarse al regulador.
· La comunicación de operaciones sospechosas por los intermediarios debería basarse en factores objetivos.
· La comunicación de operaciones sospechosas no debería ir precedida de una detallada investigación por el operador.
· Los operadores no consideraban que fuese obligatorio el desarrollo dentro de las firmas de inversiones de sistemas de supervisón.
· Los operadores consideraban que la comunicación de operaciones sospechosas al regulador deberían canalizarse a través de los departamentos de cumplimiento normativo.

7 Level 3 – First set of CESR guidance and information on the common operation of the Market Abuse Directive.

Prácticas aceptadas de mercado

Nivel 1 y 2

El artículo 1.2 de la DAM establece, entre otros supuestos, como manipulación del mercado la realización de transacciones o la formulación de órdenes que tengan por objeto: a) proporcionar indicios falsos o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio, b) asegurar, por medio de una persona o de varias que actúe concertadamente, un precio artificial de un instrumento financiero.

Sin embargo, añade que en aquellos supuestos en los que se demuestre la legitimidad de sus razones y que su actuación se ajusta a las prácticas de mercado no tendrán la consideración de manipulación de mercado.

Los criterios a tener en cuenta por los organismos supervisores en cuento a la consideración de una práctica de mercado como aceptada a los efectos del art. 1.2 de la DAM, así como los procedimientos de consulta y la publicación de las prácticas aceptadas se regulan en los artículos 2 y 3 de la Directiva 2004/72/CE.

Esta Directiva de segundo nivel señala en su parte introductoria que los participes en los mercados deben respetar los principios de equidad y eficiencia para no perjudicar la actividad normal del mercado y su integridad.

En su artículo 2 se fijan una serie de criterios no exhaustivos a considerar por el supervisor: a) el grado de transparencia de la práctica, b) que no afecte al libre juego de la oferta y la demanda, c) el efecto en la liquidez del instrumento financiero, d) las investigaciones que los supervisores puedan haber realizado sobre el desarrollo de estas actuaciones en mercado, e) el impacto de dicha práctica en cada mercado.

En su artículo 3 se determina el procedimiento de actuación para la aprobación de este tipo de prácticas. Este procedimiento se basa en su consulta pública antes de su aprobación y la posterior publicación de la decisión adoptada por el supervisor.

Las prácticas aceptadas de mercado no pueden considerarse como un *safe harbour* en los términos del artículo 8 de la DAM sobre programas de recompra de acciones propias y las operaciones de estabilización.

Tal como señala CESR, con la introducción del concepto de práctica aceptada de mercado se trata de no penalizar actuaciones en los mercados que podrían tener un carácter manipulador cuando la operativa realizada en mercado se desarrolla de acuerdo con prácticas aceptadas en el mercado donde se efectúan las operaciones, siempre y cuando exista alguna razón que legitime dicha actuación.

A la hora de definir el concepto de práctica aceptada de mercado es importante su diferenciación de las actividades que se realizan en los mercados. Dentro del concepto de actividades se englobarían, por ejemplo, las operaciones de arbitraje. Las prácticas aceptadas se referirían a la forma en que los operadores desarrollan estas actividades, de tal forma que su ejecución no distorsione el normal desarrollo del mercado.

Nivel 3

La decisión de cuándo una práctica puede ser aceptada en los términos señalados anteriormente corresponde a cada país. Sin embargo, la normativa sobre abuso de mercado ha insistido en establecer unos procedimientos homogéneos para todos los países a la hora de decidir si una práctica de mercado puede tener la consideración de aceptada. Este modelo incluye los siguientes apartados:

- Una descripción de la práctica aceptada.
- Una justificación de por qué dicha práctica podría ser tener la consideración de manipulativa.
- El grado de conocimiento que los operadores tienen de dicha práctica. De tal forma que cuando más conocida y utilizada sea entre los operadores más fácil será que el regulador la incluya en su lista.
- Cómo se garantiza que no se afecta al libre juego de la oferta y la demanda.
- Cómo afecta dicha práctica el grado de liquidez y eficiencia del mercado.
- Cómo se adapta a los mecanismos de contratación.
- Los riesgos que para el mercado se derivan de su desarrollo.
- Información sobre posibles investigaciones llevadas a cabo por los reguladores que guarden relación con dicha práctica.
- Las características fundamentales del mercado donde se desarrolla dicha práctica.
- Los principios básicos seguidos por el regulador a la hora de analizar si efectivamente una práctica de mercado no distorsiona el normal funcionamiento del mercado.
- Por último, la conclusión del regulador.

Siguiendo el modelo Lamfalussy, la transparencia y la consulta a los propios partícipes del mercado son requisitos indispensables para la consideración de una operativa de mercado como aceptada.

Prácticas de mercado que los miembros de CESR consideran que podrían ser constitutivas de manipulación

Nivel 1 y 2

El artículo 1.2 de la DAM define el concepto de manipulación del mercado mediante la realización de transacciones u órdenes en el mercado que creen una falsa apariencia de negociación, que fijen precios artificiales o cuando se empleen instrumentos ficticios. También se considera manipulativa, la difusión de información falsa o engañosa.

A los efectos de su aplicación, el artículo 4 de la Directiva 2003/124/CE establece una serie de señales no exhaustivas que, si bien no pueden considerarse por sí mismas como constitutivas de manipulación, el supervisor deberá tener en cuanta la hora de analizar las transacciones u órdenes en mercado. Estas señales tienen como objetivo orientar tanto a los operadores de los mercados como a las autoridades competentes sobre lo que podría considerarse una conducta abusiva.

Nivel 3

CESR ha elaborado una guía con una serie de ejemplos que permiten identificar fácilmente si existen señales que puedan presuponer que estamos ante un posible conducta manipulativa. Es importante resaltar que a la hora de describir estas señales se ha tratado de utilizar un lenguaje lo más práctico y descriptivo posible, en consonancia con el lenguaje que utilizan los operadores y, deliberadamente, poco formal desde un punto de vista estrictamente jurídico.

En el documento se distinguen las siguientes señales:

· Operaciones falsas o engañosas
  - *Wash Trades*. Se realizan una serie de operaciones en mercado de compra y venta sin que efectivamente se produzca un cambio en la titularidad final de las acciones.
  - *Painting the tape*: Se realizan una conjunto de operaciones con el único fin de dar la impresión al mercado de actividad en el valor.
  - *Improper matched order*. El comprador y el vendedor actúan de forma concertada introduciendo simultáneamente órdenes con las mismas características pero de signo contrario. La formulación de este tipo de órdenes no se consideraría manipulativa cuando se efectúe de acuerdo con las normas de contratación de un mercado.
  - Introducir órdenes en el mercado sin la intención de ejecutarlas para crear una falsa apariencia de liquidez en el valor.

· Fijación de precios
  - Fijación del precio de cierre: De forma deliberada se realizan operaciones de compra o venta al cierre con el único fin de fijar el precio del valor.
  - Prácticas colusorias en el *after market* al inicio de una oferta pública de venta. Esta práctica se desarrolla una vez que las acciones empiezan a cotizar en el mercado secundario. Partes que actuaron concertadamente antes de su cotización en el mercado secundario y adquirieron acciones, tras el inicio de cotización realizan operaciones de compra en el mercado secundario de forma conjunta, con el fin de fijar el precio en unos niveles artificiales, para generar la entrada de nuevos inversores y poder vender los títulos adquiridos durante la IPO.
  - Concentración abusiva (*abusive squeeeze*). Esta actuación la realiza un inversor o inversores con una influencia significativa en la cotización del valor, bien por el lado de la demanda o por el lado de la oferta o de los mecanismos de entrega de un activo subyacente, de tal forma que mantienen una posición dominante con el objeto de distorsionar el precio al que otros inversores tienen que actuar para cumplir con las obligaciones que puedan derivarse de sus posiciones en derivados.
  - Creación de un suelo en la tendencia del precio. Esta práctica la realizan los emisores o las entidades que controlan al emisor con el fin de evitar que la cotización del valor descienda por debajo de un nivel determinado, por las consecuencias negativas que puede tener para el emisor. Lógicamente esta práctica hay que distinguirla de los pro-

gramas de estabilización o programas de recompra de acciones por el emisor, perfectamente legales de acuerdo con la DAM.

- Una excesiva horquilla de oferta y demanda. Esta conducta la desarrollan operadores de mercado que abusan de su influencia en el mercado para mantener de forma artificial y lejos de los precios reales la horquilla de compra y venta.

- Operar en un mercado con el fin de mantener un inadecuado precio en un instrumento financiero relacionado. El objeto de operar en un determinado activo es influir negativamente en la evolución del precio de otro activo relacionado con el anterior. Un ejemplo de esta práctica es la operativa simultánea en un mercado de contado y de futuro. Esta actuación irregular hay que distinguirla claramente de las operaciones de arbitraje entre mercados.

· Operaciones que incluyen instrumentos engañosos

- Ocultar una participación en un instrumento financiero. Mediante una serie de operaciones en mercado se pretende ocultar la participación de un inversor en un determinado activo, de tal forma que quien declara esta participación no es el accionista real. Esta práctica hay que distinguirla de aquellos casos en los que por razones legítimas los instrumentos financieros están a nombre de una entidad distinta del propietario (ej., *nominees*).

- Difusión de información engañosa mediante la utilización de distintos medios de comunicación incluido Internet. El objetivo de esta conducta irregular es mover el precio tanto de un instrumento financiero de contado como de productos derivados en una dirección favorable a sus intereses.

- *Pump and dump*. Inicialmente el manipulador mantiene una posición en un determinado instrumento financiero. Con posterioridad realiza operaciones de compra y/o difunde información engañosa con el fin de crear una tendencia alcista que atraiga a inversores a quienes vender su posición inicial.

- *Trash and cash*. Es una operativa similar a la anterior pero en sentido contrario. El manipulador vende en corto para posteriormente comprar en mercado a un precio más bajo y cancelar su posición inicial corta.

- Abrir una posición y una vez es conocida por el resto de operaciones cancelarla. Este tipo de operativa pueden desarrollarla gestores de cartera o grandes inversores. Dado que el mantenimiento por este tipo de inversores de alguna posición en un determinado valor es visto por el mercado como un signo alcista. Tras difundir dicha operación y haber resaltado su intención de permanencia, el inversor procede a cerrar dicha posición. Es importante resaltar que la difusión de información sobre las posiciones de cualquier inversor en un determinado instrumento no es engañosa si se hace de acuerdo con la normativa vigente.

· Difusión de información falsa o engañosa

- La difusión de información falsa o engañosa no debe necesariamente ir acompañada de la realización de operaciones. Por ejemplo, una situación de este tipo podría darse cuando un emisor no difunde una información relevante que debería ponerse a disposición del mercado. Este tipo de conducta englobaría:

  - Difusión de información falsa y engañosa a través de medios de comunicación. La persona o personas que difunden esta información conocen su falsedad y persiguen crear una impresión falsa o engañosa. Esta situación se agrava si se utiliza un mecanismo oficial de difusión.

  - Otros comportamientos diseñados para difundir información falsa o engañosa. En este caso se utilizan sistemas distintos a los mencionados en el punto anterior pero con el mismo objetivo. Por ejemplo, crear una situación engañosa en un mercado de contado de materias primas que pueda afectar al mercado de derivados.

Comunicación de operaciones sospechosas

Nivel 1 y 2

El artículo 6.9 de la DAM señala que los Estados miembros exigirán que la personas que en el marco de su actividad profesional efectúen operaciones con instrumentos financieros avisen con la mayor brevedad a la autoridad competente cuando sospechen razonable-

mente que una operación puede constituir uso de información privilegiada o manipulación de mercado.

Para garantizar su efectiva aplicación, el artículo 7 de la Directiva 2004/72/CE determina que esta comunicación deberá realizarse caso a caso cuando existan indicios razonables de sospecha. Además, se pondrá en conocimiento del supervisor sin demora e incluyendo una descripción de la operativa realizada, las razones para sospechar que dichas operaciones pueden ser manipulativas y una adecuada identificación de las personas que hubieran intervenido.

Nivel 3

CESR considera que el régimen que establece la DAM sobre comunicaciones sospechosas supone analizar cada operativa. Los intermediaros no pueden realizar comunicaciones al supervisor de forma rutinaria y estandarizada. Es necesario que el intermediario compruebe que hay indicios que lleven a sospechar que una determinada operativa podría ser considerada manipulativa.

Como punto de partida, y ante la novedad que supone este tipo de comunicaciones para los intermediarios, CESR menciona una serie de indicadores que podrían alertar de que una determinada operativa es sospechosa de uso de información privilegiada o de manipulación de precios.

CESR ofrece un amplio conjunto de señales que podemos resumir en tres grandes apartados. Dado que la lista es muy exhaustiva, a modo de ejemplo se incluyen algunas de las más relevantes:

Señales comunes tanto sobre uso de información privilegiada como de manipulación de precios.

- Una inusual concentración de operaciones en un determinado valor.
- Una inusual repetición de operaciones entre un número reducido de clientes y durante un determinado período de tiempo.
- Una inusual concentración de operaciones o de órdenes por un cliente o por un reducido número de ellos en uno o varios valores.

· Posibles señales de uso de información privilegiada

- Un cliente abre una cuenta e inmediatamente da una orden para la ejecución inmediata de una operación significativa en un determinado valor.
- Un cliente realiza operaciones muy distintas a las que efectúa habitualmente.
- Un cliente solicita la ejecución inmediata de una orden con independencia del precio al que pueda ejecutarse.
- Algún accionista significativo realiza operaciones con anterioridad al anuncio de información relevante por el emisor.

· Posibles señales de manipulación de precios

- Realizar operaciones sin aparentemente otra justificación que incrementar la negociación e un instrumento o mover el precio del mismo.
- Realizar transacciones aparentemente con el objeto de fijar el precio de un instrumento financiero en un determinado nivel los días anteriores a la emisión de algún derivado sobre dicho subyacente.
- Realizar operaciones aparentemente con el objeto de modificar el precio medio ponderado de la sesión.
- El cliente transmite una orden muy por encima de los promedios habituales de negociación y que, por tanto, va a tener un efecto significativo en la oferta y la demanda.

A la hora de informar al supervisor sobre este tipo de conductas sospechas, CESR también ha elaborado un modelo que deberían utilizar las personas que en el marco de su actividad profesional efectúen operaciones con instrumentos financieros. Los principales apartados de este modelo son los siguientes:

· Una descripción de la transacción efectuada.
· Las razones para sospechar que la transacción puede ser abusiva.
· La identificación de las personas que han participado en la operación.
· Identificación de las personas que comunican la operación al supervisor.

LA COOPERACIÓN EN MATERIA DE SUPERVISÓN DE LOS MERCADOS

En este artículo se ha puesto de manifiesto los esfuerzos de CESR para favorecer un enfoque común de los supervisores a la hora de aplicar en el día a día los criterios establecidos por la DAM y sus desarrollos posteriores.

Pero es evidente que la creación de un mercado de valores europeo único no sólo se limita a la armonización de su normativa. Los operadores de los mercados no sólo demandan normas comunes en todos los países donde operan, sino también un enfoque común en cuanto a la interpretación de la normas y en cuanto a la supervisón de los mercados.

El Informe Lamfalussy también señalaba la necesidad de avanzar en la integración de las supervisón de los mercados de valores, no tanto mediante la creación de un único supervisor europeo, sino mediante una mayor coordinación entre las distintas agencias de cada país, cada uno con estructuras organizativas distintas por razones de tradición y de modelo de mercado.

La DAM incluye una serie de artículos donde se establecen los criterios básicos en esta materia:

· Cada organismo supervisor debe adoptar la forma de una organización administrativa única para cada Estado. Dado que en muchos países existe más de un regulador, esta autoridad única puede delegar parte de su facultades en otras autoridades u organismos del mercado pero manteniendo la responsabilidad última.
· Estas autoridades deberían tener los poderes necesarios de supervisón e inspección para poder aplicar correctamente las normas derivadas de la DAM. Incluyendo la imposición de sanciones administrativas ante conductas contrarias a la DAM.
· Esta autoridad tiene que tener un carácter independiente en el desarrollo de sus funciones.

Además de estas características que deben cumplir los órganos supervisores encargados de velar por el adecuado funcionamiento de los mercados de valores, la coordinación de sus actuaciones se basa en dos elementos fundamentales.

· El tradicional principio del reconocimiento mutuo.
· El papel de CESR como organismo coordinador de los supervisores de cada país.

Para cumplir con estos objetivos de cooperación, los miembros de CESR firmaron ya en 1999 un MOU multilateral para facilitar el intercambio de información[8]. En este acuerdo multilateral se pone de manifiesto la realidad de unos mercados de valores cada vez más globales e interdependientes y donde la cooperación es un elemento fundamental para la adecuada protección de los inversores, como consecuencia del aumento de la negociación transfronteriza.

Cualquiera de sus miembros deberá prestar toda la ayuda necesaria a otro miembro que así lo solicite, en cuestiones relacionadas con la investigación e inspección de asuntos relacionados con el uso de información privilegiada o de manipulación de precios.

El MOU establece los protocolos de solicitud e intercambio de información. Normalmente, salvo situaciones de emergencia, las peticiones se formularán por escrito, describiendo con detalle el asunto, el propósito y las razones en las que se basa la solicitud de asistencia. En la solicitud se indicará claramente la actividad que podría ser considerada manipulativa, indicando el instrumento financiero donde se han formulado las órdenes, los intermediarios que han participado en su ejecución, así como las personas que han intervenido y la fecha de formulación de las órdenes o de ejecución de las transacciones.

La información entre organismos supervisores tendrá como único objeto lo establecido en la solicitud de asistencia, estableciéndose cláusulas de salvaguarda que aseguren su confidencialidad. Para facilitar el intercambio de información, CESR ha constituido un grupo permanente de trabajo denominado CESR-Pol, compuesto por los responsables de supervisón e inspección de cada uno de los organismos supervisores.

8 Junio 1999. Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities.

REFLEXIONES PARA LA REFORMA DEL RÉGIMEN DE OPAS

Fundación de Estudios Financieros

INTRODUCCIÓN

Este documento ha sido elaborado por la Fundación de Estudios Financieros con la finalidad de contribuir al debate existente en torno a la modificación de la normativa española en materia de ofertas públicas de adquisición (opas).

Como es conocido, tras un dilatado proceso de elaboración, el 21 de abril de 2004 se promulgó finalmente la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición (la «Directiva»). Conforme a lo previsto en dicha norma, los Estados miembros habrán de poner en vigor no más tarde del 20 de mayo de 2006 las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en ella.

Ante la próxima expiración del plazo para la transposición de la Directiva y la relevancia que la regulación de opas tiene para la competitividad de nuestra economía, la Fundación de Estudios Financieros ha encargado a un grupo de expertos en la materia, escogidos entre sus integrantes, una reflexión sobre la vigente normativa española en materia de opas y sobre las alternativas existentes para su modificación y adaptación a las novedades que introduce la Directiva. Para el desempeño de su labor, este grupo de expertos ha identificado y analizado un conjunto de materias o temas de especial trascendencia a efectos de opas, tomando en consideración la normativa hoy existente, el nuevo marco que configura la Directiva, la experiencia española y la de los países de nuestro entorno.

Este análisis se ha formulado fundamentalmente en términos teóricos y abstractos, abarcando cuestiones de índole técnico-jurídica y sin entrar con carácter general en consideraciones de política industrial o económica, todo ello con la finalidad de aportar ideas y poder contribuir, en la medida de lo posible, a la mejora del marco jurídico aplicable a las ofertas públicas de adquisición.

El presente documento es, por consiguiente, la expresión del trabajo llevado a cabo por el indicado grupo de expertos y contiene las conclusiones y recomendaciones del referido grupo sobre los extremos de la normativa de opas que, por su especial trascendencia, han sido objeto de estudio y valoración. Como se indicaba, la Fundación de Estudios Financieros considera que ello puede contribuir a enriquecer el debate sobre la vigente normativa de opas y su adaptación a la nueva Directiva.

OBJETIVOS DE LA NORMATIVA

Uno de los principales objetivos que debería perseguir la normativa de opas es el de la consecución de los mayores niveles posibles de seguridad jurídica. Por su naturaleza, la existencia de una regulación sobre las ofertas públicas de adquisición condiciona la actuación de los sujetos participantes en los mercados de valores (inversores y accionistas, empresas cotizadas y reguladores). Los sujetos que operan en los mercados de valores han de compatibilizar la incertidumbre y riesgo

inherentes a todo mercado con la necesidad de adoptar decisiones que, en muchas ocasiones, exigen la dedicación de considerables recursos en términos económicos y temporales. Bajo estas premisas, la existencia de una normativa de opas que garantice el máximo nivel posible de seguridad jurídica permite crear el ambiente propicio y las mejores circunstancias para la toma de decisiones racionales evitando incorporar al proceso decisorio elementos difícilmente manejables y ajenos al riesgo inherente del mercado.

Para ello, se antoja conveniente que sean los parámetros de claridad, objetividad, sencillez y flexibilidad los que inspiren las modificaciones a la normativa de opas que resulten necesarias. De este modo podrán articularse reglas de fácil comprensión cuya gestión e interpretación no estén sujetas a controversias o dificultades, evitándose de este modo dificultar el proceso de toma de decisiones por parte de los operadores del mercado.

Finalmente, resultaría asimismo recomendable que la normativa de opas resultante tras la adaptación a la Directiva mantenga una razonable homogeneidad con las regulaciones del entorno europeo. La cada vez mayor integración económica y financiera en el seno de la Unión Europea y de sus mercados de valores hace recomendable minimizar las diferencias normativas y apostar, dentro del ámbito definido por la Directiva, por regulaciones similares.

MODELO DE OPA

Opa a priori frente a opa a posteriori

A diferencia de la gran mayoría de los países de nuestro entorno, la normativa española parte de un modelo de opa a priori, en el que tienen cabida tanto las opas parciales como las opas totales. En nuestro caso, además, el modelo se complica porque el elemento que sirve para definir los supuestos que obligan a la formulación de opa no sólo viene dado por la superación, en uno o varios actos, de un determinado porcentaje del capital, sino también por la intención de nombrar un determinado número de miembros del consejo de administración de la sociedad afectada.

En contraste con esta regulación, la Directiva se inclina por un sistema de opa a posteriori, esto es, aquella que debe formularse por el adquirente una vez que éste ha sobrepasado un determinado porcentaje del capital con derecho a voto de la sociedad afectada.

El sistema de opa a posteriori, presente en la mayoría de los ordenamientos de nuestro entorno, permite eludir algunos de los problemas interpretativos inherentes al modelo de opa a priori. Este último exige analizar la intencionalidad del oferente para determinar si la operación concreta que provoca la superación del umbral de opa forma parte de un curso de acción en el que hubo otras adquisiciones previas con análoga finalidad. Sin embargo, la subjetividad intrínseca a este análisis de intenciones y la inseguridad que provoca se evitarían mediante un sistema de opa a posteriori, en el que la exigencia de la opa dependería exclusivamente de una circunstancia objetiva como es la superación en un determinado momento del umbral definido. Por lo demás, este sistema no debería impedir la existencia de ofertas voluntarias (totales o parciales).

Atendido lo anterior, parece conveniente que la normativa española sustituya el vigente modelo de opa a priori por uno de opa a posteriori, siguiendo a la Directiva y a la mayoría de los ordenamientos de nuestro entorno. Ello requerirá, sin duda, una modificación del art. 60 de la Ley del Mercado de Valores.

Opa parcial frente a opa total

Bajo nuestra vigente normativa, la opa sólo es total cuando se iguala o supera el porcentaje del 50% del capital (o se tiene la intención de nombrar, o se nombra efectivamente, a más de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada). Este régimen ha permitido que en España las opas parciales (para adquisiciones de paquetes entre el 25% y el 50% del capital) hayan sido relativamente numerosas hasta la fecha.

En contraste, la Directiva se inclina en su art. 5 por un sistema de opa total, aplicable cuando se rebase un determinado porcentaje del capital social con derecho a voto que brinde al adquirente el control de la sociedad. Así ocurre también en la mayoría de los países de nuestro entorno.

No puede desconocerse que la opa parcial tuvo su razón de ser en el momento de su implantación. Pero, en la actualidad, ni la aparente protección a las empresas nacionales por una pretendida menor capacidad financiera, ni el supuesto reparto equitativo de la prima de control, parecen ya justificar el sistema de opa parcial. De una parte, la positiva evolución de la economía española a lo largo de la última década ha permitido fortalecer el sector empresarial español y prueba de ello es que nuestras compañías son activos operadores en el mercado de control corporativo. De otra parte, lejos de repartir equitativamente la supuesta prima de control, el sistema de opa parcial provoca a menudo que, en adquisiciones de paquetes inferiores al 50% del capital, los accionistas minoritarios no puedan vender la totalidad de su participación y queden cautivos en una sociedad prácticamente controlada por el oferente: no es extraño que en estos supuestos la prima de control por la venta de una fracción de su participación no compense el descenso de valor que posteriormente experimenta la otra fracción que no han podido desinvertir.

Las anteriores consideraciones hacen recomendable eliminar el sistema de opa parcial e implantar un régimen de opa total, consistente con la Directiva y con las regulaciones de la mayoría de los países de nuestro entorno.

LOS UMBRALES DE OPA

Determinación del umbral de opa

Estrechamente relacionada con la conveniencia de configurar un sistema de opa a posteriori total se encuentra la cuestión de la determinación de los umbrales de opa. En efecto, se antoja razonable que en un modelo de opa total el umbral se fije en algún punto entre el 50% actual y el 25% que hoy se exige alcanzar para opas parciales.

La Directiva alude a este umbral, que deberá ser fijado por cada Estado, como «un determinado porcentaje de derechos de voto» que «le brinden así el control» de la sociedad. A nuestro juicio, este porcentaje debería ser aquel que, atendidas las características del mercado de valores en cuestión (tasa de concentración del capital, etc.) y en términos de promedio, se considere que permite consolidar el control, haciéndolo difícilmente disputable.

En los países de nuestro entorno en los que rige el modelo de opa total, los umbrales oscilan entre el 30% (Alemania, Reino Unido, Italia, Países Bajos) y el 40% (Suecia). Dentro de este rango, Francia exige opa total cuando se supera un tercio del capital con derecho a voto. En nuestro criterio, el umbral de opa total debería situarse en torno al 33% del capital con derecho a voto.

A la anterior consideración debe añadirse que, en aras de la claridad de la norma, resultaría conveniente simplificar al máximo la formulación de la regla que, en principio, habría de limitar la exigencia de opa total al cumplimiento del requisito objetivo de superación del umbral fijado. La inclusión de otros criterios adicionales que exigiesen igualmente la formulación de una opa total sería desaconsejable, especialmente si conllevan algún grado de subjetividad.

Con la finalidad de incrementar la seguridad jurídica, debería aprovecharse asimismo la reforma para prever expresamente que la concertación entre dos o más accionistas que conjuntamente sean titulares de una participación superior al umbral de opa determinará la obligación de formular opa. Ello habría de acompañarse con una definición de actuación concertada (p. ej., suscripción de determinados pactos parasociales sobre el voto o la transmisibilidad de acciones) y con la previsión de que los cambios de propiedad entre los ya concertados o con control conjunto no obliguen a formular opa.

Por último, la conveniencia de implantar un sistema sencillo de umbral único no debe llevarnos a desconocer que, por la propia naturaleza del modelo, resulta igualmente previsible que abunden las operaciones corporativas por debajo del citado umbral y, por consiguiente, sin opa. No creemos, sin embargo, que ello pueda utilizarse en demérito del sistema propuesto dado que tal patrón de actuación es consustancial a la fijación de cualquier límite. Más bien, ello viene a reforzar la tesis de que lo esencial es el acierto en la determinación del umbral, pues ello permitirá que queden sometidas a la normativa de opas las adquisiciones que permitan consolidar el control, haciéndolo difícilmente disputable, y que, por el contrario, sean

libres las operaciones tras las que siga resultando posible disputar el control al adquirente.

Cuestiones de derecho transitorio

La modificación de la normativa de opas mediante el establecimiento de un nuevo umbral cuya superación determine la necesidad de formular una opa posterior al 100% plantea la cuestión del régimen aplicable a aquellas situaciones de hecho en las que, en el momento de la entrada en vigor de la nueva normativa, exista un accionista titular de un porcentaje superior al umbral establecido (p. ej., 33%) alcanzado sin la formulación de una opa dirigida al 100% del capital.

Es claro que, de modificarse la normativa en el sentido sugerido, una vez superado el umbral y formulada la opa por el 100%, cualquier ulterior adquisición habría de reputarse libre. Sin embargo, no parece que esa conclusión deba en cualquier caso predicarse de quien ostenta esa posición accionarial en el momento de entrada en vigor de la nueva normativa, porque puede tratarse de un supuesto muy diferente. En efecto, resulta perfectamente posible que alguien haya alcanzado una posición accionarial superior al nuevo umbral mínimo establecido sin haber formulado una oferta por el 100% del capital, dado que, en muchos casos (hasta 2003 cualquier oferta y, desde entonces, cualquiera por debajo del 50%) este tipo de ofertas no resultaban obligatorias.

A la vista de ello, podría plantearse la oportunidad de establecer una regla especial que cubra este tipo de situaciones. No se pretende imponer una aplicación retroactiva de la norma sino establecer una regla especial para evitar que el cambio normativo pueda originar situaciones indeseadas, eximiendo de la obligación de formular opa a quien, hasta ese momento, habría venido obligado a formularla si deseaba aumentar su participación. Se trataría de valorar si, en determinadas circunstancias, quien ostente una participación preexistente por encima del umbral de opa obligatoria total y adquiera una participación adicional puede venir obligado a formular una opa dirigida al 100% del capital, como si hubiese superado en ese momento el umbral mínimo fijado.

La regla debería formularse bajo parámetros de sencillez y sin entrar en un casuismo excesivo. En principio, parece aconsejable que se limite a aquellas situaciones de hecho en las que el accionista se encuentre entre el nuevo umbral de opa (p. ej., 33%) y el 50% del capital. Su extensión a aquellos supuestos en los que el accionista tenga más de la mitad del capital —incluso aunque lo haya alcanzado sin formular opa al 100%— sería injusta —porque en la normativa hoy vigente son libres las adquisiciones que realiza quien ya tiene más del 50% del capital— e introduciría una complicación añadida para la gestión de filiales cotizadas en el seno de grupos de sociedades. Tampoco debería aplicarse si el accionista en cuestión adquirió su participación mediante opa total.

Asimismo, deberían quedar fuera de la obligación de formular la opa a posteriori total aquellas situaciones en las que la adquisición no viene determinada por la voluntad del adquirente, ya sea por resultar de la ejecución de previos acuerdos que no contemplan otras vías alternativas de cumplimiento, por exigencias legales o por otras razones análogas. Los acuerdos indicados deberían haberse celebrado con anterioridad a una determinada fecha, fehacientemente demostrable y previa a la entrada en vigor de la nueva normativa. También debería valorarse la conveniencia de excluir de la regla otros supuestos en función de las circunstancias (p. ej., accionista que, aunque haya reducido su participación por debajo del 50% en algún momento, tradicionalmente ha tenido una participación superior al nuevo umbral de opa que se fije —33%—, etc.).

Adicionalmente, podría considerarse la conveniencia de modular el rigor de la regla especial, evitando su aplicación tras la mera adquisición de una acción adicional y permitiendo adquisiciones de paquetes accionariales inferiores a un determinado porcentaje, siempre que no se alcance el 50% del capital. En Francia, por ejemplo, además de la opa obligatoria por sobrepasar un tercio de capital, se exige formular una oferta cuando, ostentando entre un tercio y la mitad del capital, se adquiere más de un 2% durante un período de doce meses.

Por último, la regla que en su caso se implantase habría de resultar respetuosa con las previsiones de la Directiva de opas y, en particular, con su Considerando 10.

MECANISMOS ANTIFRAUDE

La conveniencia de establecer un sistema claro y sencillo de opa total no impide que resulte igualmente recomendable el establecimiento de mecanismos antifraude para determinados supuestos en los que, aunque pueda no haberse superado el umbral de opa fijado, se haya consolidado un control difícilmente disputable.

Por ello resultaría conveniente desarrollar mecanismos antifraude en varias situaciones. Entre ellas pueden citarse las siguientes:

· Blindajes. La adopción de medidas que dificulten tomas de control futuras en una compañía por parte de un accionista que no ha formulado una opa total podría ser objeto de alguna limitación o cautela. Véase a este respecto el apartado 9 siguiente.
· Fusiones. Aunque se trata de una cuestión más propia de gobierno corporativo que de normativa de opas, podría valorarse el establecimiento de algún mecanismo que permita supervisar o, en su caso, dificulte la realización de fusiones promovidas por accionistas minoritarios cuando puedan darse supuestos de fraude a la normativa de opas. En todo caso, la regla no debería aplicarse en operaciones intragrupo ni en las fusiones post-opa.
· Concertación. Convendría explicitar que la suscripción de pactos parasociales sobre el voto o la transmisibilidad de acciones entre dos o más accionistas que conjuntamente sean titulares de una participación superior al umbral de opa y a través de los cuales se estructure la acción concertada, determinará la obligación de formular opa. En relación con ello, véase lo previsto en el apartado anterior.

FUSIONES Y AMPLIACIONES DE CAPITAL

Con carácter general, resultaría conveniente excluir expresamente a las fusiones y las ampliaciones de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente del régimen de opas. De esta manera, la superación del umbral de opa como consecuencia de una fusión o de la suscripción de un aumento de capital en la sociedad afectada a resultas de una aportación en efectivo o en especie o de una conversión de créditos (sin derecho de suscripción preferente) no generarían la obligación de formular opa. La razón es que se trata de operaciones societarias sometidas a requisitos corporativos que deben ser aprobadas por la sociedad afectada y en las que ningún accionista recibe prima de control. Esta consideración general debe sin embargo matizarse cuidadosamente:

· Para eximirse del régimen de opas, las operaciones en cuestión deberían obedecer a un motivo económico válido.
· Asimismo, el beneficiario de las acciones debería abstenerse de participar en la votación de la Junta General de la sociedad afectada que resuelva sobre la fusión o el aumento de capital de manera que la decisión se forme por la libre voluntad del resto de los accionistas.

Por último, convendría que la nueva regulación atribuyese cierto nivel de flexibilidad a la CNMV para valorar la concurrencia de tales condiciones e incrementar la seguridad jurídica de las operaciones planteadas (fusiones, ampliaciones y otras operaciones análogas).

CONTRAPRESTACIÓN DE LA OFERTA

La cuestión del precio equitativo en la opa obligatoria va ligada directamente a la configuración del modelo de opa que se adopte. En efecto, las normas comunitarias parecen presuponer la existencia de un solo supuesto de opa obligatoria, que sería una opa total y a posteriori. Si finalmente se asume ese sistema, resulta de especial importancia el fijar unas reglas claras para la determinación del precio equitativo, ya que ello redunda en una mayor protección de los inversores y una mayor seguridad jurídica para aquellos que adquieran participaciones significativas en sociedades cotizadas.

Partiendo del modelo de la opa a posteriori, la Directiva prevé que el precio equitativo sea el precio más alto que haya pagado el adquirente de la participación significativa en el período anterior a alcanzar el umbral

de opa obligatoria. La norma del precio más alto ofrece el doble beneficio de permitir a los accionistas minoritarios compartir plenamente la prima pagada por el adquirente en cualquier momento dentro del período considerado, mientras que al mismo tiempo da al oferente la certeza de que no tendrá que pagar más en la opa obligatoria de lo que ha estado dispuesto a pagar en el período precedente y como resultado le permite determinar él mismo a qué precio máximo está dispuesto a adquirir todos los valores de la sociedad.

La Directiva ofrece una primera opción para la incorporación de las normas comunitarias: la posibilidad de que el período anterior a la oferta que se tome en consideración sea de seis meses a doce meses. Consideramos que la opción de los doce meses protege con mayor intensidad los intereses de los inversores, por lo que resulta preferible. Así, el precio equitativo para la opa obligatoria será el precio más alto que haya pagado el oferente por los valores de la sociedad en cuestión en el período de los doce meses anteriores al momento en que se haya alcanzado el umbral de opa obligatoria.

Esta norma de fijación del precio equitativo debe completarse con la regla que establece que si el oferente o personas que actúen en concierto con el oferente adquieren valores a un precio superior al de opa obligatoria una vez que ésta se haya hecho pública, y antes de que finalice el plazo de aceptación, es necesario que el precio de la opa obligatoria se eleve hasta alcanzar el precio superior que se haya satisfecho.

La Directiva ofrece también la posibilidad de que se autorice al regulador del mercado a variar el criterio de fijación del precio equitativo en casos excepcionales. Sería conveniente incluir una lista de circunstancias que permiten la modificación del precio equitativo, siempre que el supervisor justifique la exclusión del criterio del mayor precio pagado y la aplicación de los criterios alternativos. La lista de circunstancias que permiten desviarse de la regla general del precio equitativo sería la siguiente:

· Cuando el precio pagado en el período anterior a la opa hubiera sido fijado mediante colusión (es decir, mediante acuerdo con el vendedor para evadir la regla del precio más alto pagado). Esta circunstancia debería servir para variar al alza el precio equitativo.

· Cuando el precio pagado en el período anterior a la opa haya sido afectado por acontecimientos excepcionales. Estas circunstancias pueden afectar al precio equitativo al alza o a la baja. Por seguridad jurídica, quizá conviniera precisar algo más lo que se considera como «acontecimiento excepcional» —probablemente, por referencia a una crisis general del mercado—.

· Cuando los precios de mercado para los valores relevantes hayan sido manipulados. En este caso, el supuesto sería, normalmente, que se ha manipulado a la baja el precio del valor, y así se consigue lanzar la opa obligatoria a un precio inferior. Sin embargo, tampoco puede descartarse del todo que el precio del valor haya sido manipulado al alza y que, en consecuencia, el precio equitativo deba ser rebajado. El problema que plantea este supuesto es que las investigaciones de abuso de mercado son lentas y por ello la determinación de que ha existido manipulación de precios puede alcanzarse meses después de que se haya incurrido en el supuesto de opa obligatoria —y sin contar con la existencia de recursos contra la resolución de la CNMV—. Por ello, quizá la norma debiera hacer referencia sólo a la existencia de indicios de manipulación, para justificar la actuación de la CNMV, que, por supuesto, debe motivar su resolución, amén de ser ésta recurrible.

· Por último, puede resultar adecuado el fijar un precio más bajo para hacer posible que compañías en crisis puedan ser rescatadas de un procedimiento concursal.

En los casos en los que el supervisor considere que se aplican las excepciones a la regla general de formación del precio equitativo, deberían aplicarse los criterios establecidos en el artículo 7 del actual Real Decreto sobre Opas, complementados, en su caso, por otros sistemas de valoración generalmente aceptados (descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías comparables, etc.).

La última opción que ofrece la Directiva en torno al precio equitativo se refiere a la contraprestación de la opa. La Directiva prevé que la contraprestación pueda ser en metálico, en valores o en una mezcla de ambos. No obstante, cuando se haya adquirido en metálico un cinco por ciento o más del capital con derecho a voto de la sociedad afectada, es obligatorio que exista al menos una contrapartida en metálico. Asimismo, la Directiva permite que los Estados miembros puedan

prever que se ofrezca en todos los casos, al menos como opción, una contraprestación en efectivo; al respecto, no debería resultar obligatorio ofrecer como alternativa una contraprestación en efectivo en aquellas adquisiciones realizadas exclusivamente con valores. Por consiguiente, si, tras la realización de una adquisición con ese tipo de valores, el adquirente viene obligado a formular una opa obligatoria, ésta debería poder formularse exclusivamente en valores. En todo caso, esos valores deberán ser líquidos: la Directiva señala que no sólo debe tratarse de valores admitidos a negociación en un mercado regulado, sino que deben tener un plus de liquidez. Quizá sea adecuado, en este punto, recurrir a los criterios del real decreto de emisiones. Por supuesto, la liquidez de los valores ha de apreciarse en el momento de formular la opa obligatoria y no en un momento posterior.

AUTORIZACIONES ADMINISTRATIVAS

Control de Concentraciones

El actual Real Decreto de Opas sólo regula específicamente las operaciones de concentración cuando éstas estén sometidas a un procedimiento ante los órganos españoles de defensa de la competencia, y no las operaciones sujetas a autorización por la Comisión Europea bajo derecho comunitario.

Entendemos que el Real Decreto debería aplicar el mismo régimen a todas las ofertas de adquisición, con independencia de que la operación de concentración que conlleven esté sometida a Derecho comunitario o nacional. En particular, la unificación de régimen jurídico debería alcanzar tanto a la eventual suspensión de la tramitación de la oferta como a la posibilidad de desistimiento en función del resultado del procedimiento de control de concentraciones.

En el supuesto de que antes de la expiración del plazo de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita, el oferente podrá desistir de la oferta o proseguir con ella sometiéndose en última instancia a la resolución final de los organismos de competencia (aceptación de condiciones, desinversión, etc).

En caso de que el oferente decidiera no desistir de su oferta, estando pendiente la resolución de los organismos de la competencia nacionales o extranjeros, el oferente no podría ejercitar los derechos políticos de las acciones adquiridas, salvo por lo que se refiere a la conservación de su adquisición, hasta la final resolución de los organismos de la competencia.

La presente modificación debería ir acompañada de la correspondiente modificación del artículo 15.2 de la Ley 16/1989 de Defensa de la Competencia, en la actualidad también en revisión.

Otras autorizaciones administrativas

Aunque el Real Decreto (y la CNMV en una de sus memorias anuales publicadas así lo reafirma) prevé que junto al folleto, como documentación adicional, se presente «autorización o verificación administrativa» en la práctica sólo se entrega el justificante de haber solicitado las autorizaciones administrativas necesarias.

Entendemos que debería figurar en el Real Decreto expresamente como requisito para la formulación de la oferta la mera justificación de la presentación de la solicitud de las autorizaciones administrativas pertinentes, quedando suspendido el proceso y pendiente la autorización, en su caso, por la CNMV hasta la efectiva obtención de las correspondientes autorizaciones.

MECANISMOS DE DEFENSA Y NEUTRALIZACIÓN DE LAS MEDIDAS DEFENSIVAS

Mecanismos de defensa a priori: medidas defensivas existentes en los estatutos de las sociedades o en contratos entre los accionistas con carácter previo a la formulación de una opa

Las medidas defensivas constituyen una «barrera de entrada» en el capital social de las compañías que pueden actuar como medida disuasoria para que exista un auténtico mercado de control. Por ello, sería un gran avance la eliminación o neutralización de medidas defensivas en supuestos de opas.

No obstante, para evitar que el control de la compañía sea adquirido por sociedades cuyas barreras de entrada en sus propios estatutos hagan que se favorezca y refuerce a compañías con las mismas medidas defensivas que no se consideran adecuadas, consideramos que, utilizando el mecanismo de reciprocidad previsto en el artículo 11 de la Directiva y aunque se trata de una medida de política legislativa que habrá de sopesarse cuidadosamente, las medidas defensivas no deberían ser neutralizadas en el supuesto de que la sociedad adquirente no estuviese sujeta a la misma caída de medidas defensivas (ya sea porque en el Estado en el que esté domiciliada o no haya previsto la caída de dichas medidas, o porque habiendo dado la opción, la adquirente haya mantenido el sistema en que no se neutralicen).

Mecanismos de defensa a posteriori: obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada desde la formulación de una opa

Las obligaciones de pasividad del artículo 14 del Real Decreto deberán verse completadas con las previstas en el artículo 9 de la Directiva y exceptuando de forma expresa del deber de pasividad la búsqueda de otras ofertas y las medidas acordadas por la Junta General una vez conocida la opa, tal y como hace la Directiva.

Igualmente deberá aplicarse el deber de pasividad a las decisiones adoptadas antes de la formulación de la oferta pero que no hayan sido aún aplicadas total o parcialmente.

El fin último de la regla de pasividad es la salvaguarda de los intereses de los accionistas frente al conflicto de interés de los administradores. Desde esta perspectiva, al tratarse de una medida intrínsecamente ligada al cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores, no debería ser en principio objeto de reciprocidad (al contrario que la neutralización de las medidas defensivas a priori). No obstante, también convendría ponderar la solución a adoptar sobre la base de criterios de política económica contrastando al efecto las normas que aplican las compañías de una jurisdicción extranjera con las existentes en España.

Neutralización de las medidas defensivas

Al margen de las medidas ya mencionadas sobre las eliminación de las medidas defensivas consideramos que el oferente debería estar expresamente habilitado para someter su oferta a cualquier condición permitida en nuestro derecho civil.

Las condiciones que se aceptan en el artículo 21 del Real Decreto y a las que se puede sujetar la opa no deberían estar limitadas a los actos de los órganos de administración de la sociedad afectada. Debería permitirse condicionar la oferta a todo aquel supuesto en que la condición sea admisible desde un punto de vista general, es decir, en todos los casos en los que la condición no sea meramente potestativa. Por último, la condición prevista debería ser susceptible de cumplimiento antes de la finalización del plazo de aceptación de la oferta.

Transparencia de las medidas defensivas

El artículo 10 de la Directiva prevé una obligación de información que han de hacer pública las sociedades en relación con las medidas defensivas de las que éstas disfruten. Si bien entendemos que esta materia puede no ser objeto del Real Decreto de Opas consideramos recomendable que dicha información figure en el informe anual de gobierno corporativo.

OPAS COMPETIDORAS

Ventaja del primer oferente

El Real Decreto 432/2003 eliminó con carácter absoluto cualquier ventaja que pudiera tener el primer oferente respecto de sus competidores.

Desde el convencimiento de que es necesario para fomentar la formulación de opas el favorecer y compensar al primer oferente por el coste que tiene el estudio, identificación y valoración de la sociedad afectada, se antoja conveniente otorgar algún elemento que compense y fomente la búsqueda, identificación y formulación de ofertas sobre una sociedad que no sea obje-

to de ofertas previas. Sin perjuicio de lo que más adelante se dirá en relación a las *break-up fees*, el mecanismo óptimo para el cumplimiento del objetivo enunciado es dar al oferente inicial, bajo determinadas circunstancias, la posibilidad de igualar o de mejorar el precio ofrecido por los oferentes competidores.

No se está abogando por recuperar el régimen anterior a la reforma de 2003, en virtud del cual el primer oferente era el único que podría mejorar las ofertas competidoras subsiguientes. Sin embargo, creemos que el oferente inicial (a quien le corresponde el mérito y el esfuerzo de haber identificado la oportunidad) debería tener la potestad de mejorar la oferta realizada en sobre cerrado por sus competidores siempre y cuando dichas ofertas no excedieran en un porcentaje determinado la mejor oferta realizada por el oferente inicial, también en el sobre cerrado.

En concreto, una posibilidad que podría plantearse sería que el oferente inicial pudiese mejorar (al menos en un 1%) la mejor oferta de los oferentes competidores, siempre y cuando ésta no excediera en un 2% la mejor oferta del oferente inicial. Esta regla, u otra con análoga formulación, permitiría que, en atención al esfuerzo adicional que conlleva la formulación de la primera oferta, el oferente inicial gozase de una mínima ventaja en situaciones de igualdad extrema.

Plazos para la formulación de ofertas competidoras y de mejoras

El Real Decreto no determina cuál debe ser el régimen en un escenario en el que las ofertas previas no han sido finalmente autorizadas. El incremento que prevé el Real Decreto y la mejora que las opas competidoras deben generar, ¿debe ser en relación con las ofertas formuladas o con las autorizadas?

Este mismo problema se pone de manifiesto en la redacción actual del Real Decreto sobre el cómputo de los plazos para modificar las ofertas en el procedimiento de los sobres cerrados (art. 36). Según este artículo, los sobres cerrados deben presentarse el quinto día a efectos bursátiles después de (i) una vez iniciado el plazo de aceptación de la última oferta competidora posible o (ii) transcurrido el plazo para su presentación.

Una oferta podrá ser la última oferta competidora posible bien porque (supuesto altamente improbable) han transcurrido diez días desde el inicio del plazo de aceptación de una competidora antes de D+30 (imaginemos una competidora cuyo plazo de aceptación empieza en D+5 y en D+16 no se presentó ninguna competidora más), con lo cual ya no podrían presentarse más competidoras, o bien porque se ha llegado al D+30 y no cabe la formulación de nuevas ofertas.

Ahora bien, como no quedó resuelto qué ocurre con las ofertas que no han sido todavía autorizadas, podría darse el caso de que se llegue a D+30 y existan ofertas cuyo plazo de aceptación no haya comenzado todavía. Así se daría la paradoja de no saber si se deben presentar los sobres cerrados en D+35 o cinco días después de que se haya iniciado el último de los plazos de aceptación (por ejemplo D+55) o, en su caso, desde el día (D+55) en el que la CNMV deniegue la autorización a dicha oferta.

Por lo tanto, entendemos que la nueva regulación de esta materia debería prever que:

· Si las ofertas competidoras han iniciado todas sus plazos de aceptación antes de D+30, entonces el inicio del cómputo de los cinco días para el sobre cerrado deberá ser D+30.
· Si, por el contrario, llegado D+30 hubiese alguna oferta cuyo plazo de aceptación no se hubiese iniciado, entonces los cinco días a efectos bursátiles se contarán desde la fecha en que inicie el último de los plazos de aceptación. En su caso, si finalmente la CNMV rechaza la última oferta pendiente de ser autorizada, o ésta es revocada conforme a lo previsto en el Real Decreto, los cinco días a efectos bursátiles se contarán desde la fecha en que quede constancia de que la opa no seguirá adelante.

VENTA FORZOSA O SQUEEZE-OUT Y COMPRA FORZOSA O SELL-OUT

La Directiva exige, bajo determinadas condiciones, la implantación de un sistema de venta forzosa de las participaciones minoritarias tras la formulación de una opa (*squeeze-out*). Amén de venir exigida por la Directiva, se trata de una técnica jurídica que ha sido ya admitida

en otros países de la UE, donde la jurisprudencia ha interpretado que esta institución no atenta directamente contra el derecho de propiedad y que, por tanto, se trata de una norma constitucional (véase, entre los casos más notorios, sentencia del Tribunal Supremo alemán de 7 de agosto de 1962 (Feldmühle); sentencia del Tribunal Supremo francés de 29 de abril de 1997, Association de défense des actionnaires minoritaires y otros c. Société Générale y otros, Recueil Dalloz 1998, pp. 334-338; sentencia del Tribunal Supremo alemán de 27 de abril de 1999 (DAT/Altana); sentencia del Tribunal Supremo alemán de 23 de agosto de 2000 (Moto Meter).

La Directiva recoge dos modelos distintos de venta forzosa: el modelo inglés y el modelo «continental». En el modelo inglés, lo determinante es que la opa haya sido aceptada por el noventa por ciento de los accionistas a los que la oferta haya sido dirigida, mientras que en el modelo continental, lo que se requiere es que, en virtud de una opa total, se alcance un porcentaje que la Directiva sitúa entre el noventa y el noventa y cinco por ciento del capital con derecho a voto. Aunque en principio parece que las normas son similares, sus efectos son muy distintos cuando el oferente tiene ya una participación en la sociedad objeto de la oferta, ya que en tal caso la norma inglesa es mucho más exigente (p. ej., si se cuenta con una participación del 80% y se lanza una opa sobre la totalidad del capital, la norma continental exige sólo que se llegue al porcentaje del 90 o del 95% del capital, mientras que la norma inglesa exige que se alcance un noventa por ciento de aceptaciones entre los accionistas a los que se dirige la oferta —es decir, el 90% del 20%—. Dada la falta de tradición en nuestro sistema, quizá será aconsejable incorporar la regla inglesa, que tutela de manera más intensa a las minorías. Además, la norma inglesa tiene una gran ventaja, como es que el precio que se haya fijado en la opa constituye el precio equitativo para el *squeeze-out*, sin necesidad de recurrir a valoraciones. En todo caso, el *squeeze-out* debe ser recogido en la Ley del Mercado de Valores, al menos en sus rasgos básicos.

El plazo para el ejercicio de la facultad del oferente de comprar las acciones es de tres meses desde la finalización del plazo de aceptación de la opa.

Por otra parte, en materia de ofertas públicas de adquisición el modelo de compra forzosa (*sell-out*) debe ser simétrico respecto del de venta forzosa. Así, debería optarse por un sistema en el que el derecho de que los valores sean adquiridos al precio de la oferta surja sólo cuando la oferta haya sido aceptada por el noventa por ciento del porcentaje al que se dirige la oferta, y al precio de la oferta misma.

Adicionalmente a lo anterior, sería oportuno aprovechar la reforma de la regulación de opas para incluir en la legislación de sociedades anónimas una norma especial que permita el *squeeze-out* cuando un accionista alcance el noventa y cinco por ciento del capital, con recurso a una valoración independiente para la fijación del precio de la venta forzosa.

OTRAS CUESTIONES

Adicionalmente a los temas analizados, existen otros extremos relacionados con la normativa de opas cuyo tratamiento resultaría aconsejable con ocasión de la reforma del régimen de opas. Entre ellos pueden citarse los siguientes:

· Derecho de suscripción preferente: convendría aprovechar la reforma del régimen de opas para establecer en una norma con rango de ley la inexistencia de derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital que se realicen para atender el canje de una opa con contraprestación en valores de nueva emisión.
· Opas por modificación de estatutos: convendría eliminar la opa por modificación de estatutos o limitarla a los supuestos previstos en el apartado "Blindajes" en "Mecanismos antifraude".
· Cómputo de participaciones significativas: resultaría conveniente clarificar en la nueva normativa cómo computa la autocartera, las opciones de compra e instrumentos derivados a efectos del cálculo de participaciones significativas.
· Ajuste de la contraprestación: convendría permitir que en el folleto de la opa se pueda prever la posibilidad de ajustar la contraprestación en supuestos de abono de dividendos o circunstancias similares por parte de la sociedad afectada.
· Emisión de nuevos valores: en el supuesto de que la sociedad afectada emita nuevos valores una vez presentada la oferta, el oferente debería tener la posibilidad de

proseguir o desistir de la oferta y, en el primer caso, decidir si la oferta se extiende o no a los nuevos valores.

· Planes de recompra de acciones: convendría igualmente aclarar cuándo los planes de recompra de acciones no exigen la formulación de una opa.

· Acuerdos entre oferentes: con ánimo de flexibilizar el sistema, resultaría aconsejable permitir posibles acuerdos entre oferentes, así como la posibilidad de adherirse como oferente a una oferta ya presentada o autorizada (preparando al efecto un suplemento del folleto).

· Limitaciones a la actuación del oferente: convendría ampliar la actual redacción del art. 23 del Real Decreto de Opas (limitación de la actuación del oferente) para incluir todas aquellas actividades que le están normalmente prohibidas al oferente —y que, en la práctica, son más numerosas que las previstas en la actual redacción del indicado precepto—.

· Opa de exclusión: resultaría aconsejable no exigir la opa de exclusión cuando el oferente haya formulado una opa total, ésta haya cumplido con los criterios del precio mínimo y entre las condiciones de la oferta se hubiese incluido la intención de excluir de bolsa la compañía afectada.

· *Break-up fee*: Debería permitirse que la propia compañía acuerde con el potencial oferente una compensación en caso de que finalmente la opa no tenga éxito por motivos ajenos al oferente. Las *break-up fees* acordadas por la propia compañía afectada, conocidas y admitidas en otros ordenamientos de nuestro entorno (singularmente el Reino Unido), se instrumentan como un mecanismo para compensar al oferente inicial los costes y recursos invertidos en el análisis de la compañía objetivo y la decisión de formular una oferta sobre ella. Desde esta perspectiva pueden operar realmente como un verdadero elemento incentivador para la formulación de una primera oferta (no en vano, su otra acepción es la de *inducement fees*). En la actualidad, el Real Decreto no menciona nada al respecto y sólo existe el precedente de Cortefiel, en el que finalmente no fue autorizado un acuerdo de *break-up fees* pagadero por la compañía y, en su lugar, el pacto hubo de ser suscrito por el accionista de referencia a título personal. A pesar de este precedente, consideramos que las *break-up fees* deberían ser admitidas en el ordenamiento español bajo determinadas condiciones y así reflejarse en la nueva normativa. Entre estas condiciones pueden citarse:

- Que la toma de control y el correlativo acuerdo de *break-up fee* redunden en beneficio de la compañía y de sus accionistas.
- Que la *break-up fee* sea solicitada por el oferente y que la compañía afectada haya tratado de evitarla y, en su defecto, reducirla hasta el mínimo importe posible.
- Que su finalidad no sea la de obstaculizar posibles ofertas competidoras, sino favorecer el lanzamiento de una primera oferta, compensando al oferente inicial los costes incurridos. Tampoco debería afectar significativamente a la situación financiera de la compañía afectada.
- Por todo ello, la cuantía de la *break-up fee* debería estar comprendida dentro de parámetros de razonabilidad. En el Reino Unido, por ejemplo, se admiten bajo cautelas similares y siempre que su importe no resulte superior al 1% del monto de la oferta.

EL NUEVO ENTORNO DE NEGOCIACIÓN PLANTEADO POR LA DIRECTIVA DE MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Enrique Alonso Alonso

COORDINADOR DEL ÁREA DE MERCADOS DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS E INVERSORES. CNMV

INTRODUCCIÓN. DE LA DSI A LA DMIF Y SUS NORMAS DE DESARROLLO: UN LARGO CAMINO RECORRIDO

La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (DMIF) es la principal norma comunitaria que regula el ámbito de los mercados de valores y sustituye a la Directiva de Servicios de Inversión (DSI), que era el cuerpo legislativo europeo sobre intermediarios y mercados financieros en vigor desde 1993.

Siguiendo el espíritu de la DSI, la DMIF pretende armonizar determinados aspectos sobre la estructura y funcionamiento de los mercados financieros y persigue el establecimiento de una serie criterios a nivel europeo que las Empresas de Servicios de Inversión (ESI, en su forma abreviada), deberán aplicar en su organización interna y en sus normas de conducta.

Aun compartiendo estos mismos objetivos, la DMIF propone una serie de cambios significativos en el marco regulatorio propuesto por la DSI, con el fin de reflejar los cambios acaecidos en los mercados, instrumentos e intermediarios financieros desde que la DSI entró en vigor. De este modo, la DMIF amplía el rango de servicios de inversión principales sujetos a pasaporte comunitario al asesoramiento en materia de inversión y la gestión de un sistema multilateral de negociación, y extiende el ámbito del pasaporte comunitario para incluir los derivados sobre materias primas, los derivados de crédito y los contratos por diferencias. Además, establece un régimen más detallado a la operativa de los mercados regulados y de los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN), crea un nuevo régimen de actuación para los Internalizadores Sistemáticos (IS) y estructura los requisitos organizativos y las normas de conducta de las ESI. Finalmente, clarifica el régimen de supervisión y la división de competencias entre estados de origen y de acogida.

La DMIF forma parte del Plan de Acción de los Servicios Financieros de la Unión Europea (PASF) que pretende la creación de un mercado común para los servicios financieros. De este modo, la DMIF sigue el esquema

1 El Consejo Europeo de Cardiff de junio de 1998, con el objetivo de impulsar la construcción de un mercado interior de servicios financieros, encomendó a la Comisión Europea la elaboración del Plan de Acción de Servicios Financieros, que fue aprobado al año siguiente. Se encargó un informe al Comité de Sabios presidido por el barón Lamfalussy cuyas recomendaciones fueron aprobadas por el Consejo Europeo de Estocolmo de marzo de 2001, El informe Lamfalussy distinguió cuatro niveles de desarrollo normativo: el Nivel 1, que recoge las leyes marco, directivas o preferentemente reglamentos, que se ceñirán a definir los principios generales y los objetivos de la regulación; el Nivel 2, normas de desarrollo reglamentario, que podrán adoptar la forma de directiva o de reglamento, y que serán elaboradas por un procedimiento simplificado, con el asesoramiento técnico de CESR (Comité Europeo de Reguladores de Valores), y la aprobación del European Securities Committee; el Nivel 3, las interpretaciones comunes, recomendaciones y códigos voluntarios aprobados por CESR; y el Nivel 4, que supone el mayor control por parte de la Comisión Europea de que los Estados miembros cumplen con sus compromisos de aplicar el Derecho comunitario.

propuesto por Lamfalussy y, hasta el momento, comprende dos niveles de regulación europea[1]. El Nivel 1, la propia Directiva, contiene los principios generales que configuran el marco regulatorio y fue adoptada el 30 de abril de 2004, finalizando el 31 de enero de 2007 el período para su transposición a las normativas de los distintos Estados miembros (las entidades dispondrán hasta el 1 de noviembre de 2007 para adaptarse).

En determinados aspectos la propia Directiva requería ser desarrollada mediante ciertas «medidas técnicas de implementación», que dan lugar a la llamada normativa de «Nivel 2», adoptada por la Comisión Europea a través de proceso de comitología, tras ser consultadas con el Comité Europeo de Valores (CEV) y teniendo en cuenta las opiniones del Parlamento Europeo y del Consejo Europeo.

La Comisión Europea ha elaborado dos propuestas normativas de Nivel 2 para la DMIF, una Directiva de Nivel 2 y un Reglamento, que fueron hechos públicos el 6 de febrero de 2006. La adopción final de esta normativa de Nivel 2 deberá someterse a las consideraciones del Parlamento Europeo, estando prevista su entrada en vigor para el segundo trimestre de 2006.

En este punto hay que resaltar que estas propuestas de Nivel 2 se tratan de borradores que podrán sufrir modificaciones. El presente artículo se ha elaborado sobre la base de la Directiva de Nivel 1 (aprobada, según se ha dicho, el 30 de abril de 2004) y de los borradores de las propuestas de Nivel 2 hechos públicos el 6 de febrero de 2006, lo que implica que algunos de los aspectos recogidos en él pudieran sufrir modificaciones, en caso de cambiar las disposiciones de la Directiva de Nivel 2 o del Reglamento.

El Reglamento se refiere a aquellos aspectos en los que la Comisión Europea considera que es posible una mayor y más directa armonización a nivel europeo, mediante el establecimiento de una serie de principios que puedan ser directamente aplicables en los Estados miembros. De este modo, el Reglamento recoge aspectos relativos a las obligaciones de las ESI de mantener un registro de órdenes y operaciones y facilitar a las autoridades competentes información de dichas transacciones, regula el régimen de transparencia en la negociación de los distintos sistemas de contratación y establece unos principios generales para la admisión a negociación de los instrumentos financieros.

Por su parte, la Directiva de Nivel 2, que requerirá de un mayor esfuerzo de armonización en su transposición por los países europeos, regula los requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento para las empresas de servicios inversión.

El presente artículo analiza los aspectos más relevantes relativos a la organización y funcionamiento de los mercados financieros europeos recogidos en el régimen propuesto por la DMIF y sus normas de desarrollo de Nivel 2.

LA NUEVA ESTRUCTURA DE NEGOCIACIÓN. TIEMPOS NUEVOS, REGLAS NUEVAS

Antes de analizar los aspectos más relevantes en la trasposición de la DMIF conviene señalar, aunque de manera breve, cuál es el entorno de negociación planteado por la DMIF y sus normas de desarrollo de segundo nivel, sobre el cual se desarrollan los regímenes de transparencia en la negociación, comunicación de operaciones y mejor ejecución de las órdenes, que dan lugar asimismo a una necesidad de consolidar la información de negociación y crean nuevos retos a la supervisión.

La DMIF identifica tres tipos de sistemas de negociación en los mercados europeos: Mercados regulados, Sistemas multilaterales de negociación (SMN) e internalizadores sistemáticos (IS).

Los mercados regulados

La DMIF y sus normas de desarrollo de Nivel 2 otorga a los mercados regulados un estatus especial y unos regímenes de autorización, regulación y supervisión específicos, preservándoles una serie de funciones que les son propias como la admisión, suspensión y exclusión de cotización de instrumentos financieros.

El régimen de transparencia, tanto previa como posterior a la negociación, es, no obstante, común al prescrito para los SMN, dado que comparten diversas características funcionales.

Los sistemas multilaterales de negociación (SMN)

La estructura, funcionalidad y operativa de los SMN propuesta por la DMIF y sus normas de desarrollo de Nivel 2 es muy similar a la de los mercados regulados aunque se diferencian de éstos en que no poseen las denominadas «funciones publicas» de los mercados regulados anteriormente indicadas.

La DMIF señala que los sistemas de negociación podrán decidir libremente si desean ser autorizados como mercados regulados o bien como SMN.

La internalización sistemática (IS)

La DMIF define a los internalizadores sistemáticos como las ESI que de forma organizada, sistemática y frecuente ejecutan órdenes de sus clientes contra su cuenta propia al margen de los mercados regulados y de los SMN.

El Reglamento de Nivel 2 especifica que la negociación de forma organizada, sistemática y frecuente implica que la actividad tiene un papel comercial importante para la ESI y se realiza siguiendo normas y protocolos no discrecionales, que se lleva a cabo con medio humanos y técnicos asignados a dicha actividad (aunque no sea de manera exclusiva) y que las ESI ponen a disposición de sus clientes esta actividad de manera regular y continua. Por tanto, los criterios para la definición de los IS son organizativos (disponer de personal y medio asignados a la actividad), comerciales (la actividad es ofrecida a los clientes de manera continuada y además tienen un papel comercial importante para la ESI) y cualitativos (la actividad se desarrolla conforme a reglas y procedimientos no discrecionales).

Dado que los internalizadores sistemáticos compiten con el resto de sistemas de negociación (mercados regulados y SMN), se hacía necesario que su régimen de actuación permita una competencia equitativa entre ellos. Por ello, el Reglamento de Nivel 2 impone una serie de obligaciones a los internalizadores sistemáticos (esencialmente, el deber de cotizar precios de manera continuada durante sus horas normales de negociación, la obligación genérica de reflejar las condiciones del mercado en sus cotizaciones y una serie de condiciones a la actualización y retirada de sus cotizaciones).

Por otro lado, al operar contra su cuenta propia, los internalizadores sistemáticos ponen en riesgo su propio capital, por lo que su régimen de actuación propuesto por el Reglamento también les permite una serie de salvaguardas razonables para evitar un excesivo riesgo en su operativa. Fundamentalmente, esta «ventaja competitiva» respecto al resto de sistemas de negociación que la DMIF otorga a los internalizadores se refiere a la existencia de un régimen de pre transparencia propio y distinto del que se aplica a los mercados regulados y SMS.

No obstante, el régimen de transparencia posterior a la negociación planteado por la DMIF es el mismo para internalizadores sistemáticos, mercados regulados y SMN. El régimen de transparencia de los sistemáticos se abordará en el apartado siguiente, en el que se analizan de manera comparada los regímenes para los distintos sistemas de negociación, tratándose a continuación los aspectos más relevantes de la organización y operativa de los IS.

La internalización de operaciones puede plantear conflictos de interés entre las ESI y sus clientes y supone también una amenaza potencial a la eficiencia del mercado, dado que, de no regularse adecuadamente, podría deteriorar el proceso de formación de precios y poner en peligro la consecución de la mejor ejecución de las órdenes. Por todo ello, la DMIF y la Directiva de Nivel 2 que la desarrolla limitan la internalización de órdenes de clientes a aquellos casos en los que esta operativa suponga una mejor ejecución de las órdenes de sus clientes; es decir, aquellas situaciones en las que la ejecución interna mejora las condiciones existentes en el resto de sistemas de negociación (mercados regulados o SMN). Además, se propone que los potenciales conflictos de interés se vean limitados con unas estrictas reglas de gestión de órdenes, que obliguen a las ESI a ejecutar de manera adecuada las órdenes de sus clientes evitando su aprovechamiento por la propia ESI o por otros clientes. De este modo, se regula específicamente la ejecución de transacciones que corresponden a la gestión de carteras de valores (órdenes recibidas de clientes profesionales que se desagregan en órdenes en distintos valores), la ejecución de transacciones sujetas a otras condiciones distintas de las estrictas condiciones de negociación existentes en el mercado y se habilitan los medios para proteger la operativa de los IS de

las «ejecuciones múltiples», permitiendo que el IS decida de manera prudente las órdenes que es capaz de satisfacer teniendo en cuenta el volumen de las posiciones, la situación del mercado y su posición de riesgo.

Los internalizadores sistemáticos podrán ejecutar órdenes recibidas de clientes profesionales a precios mejores de los ofertados, únicamente para órdenes superiores al tamaño típico de una orden minorista que ha quedado fijado reglamentariamente en 7.500 euros.

También, como medida de protección adicional, se obliga a los IS a mantener durante al menos doce meses, registro de sus precios de cotización.

En cuanto a la publicidad de la condición de internalizador sistemático, las autoridades competentes de cada país están obligadas a hacer pública y mantener actualizada una lista de los IS bajo su jurisdicción y los IS deberán hacer público al mercado por los medios expuestos reglamentariamente cuándo dejan de actuar como internalizador sistemático en uno o más valores.

EL RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA

El régimen de transparencia en la negociación propuesto por la Directiva de Nivel 1 buscaba asegurar que los inversores dispusieran de un nivel adecuado de información sobre los intereses de compra y venta (pre-transparencia) y la transacciones efectuadas (post-transparencia) de los valores admitidos a negociación en los mercados regulados, independientemente de dónde se negocian (mercados regulados, SMN o internalizadores sistemáticos). Por otro lado, la DMIF también reconocía la posibilidad de que, en determinadas circunstancias, era necesario permitir excepciones a la pre-transparencia y también posibilitar la difusión de la información posterior a la negociación de manera diferida.

El Reglamento de Nivel 2 desarrolla el régimen de transparencia de los distintos sistemas de negociación así como el régimen de excepciones a la pre-transparencia y a la difusión inmediata de la información posterior a la negociación, intentando lograr tanto unos niveles elevados de transparencia y una adecuada protección de los inversores sin perjudicar a los intermediarios que dotan de liquidez al sistema evitando que la información que están obligados a difundir ponga en riesgo sus posiciones y estrategias.

Pre-transparencia

El régimen de pre-transparencia de los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación

El régimen de pre-transparencia propuesto por el Reglamento de Nivel 2 pretende personalizar, en la medida de lo posible, los requisitos de difusión de información previa a la negociación, para la diversidad de formas de difundir intereses de compra-venta existentes.

De este modo, el reglamento especifica el nivel de pre-transparencia que deberá corresponder a los mercados de negociación continua dirigidos por órdenes, mercados dirigido por precios y mercados de subastas periódicas. Además, para todos aquellos sistemas que sean una mezcla de alguno o algunos de los anteriores o aquellos que no se ajusten de manera exacta a ninguno de los tipos especificados, les exigirá niveles de transparencia equivalentes.

Por otro lado, el Reglamento prevé diversas excepciones a la obligación de difundir la información sobre los intereses de compra y venta:

· Los *crossing systems*, es decir, aquellos modelos de mercado que se basan en una metodología de negociación en virtud de la cual el precio se determina con arreglo a un precio de referencia generado por otro sistema.
· Las «operaciones negociadas»[2], siempre que se ejecuten dentro de los límites de la horquilla de precios ponderados para el tamaño de la operación o, cuando la acción no se negocia de forma continua, dentro de un porcentaje de un precio de referencia adecuado, o bien, cuando dicha operación negociada esté sujeta a condiciones distintas del precio de mercado vigente de la acción.
· Las órdenes de elevado volumen, en comparación con el volumen normal de mercado (bloques). El régi-

2 De acuerdo con el reglamento de Nivel 2, se entenderá por operación negociada, «una operación que implique a miembros o participantes de un mercado regulado o SMN que se negocie de forma privada, pero se efectúe dentro del mercado regulado o SMN, y cuando el miembro o participante ejecute para ello una de las siguientes tareas: a) negociar por cuenta propia con otro miembro o participante que actúe por cuenta de un cliente; b) negociar con otro miembro o participante, ejecutando ambos órdenes por cuenta propia; c) actuar tanto por cuenta del comprador como del vendedor; d) actuar por cuenta del comprador si otro miembro o participante actúa por cuenta del vendedor; e) negociar por cuenta propia dando contrapartida a una orden de un cliente».

men de bloques propuesto por el Reglamento de Nivel 2 divide los valores en cinco clases de liquidez (en función del efectivo medio diario negociado) adjudicándole a cada clase un tamaño mínimo para considerar la orden como de elevado volumen.

Un caso particular dentro del régimen de pre-transparencia lo configura la obligación de difusión de órdenes limitadas «no ejecutables inmediatamente». Cualquier ESI (no sólo las que sean definidas como internalizadores sistemáticos), cuando reciba una orden limitada que no pueda ejecutar inmediatamente, deberá difundirla para facilitar su ejecución.

La difusión a través de los dispositivos de mercado regulado o un SMN que operen como mercados dirigidos por órdenes cumple este requisito. En el caso de que se difundan por otros medios, el citado medio deberá cumplir con los requisitos de «visibilidad» (que la orden sea visible por los miembros de mercado) y «accesibilidad» (que puedan ejecutarla). En todo caso, los procedimientos para la difusión de órdenes limitadas deberán ajustarse los requisitos de mejor ejecución descritos por la DMIF y sus normas de desarrollo.

El régimen de pre-transparencia de los internalizadores sistemáticos. Acciones líquidas y «tamaño normal de mercado» de las órdenes

El ámbito de actuación de los IS viene dado por las acciones que se consideran líquidas a estos efectos. Según se ha comentado anteriormente, los IS ponen en riesgo su propio capital y proveen liquidez al sistema, por lo que parece lógico que a la hora de definir su régimen de actuación se tuviera en cuenta que los IS deben de ser capaces de deshacer o cubrir sus posiciones para evitar riesgos, para lo cual los valores deberán ser suficientemente líquidos. Además, según acabamos de analizar, el régimen de pre transparencia es suficientemente flexible para los mercados regulados y los SMN al permitirles distintos requisitos en función de su estructura de negociación. Para los IS, se aplica un régimen de personalización similar, al limitar los requisitos de actuación en términos de ámbito de aplicación (sólo deberán difundir intenciones de compra-venta en valores líquidos) y tamaño (sólo deberán difundir intenciones de compra-venta a partir de un determinado volumen denominado «tamaño normal de mercado»).

El Reglamento establece que una acción admitida a negociación en un mercado regulado se considerará líquida si se negocia diariamente, tiene un *free-float* superior a 500 millones de euros, y se cumple una de las siguientes condiciones: a) la media diaria de operaciones es superior a 500 transacciones; b) el efectivo medio diario negociado es superior a 2 millones de euros. Al ofrecer dos criterios alternativos, se permite a los Estados miembros recoger de manera adecuada las acciones líquidas realmente existentes en sus jurisdicciones.

Dado que los niveles fijados, si bien parecen adecuados para la generalidad de los países europeos, podrían no ser adecuados en los Estados más pequeños, se contempla la posibilidad adicional de que los estados miembros elijan un número máximo de cinco valores como líquidos, auque no cumplan con los requisitos anteriormente especificados.

De acuerdo con los estudios realizados por la Comisión Europea, este sistema que combina criterios alternativos a elección por los Estados miembros llevará a la determinación de unas 500 acciones líquidas a nivel europeo, que representará aproximadamente el 90% del efectivo total negociado, también a nivel europeo, y asegurará que la mayoría de las acciones incluidas en los índices nacionales de los países miembros sean consideradas valores líquidos.

Una vez determinados los valores líquidos, se establecerán clases en función de su liquidez. Para cada clase se definirá un «tamaño normal de mercado», por encima del cual es obligatorio hacer públicas las cotizaciones/órdenes de compra y venta, que deberá ser revisado periódicamente.

Por otro lado, cada autoridad competente deberá publicar y mantener una lista de valores líquidos bajo su jurisdicción y determinará el valor medio de las transacciones de cada valor considerado líquido con el fin de encuadrar a cada valor en su correspondiente clase de liquidez, definido así el ámbito de actuación de los IS en los valores líquidos bajo su supervisión.

Post-transparencia

En aplicación de la Directiva de Nivel 1, el Reglamento establece que las ESI, los mercados regulados y las

entidades que gestionen un SMN deberán hacer pública la información de precios y volúmenes, junto con la identificación del instrumento negociado y del sistema de negociación en el cual se ha concluido la transacción. Hay que destacar que se permite que las ESI que actúan como internalizadores sistemáticos no revelen su identidad (admitiendo que se identifiquen con el acrónimo «IS», por internalizador sistemático) para evitar revelar al mercado los cambios en su posición neta. A cambio, se exige a los internalizadores sistemáticos que publiquen información adicional con carácter trimestral que permita al mercado evaluar su actividad en el mercado.

La información posterior a la negociación deberá hacerse pública tan pronto como sea posible, estableciéndose un límite máximo de tres minutos para aquellas situaciones en las condiciones tecnológicas que así lo exijan (asumiendo un nivel razonable de eficiencia en los sistemas correspondientes).

El régimen para la publicación diferida de las operaciones de elevado volumen presenta una escala de aplazamientos máximos de publicación, en función de la liquidez de los valores (determinadas éstas a partir del efectivo medio diario negociado). De este modo, para cada categoría de liquidez (las categorías de liquidez van desde aquellos valores que negocian menos de 100.000 euros diarios de efectivo hasta aquellos que negocian mas de 50.000.000 de euros diarios de efectivo) los aplazamientos varían en función del volumen de la transacción (efectivo negociado) y, en algunas ocasiones, en función del porcentaje que la transacción representa sobre el efectivo medio diario negociado en el valor.

EL RÉGIMEN DE MEJOR EJECUCIÓN

La DMIF recogía la obligación de las ESI de obtener el mejor resultado posible al ejecutar las órdenes de sus clientes, teniendo en cuenta el precio, los costes, la velocidad, la posibilidad de ejecución y de liquidación, el tamaño y la naturaleza y cualquier otra característica de la orden.

Esta obligación se configura como una parte esencial de la normativa comunitaria, no sólo desde el punto de vista de la protección de los inversores, sino que también desempeña un papel central desde el punto de vista de la estructura de negociación y de la organización de los mercados de valores. De este modo, el régimen de mejor ejecución de las órdenes vincula las normas de conducta de las ESI y los requisitos necesarios para evitar los efectos adversos de la fragmentación de la negociación y garantizar un mercado financiero armonizado a nivel europeo.

La Directiva de Nivel 2 completa el régimen de mejor ejecución, al precisar que, a la hora de determinar la importancia relativa de los factores que la caracterizan, las ESI deberán tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Las características del cliente, incluyendo su estatus de cliente minorista o profesional.
- La naturaleza de la orden del cliente.
- Las características del instrumento financiero negociado.
- Las características del sistema de negociación al que se dirige la orden.

Además, de los aspectos mencionados, las ESI deberán tener en cuenta las instrucciones expresas del cliente, de manera que estas instrucciones, al determinar ciertas condiciones de ejecución (precio, mercado en el que se debe ejecutar, condiciones de liquidación...), condicionan en parte el esquema de mejor ejecución. No obstante, hay que aclarar que el hecho de que el cliente manifieste una serie de instrucciones expresas, no significa que las ESI dispongan de «carta blanca» y que desaparezca su obligación de ejecutar la orden en los mejores términos para el cliente, sino más bien que las instrucciones del cliente definen un nuevo marco para la ejecución de las órdenes en el que se deberá seguir buscando la mejor ejecución. Supongamos, por ejemplo, que el cliente minorista nos da instrucciones para ejecutar una orden el SIBE, aunque el mejor precio neto para ese valor esté, en ese momento, en un mercado distinto. A pesar de que siguiendo una instrucción expresa del cliente no vamos obtener el mejor precio, esto no quiere decir que no debamos intentar ejecutar la orden de la manera más rápida posible o de la manera que facilite la posterior liquidación de la operación, etc.

El caso particular de los clientes minoristas

Las necesidades de los clientes minoristas son, por lo general, muy distintas de las de los clientes institucionales, en lo referente a la ejecución de sus órdenes.

Por otro lado, los clientes minoristas tienen escasas oportunidades de monitorizar y supervisar la ejecución de las órdenes por parte de las ESI dado que no disponen del conocimiento ni de los medios técnicos adecuados para ello. En aquellas situaciones o estructuras de mercado en las que existe una concentración del flujo de órdenes en un único sistema de negociación, es relativamente sencillo determinar y evaluar la ejecución de las órdenes. No obstante, cuando la negociación se fragmenta en múltiples sistemas de negociación, comprobar que se han cumplido los requisitos de mejor ejecución se complica (especialmente para los clientes minoristas) y se requiere la selección de algún parámetro de referencia que simplifique esta «autosupervisión» de la mejor ejecución de las propias órdenes.

Por todo ello, y con el fin de mantener la confianza de los inversores minoristas en el nuevo (y más complejo) régimen de mejor ejecución de las órdenes, la Directiva de Nivel 2 ha fijado un parámetro predominante a la hora de determinar la mejor ejecución de las órdenes de clientes minoristas. De este modo, en ausencia de órdenes específicas del cliente que fijen la preponderancia de algún otro factor (rapidez de ejecución, condiciones que faciliten la liquidación, etc.), el precio neto (incluyendo todos los costes directamente imputables a la ejecución de la orden) deberá considerarse como el factor más importante a la hora de determinar el mejor resultado posible en la ejecución de las órdenes minoristas.

En este punto, es importante señalar qué se debe entender por precio neto, o mejor dicho, qué costes deben de tener en cuenta las ESI a la hora de determinar dicho precio neto. Algunos de estos costes, los costes directos, son relativamente fáciles de evaluar, como las comisiones de contratación cargadas por los mercados, los cánones de liquidación, los impuestos o las comisiones cargadas por terceros que intermedian en la ejecución de la orden. No obstante, ese mejor «precio neto» que se deberá lograr en la ejecución de las órdenes de los clientes minoristas deberá incluir también los costes indirectos (de más difícil evaluación) como son el impacto en mercado (cuando la propia actividad de la ESI mueve el mercado en su contra), el *implementation shortfall* (cuando el mercado se mueve en la dirección prevista por la ESI, pero antes de haber completado la transacción) o el coste de oportunidad (que vendría dado por la mejor de las opciones de inversión alternativas a la inversión que estamos realizando).

Si bien, según se ha explicado anteriormente, la ESI deberá tener en cuenta todos los costes relacionados con la ejecución, tanto directos como indirectos, quedan expresamente excluidos los costes internos de la propia ESI, es decir, sus propias comisiones por la ejecución de las órdenes.

Por lo tanto, el precio neto deberá incluir todos los costes externos a la ESI, tanto directos como indirectos, pero no incluirá los costes internos de ejecución porque, de lo contrario, se haría prácticamente imposible la determinación de las condiciones de mejor ejecución de una orden de un cliente. Supongamos que una ESI ha localizado aquel sistema de negociación que le permite obtener el mejor precio neto para la orden de un cliente minorista; si tuviera que considerar también sus propias comisiones de intermediación, en ese momento debería examinar las comisiones de intermediación de todos las ESI (las cuales, no tiene por qué conocer y pueden variar en función del tipo de cliente, condiciones de ejecución, etc.) para localizar la más baja posible ofrecida por cualquier intermediario.

No obstante, la Directiva sí que obliga a que las comisiones internas cargadas por las ESI a sus clientes no sean discriminatorias respecto a ningún sistema de negociación, en el sentido de que las comisiones cargadas deben reflejar los costes reales que para la ESI representa el acceso y ejecución de órdenes en un determinado sistema de negociación, evitando que estructuren sus comisiones para favorecer la canalización de órdenes de clientes hacia ningún sistema concreto, ya que eso iría en contra del principio de mejor ejecución.

Ámbito subjetivo de aplicación. Miembros de mercado y negociación por cuenta propia

La Directiva de Nivel 2 establece que la obligación de ejecutar las órdenes en los términos más favorables para

el cliente no se refiere únicamente a la «ejecución» de órdenes en sentido estricto sino que incluye todos los pasos en la cadena de ejecución de un orden, desde que se recibe la orden hasta que se ejecuta en algún sistema de negociación. De este modo, el deber de mejor ejecución se extiende también a los intermediarios que reciben y transmiten órdenes para su ejecución por otro intermediario y a las entidades que gestionan carteras (y que, por tanto, también dan órdenes de compra-venta a otros intermediarios como consecuencia de la actividad de gestión de carteras para sus clientes).

La extensión del régimen de mejor ejecución a todos los intermediarios que pueden intervenir en la ejecución (en sentido amplio) de la orden de un cliente viene justificada por la realidad de la operativa del mercado y está en línea con el espíritu del texto de Nivel 1 de la DMIF y con el resto de normas de conducta de las ESI reguladas en la Directiva de Nivel 2. Las entidades que gestionan carteras y las que intermedian recibiendo y transmitiendo órdenes a otros intermediarios para que las ejecuten pueden, por tanto, delegar la ejecución de las órdenes pero no pueden delegar ni eludir su obligación de mejor ejecución para con sus clientes. De otro modo, bastaría con que cualquier ESI interpusiera a otra entidad en la cadena de ejecución de la orden de un cliente para verse libre de responsabilidades en la ejecución de la misma.

Evidentemente, el hecho de la obligación de mejor ejecución se aplique a todos los intermediarios que forman parte de la cadena de ejecución no quiere decir que se aplique de idéntica forma a todos ellos. Las entidades que delegan la ejecución de las órdenes, es decir, las entidades que gestionan carteras y las que transmiten órdenes para su ejecución por otro intermediario, están obligadas a buscar la entidad que les permita obtener la mejor ejecución de las órdenes de sus clientes. Además, deberán monitorizar la calidad de la ejecución de los intermediarios en los que confían la ejecución de las órdenes de sus clientes y solucionar cualquier problema o ineficiencia que pudiera surgir.

De este modo, se evita también duplicar las exigencias de mejor ejecución a las distintas entidades que forman parte de la cadena de ejecución y se consigue un régimen equilibrado que garantiza a las ESI la flexibilidad necesaria para organizar la ejecución de las órdenes por cuenta de sus clientes de la manera que mejor se adapte a su estructura o modelo de negocios, mientras que se asegura que los clientes son adecuadamente protegidos a través de un régimen de mejor ejecución consistente y completo independientemente de cómo se ejecuta su orden en los distintos sistemas de negociación.

Otro aspecto bastante controvertido en cuanto a la determinación del régimen de mejor ejecución es el de las operaciones por cuenta propia con clientes. De acuerdo con la Directiva de Nivel 2, la negociación por cuenta propia con clientes está expresamente sujeta al deber de mejor ejecución. Por lo tanto, salvo que el cliente manifieste expresamente que está dispuesto a ejecutar la orden contra la cuenta propia a los precios y en las condiciones propuestas, las ESI están obligadas a buscar las mejores condiciones de ejecución entre los distintos sistemas de negociación.

Ámbito objetivo de aplicación. Instrumentos negociados

También es necesario tener en cuenta que la mejor ejecución viene matizada por la propia naturaleza de los instrumentos negociados y las diferentes estructuras de negociación.

Por ejemplo, las transacciones OTC, suelen implicar el diseño de contratos personalizados o «a medida» que hacen muy difícil la comparación con otros sistemas de contratación. Esto es así porque estos contratos personalizados están basados en una serie de juicios que incluyen, por ejemplo, los riesgos de contraparte asociados a cada cliente. Ante un contrato OTC o un acuerdo a medida de una ESI con su cliente, otras ESI sólo podrían facilitar un precio más o menos teórico o aproximado dado que no disponen de las condiciones específicas de riesgo del cliente en cuestión.

La ausencia de un elemento de comparación más o menos preciso no quiere decir que las ESI están exentas del deber de mejor ejecución para aquellos instrumentos más o menos personalizados ni para aquellos mercados o estructuras de negociación en las que el cliente podría ser considerado una contrapartida directa (mercados dirigidos por precios o mercados intermediados en sus distintas formas: mercados de mediadores, mercados de creadores de liquidez, etc.), sino que las ESI, a la hora

de valorar los productos más a medida, deberán tener en cuenta de manera razonable la valoración de mercado o la valoración en contratos o instrumentos similares a los que se está ofreciendo a los clientes.

De este modo, el régimen de mejor ejecución no debe aplicarse de manera idéntica a todos los instrumentos negociados sino que deberá adaptarse a las características específicas de los mismos.

Obligaciones de las ESI. Política de mejor ejecución y obligaciones de difusión de información a clientes

Las ESI deberán elaborar y revisar, al menos una vez al año (o siempre que se produzcan cambios significativos en la misma), su política de mejor ejecución, que deberá contener todos aquellos sistemas de contratación que, de acuerdo con su propio modelo de negocio y organización interna, le permiten obtener de manera consistente la mejor ejecución de las órdenes de sus clientes.

Además, las ESI deberán facilitar a sus clientes, con anterioridad a la prestación de servicios, el procedimiento mediante el cual la ESI prioriza los factores de mejor ejecución antes mencionados (precio, rapidez de ejecución, etc.) y el detalle de cómo influyen en esta categorización los aspectos que condicionan la ejecución de la orden (tipo de cliente, naturaleza de la orden, tipo de instrumento negociado y sistemas de negociación en el que se ejecuta la orden), la lista de los mercados en los que la ESI considera que obtienen de manera consistente la mejor ejecución y un aviso de que las instrucciones específicas dadas por el propio cliente pueden hacer que la ESI no siga el procedimiento que seguiría habitualmente en ausencia de dichas instrucciones con el fin de obtener la mejor ejecución de dichas órdenes en aquellos aspectos afectados por las instrucciones del cliente.

Etapas en el proceso de mejor ejecución. La mejor ejecución orden por orden

De acuerdo con lo expuesto hasta el momento, a la hora de establecer y aplicar su política de mejor ejecución, la ESI debe seguir un proceso que tiene tres etapas:

- En función del tipo de clientes con los que negocia, deberá decidir qué factores de los que determinan la mejor ejecución tienen prioridad para sus clientes o para una categoría particular de ellos.
- La ESI deberá analizar, para cada una de las órdenes de sus clientes, los diversos sistemas de negociación disponibles para su ejecución, seleccionar el que permite lograr la mejor ejecución de las órdenes y dar todos los pasos necesarios para ejecutar la orden en ese sistema de negociación.
- Las órdenes del cliente deberán ser enviadas a los sistemas de negociación que logran la mejor ejecución.

Hay que resaltar, por tanto, que la mejor ejecución ha de plantearse orden por orden, es decir que para cada orden de manera individualizada, la ESI está obligada a buscar el sistema de negociación que permite lograr la mejor ejecución. De este modo, no sólo se garantizan los intereses de los clientes sino que también se fomenta la competencia entre los sistemas de negociación de manera que los sistemas de contratación que son capaces de proporcionar las mejores condiciones de ejecución (en forma de mejores precios, rapidez de ejecución, etc.) de manera consistente y reiterada, deberán ser aquellos que reciban un mayor flujo de órdenes de las ESI en cumplimiento de su deber de mejor ejecución.

LA CONSOLIDACIÓN DE LA INFORMACIÓN DE NEGOCIACIÓN

El nuevo escenario europeo de los mercados de valores, caracterizado por la existencia de múltiples sistemas de negociación, no sólo puede suponer una fragmentación de la liquidez, sino también una fragmentación de la información que se brinda a los inversores sobre la negociación. Tener una visión global de lo que ocurre en la negociación de un activo es cada vez más complejo, dado que el mismo activo se negocia de manera simultánea en múltiples sistemas de contratación. Por ello es importante que toda la información de negociación (no sólo transacciones ejecutadas sino también cotizaciones) esté disponible a partir de una única fuente. La consolidación requiere, por tanto, la agrupación y puesta a disposición tanto de la información previa a la

contratación (pre-transparencia), como a los datos de ejecución de las operaciones (post-transparencia).

La consolidación se configura como un elemento clave, no sólo para lograr un adecuado proceso de formación de precios (con el objetivo de proteger la integridad de mercado), sino también desde el punto de vista de lograr y ser capaces de supervisar la mejor ejecución de las órdenes (para conseguir el otro gran objetivo regulatorio que es proteger a los inversores).

El enfoque propuesto por la DMIF consistió en dejar los temas de consolidación de la información a las propias «fuerzas del mercado», evitando así una injerencia excesiva en temas más propios de la estrategia comercial y de gestión de las ESI, de los mercados y de los difusores de información especializados.

No obstante, durante los trabajos para la elaboración de la normativa de Nivel 2 se cayó en la cuenta de que el régimen de transparencia propuesto por la DMIF podría no alcanzar sus objetivos de facilitar un adecuado proceso de formación de precios, corregir los efectos de la fragmentación de la negociación y garantizar la protección de los inversores si no fuera complementado con un régimen de publicación y difusión de la información que permitiera el acceso de los inversores a la información de negociación.

Por ello, el Reglamento de Nivel 2 establece la obligación de las ESI de difundir la información de pre y post transparencia de manera que sea fácilmente consolidable y fija una serie de requisitos para asegurar la disponibilidad (a un coste razonable y de manera no discriminatoria entre los inversores) y la veracidad de la información (tomar las precauciones razonables que aseguren que la información es fiable y monitorizar y corregir los posibles errores).

De este modo, el Reglamento de Nivel 2 únicamente establece la obligación genérica de difundir la información de negociación de manera que sea consolidable, pero deja que sea la iniciativa privada la que establezca, en la práctica, el sistema más apropiado. Quedan, por tanto, diversas cuestiones abiertas que deberán ser solucionadas por la propia industria financiera, como el análisis de los costes del proceso de consolidación, la identificación detallada de los obstáculos a la consolidación (posibles oligopolios y barreras de entrada por parte de los difusores profesionales, problema de la calidad de la información, etc.) y cómo solucionarlos, y el papel que las autoridades competentes puedan tener, en su caso, a la hora de establecer principios generales que ordenen la actividad de las fuerzas del mercado.

ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LOS MERCADOS REGULADOS

El Reglamento de Nivel 2 especifica los requisitos que los distintos tipos de instrumentos financieros deben cumplir para ser admitidos a negociación en un mercado regulado. Únicamente se describen requisitos generales que garanticen que los instrumentos sean libremente negociables y que su contratación se desarrolle de manera justa, ordenada y eficiente. Hay que señalar que los requisitos propuestos no se solapan con el régimen regulado por la Directiva de Folletos o la Directiva de Obligaciones de Transparencia.

El reglamento describe los requisitos generales para la admisión a negociación de acciones, derivados y participaciones en fondos de inversión. No se incluye ningún desarrollo específico referente a bonos ni instrumentos del mercado monetario, cuyo régimen de admisión habrá de circunscribirse a los requisitos generales expuestos en la Directiva de Nivel 1.

NUEVOS RETOS PARA LA SUPERVISIÓN: LA COMUNICACIÓN DE OPERACIONES Y EL INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN ENTRE AUTORIDADES

La regulación de la comunicación de operaciones y el intercambio de información entre autoridades es un aspecto muy relevante para asegurar una adecuado nivel de supervisión por parte de las autoridades competentes que permita seguir garantizando la integridad de los mercados y la protección de los inversores ante los retos de la nueva estructura de negociación planteados por la DMIF.

El Reglamento de Nivel 2 propone una serie de contenidos de información comunes a los Estados miem-

bros (con unas divergencias mínimas, según comentaremos más adelante) que deberán ser remitidos por las ESI.

La definición de «operaciones»

En primer lugar, para garantizar una aplicación coherente en todos los Estados miembros, el Reglamento propone una definición común de lo que se debe entender por «operaciones» que deberán ser comunicadas por las ESI en la forma prevista por el citado reglamento. La definición de «operación» (que será aplicable no sólo en el ámbito de la comunicación de operaciones sino también en el apartado de transparencia, anteriormente analizado) incluye únicamente la compra o venta de instrumentos financieros en sentido estricto, excluyendo otras transacciones, aunque puedan implicar adquisiciones o transacciones de instrumentos financieros de manera incidental. Específicamente, se excluyen de la definición de operación las denominadas «operación de financiación de valores», es decir los préstamos de valores o de otros instrumentos financieros, operación de recompra o recompra inversa, y las operaciones de venta con pacto de recompra u operaciones de compra con pacto de reventa.

Hay que destacar que la no obligación de comunicación de operaciones de financiación puede suponer una pérdida de información útil para la supervisión, a no ser que las autoridades competentes continúen recibiendo estas operaciones a través de otros canales (por ejemplo, los mercados regulados).

Contenido de la información a comunicar. La identificación del cliente final

En cuanto al contenido de información, el Reglamento establece dos niveles de detalle, recogidos en los anexos 1 y 2 del mismo.

En el Anexo 1 se recogen los campos que deberán cumplimentar las ESI para cada una de las operaciones. Adicionalmente, el Anexo 2 incorpora tres campos complementarios a los del Anexo 1 que deberán completar las autoridades competentes antes de remitir la información en su conjunto a la autoridad del mercado más líquido, y que pretenden facilitar la identificación de la ESI que realiza la comunicación, de su contraparte y del instrumento negociado.

Un aspecto relevante es el de la inclusión o no de la identificación de los clientes finales de las operaciones. Finalmente, esta información no se encuentra entre los campos obligatorios a remitir por las ESI, pero se deja la posibilidad de que los Estados miembros exijan también la información necesaria para identificar a los clientes en nombre de los cuales la empresa de inversión ha ejecutado la operación.

Determinación del mercado más importante en términos de liquidez

El artículo 25 de la MiFID establece que las autoridades deberán intercambiar información de operaciones de modo que se garantice que la autoridad competente del mercado más líquido para cada valor recibe la información de operaciones del mismo.

El enfoque adoptado por el Reglamento de Nivel 2 para la determinación del mercado más líquido se basa en el empleo de *proxies* diferentes en función del tipo de valor (por ejemplo, en el caso de las acciones, el mercado más importante en términos de liquidez será aquel en el que el valor es admitido a negociación por primera vez, mientras que para los valores de renta fija, el mercado más líquido será donde esté situado el domicilio social de la entidad matriz del emisor). Alternativamente, en el caso de no ser posible determinar un único mercado más líquido usando los proxies, se entenderá que el mercado más líquido es aquel en el que el efectivo negociado en el valor sea mayor.

El Reglamento incluye también un mecanismo de corrección en el caso de que los mecanismos para designar el mercado más líquido no funcionen adecuadamente o en el caso de que se produzca un cambio en el mercado más líquido. De este modo, en enero de cada año, una autoridad competente podrá notificar a la autoridad competente pertinente de un instrumento financiero particular su intención de impugnar la determinación del mercado más liquido para ese instrumento. En el plazo de cuatro semanas tras la notificación, ambas autoridades calcularán el volumen

de negocios para ese instrumento en los mercados respectivos durante el año anterior y si los resultados de ese cálculo revelan que el volumen de negocios es más elevado en el mercado de la autoridad competente que muestra su desacuerdo, dicho mercado pasará a ser el mercado más importante en términos de liquidez para ese instrumento financiero.

El intercambio de información y la consolidación para las autoridades supervisoras

El Reglamento se limita a exigir que toda la información requerida esté a disposición de la autoridad competente del mercado más líquido de cada valor, pero no especifica o regula pormenorizadamente el tipo, la naturaleza y la complejidad de los métodos de intercambio de información entre autoridades competentes. Serán las distintas autoridades las que, en función del volumen de información a intercambiar, los tipos de sistemas de negociación bajo su jurisdicción, etc., decidirán los métodos, la periodicidad y los aspectos técnicos relativos al intercambio de información. Una vez acordado el sistema, o cuando se produzcan modificaciones sustanciales del mismo, las autoridades informarán a la Comisión Europea (que se lo comunicará a su vez al Comité Europeo de Valores).

CONSIDERACIONES FINALES. LA TRANSPOSICIÓN A NUESTRO ENTORNO NORMATIVO Y LA ADAPTACIÓN DE LOS PARTICIPANTES: UN LARGO CAMINO POR RECORRER

La DMIF y sus normas de desarrollo van a suponer un cambio trascendental en todo el panorama de los mercados financieros en Europa. Un amplio abanico de entidades que participan en los mercados de valores van a verse afectadas por los nuevos requisitos organizativos y las nuevas condiciones de negociación: sociedades y agencias de valores, entidades de crédito, sociedades gestoras de carteras y sociedades gestoras de fondos de inversión, entidades participantes en los mercados de opciones y futuros, etc. También las autoridades competentes se enfrentan a nuevos retos; en primer lugar a la hora de transponer la DMIF y sus normas de desarrollo a nuestra normativa y, en segundo lugar, a la hora de supervisar el cumplimiento de los requisitos y obligaciones que configuran el nuevo régimen de negociación europeo.

La transposición de DMIF y sus normas de desarrollo concierne a un buen número de normas de diverso rango, empezando por la propia Ley del Mercado de Valores (LMV). En efecto, dado el carácter de «Norma marco» de la DMIF, el régimen de organización y funcionamiento de nuestros mercados y de las entidades que participan en ellos propuesto por la LMV, se ve afectado significativamente. Sin ánimo de ser exhaustivo, el título IV de la LMV que actualmente se refiere a los «Mercados secundarios oficiales de valores» deberá tener en cuenta la operativa de los sistemas multilaterales de negociación y de los internalizadores sistemáticos. También, el título V de la LMV, «Empresas de servicios de inversión» tendrá que ser revisado para incluir los nuevos requisitos organizativos y norma de conducta que serán aplicables a las ESI (deber de mejor ejecución, gestión de los conflictos de interés, regulación del asesoramiento financiero, inclusión de la gestión de un SMN como servicio financiero principal, etc.). Las nuevas obligaciones de comunicación de operaciones y el régimen de intercambio de información entre autoridades competentes serán parte de las modificaciones que, previsiblemente, deberán introducirse en el título VII de la LMV relativo al «Régimen de supervisión, inspección y sanción».

En cuanto a las entidades participantes en nuestros mercados, deberán adoptar una estrategia de aplicación de la normativa que les permita no sólo adaptarse a las nuevas exigencias normativas sino también aprovechar las nuevas oportunidades de negocio, revisando su organización interna y su modelo de negocio y reforzando los aspectos relacionados con el cumplimiento normativo. En definitiva, los intermediarios deben tratar de adaptarse a los nuevos cambios, pero también adoptarlos, en el sentido de integrarlos en su estructura interna y su modelo de negocio (lo que los anglosajones definen como considerar la DMIF como *business as usual*) y aprovechar las nuevas oportunidades de negocio que brinda el nuevo entorno regulatorio.

LA MiFID: REQUISITOS ORGANIZATIVOS DE LAS ESI Y NORMAS DE PROTECCIÓN A INVERSORES

Sonia Martínez Camarena

COORDINADORA DE AUTORIZACIÓN Y REGISTROS DE ENTIDADES DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE ENTIDADES. CNMV

INTRODUCCIÓN

La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros 2004/39/CE (MiFID), nace como consecuencia de una necesidad de mejora de la Directiva de Servicios de Inversión 93/22/EEC (DSI), en consonancia con la evolución de los mercados y de la actividad de las Empresas de Servicios de Inversión (ESI).

El calendario establecido fija para el 31 de enero de 2007 la fecha límite de transposición y para el 1 de noviembre del mismo año el tope para que las ESI estén totalmente adaptadas. Será entonces cuando se cierre una nueva etapa en el proceso de debate continuo en el que participan activamente los reguladores europeos.

El trabajo específico de los reguladores arrancó en julio de 2003. Fue entonces cuando la Comisión Europea (COM) encargó al Comité de Reguladores Europeos (CESR) asesoramiento acerca del desarrollo del contenido de varios artículos de la MiFID que quedaban sujetos a comitología (desarrollo de Nivel 2). Lo hizo en virtud de las recomendaciones del informe final del Comité Lamfalussy[1], de 15 de febrero de 2001, que posibilita la adopción de medidas de ejecución jurídicamente vinculantes mediante el procedimiento de comitología de Nivel 2.

El CESR empezó a trabajar con los reguladores de los entonces quince estados miembros de la Unión Europea (UE), para luego ampliar el grupo a los diez nuevos socios resultantes de la ampliación de mayo de 2004. La primera fase del mandato del CESR concluyó en enero de 2005 y la segunda en abril de ese mismo año. A partir de ese momento la COM empezó a trabajar para dar forma de texto legal a dicho asesoramiento.

A día de hoy están, todavía pendientes de aprobación, un borrador de Directiva de Nivel 2 y otro de Reglamento del mismo nivel. El primero se refiere a los requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento para las ESI y «definición de términos referidos a efectos de la Directiva». Por su parte, el Reglamento atañe a obligaciones de registros, comunicación de operaciones, transparencia de mercado, admisión a negociación de instrumentos financieros y «definición de términos referidos a efectos de la Directiva».

Es necesario resaltar que para muchos Estados miembros la aplicación de una gran parte de los requisitos

1 El informe final del Comité Lamfalussy sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios creado por el Consejo el 17 de julio de 2000, abogaba por que cada Directiva constara a partes iguales de principios marco y de medidas técnicas de aplicación no esenciales, que debían ser adoptadas por la Comisión con arreglo a los procedimientos de comitología de la UE. El Consejo Europeo de Estocolmo el 23 de marzo de 2001 dio su conformidad a la intención de la Comisión de establecer un Comité de Valores que debería actuar como Comité de Reglamentación para asistir a la Comisión cuando ésta adopte medidas de aplicación de acuerdo con el procedimiento sobre comitología adoptado. Así, mediante este procedimiento se permite que la Comisión Europea desarrolle las cuestiones técnicas (Nivel 2) relativas a los principios generales establecidos en la Directiva (Nivel 1) con el asesoramiento técnico del Comité de reguladores europeos (CESR) y el voto favorable del Comité de Valores, en el que están representados los órganos administrativos encargados de la elaboración de normas de los países miembros.

de la MiFID y de los textos legales de Nivel 2 derivados del asesoramiento del CESR, supondrán cambios regulatorios muy significativos. Todos ellos en clave de mayores exigencias con el trasfondo del incremento de la protección del inversor. Algo que beneficia a España, dada nuestra condición de país importador de servicios de inversión. No en vano la proporción de ESI nacionales registradas es de uno a ocho frente a las ESI de otros países de la UE con pasaporte para operar en nuestro país.

En este contexto, es de resaltar que el consenso alcanzado en el asesoramiento del CESR es bastante exigente y representa un paso importante a escala europea para alcanzar unos niveles «razonables» de «calidad» del pasaporte comunitario que se otorga a las ESI. Todo ello con la idea de reforzar la protección de los consumidores de estos servicios, sobre todo los particulares. De ahí la importancia de la armonización de las normas que garanticen una mayor integridad en la relación de las ESI con sus clientes y de unas exigencias organizativas más uniformes que limiten el arbitraje regulatorio, que podría venir por una armonización escasa o excesivamente genérica de los requisitos aplicables al pasaporte comunitario (requisitos organizativos). Éstos son competencia exclusiva del Estado miembro de origen, que es el que otorga esa autorización.

Por último, es importante señalar la relevancia que tienen las consultas públicas en el desarrollo del asesoramiento del CESR. Los comentarios de la industria financiera y de las asociaciones de consumidores constituyen una oportunidad de participación para quienes los realizan a la vez que una ayuda inestimable para los reguladores. De hecho, son numerosas las ocasiones que se cuestionan y se modifican las propuestas iniciales sobre la base de estos comentarios en los grupos de expertos del CESR. Pero no deja de llamar poderosamente la atención la escasez de comentarios llegados desde España, algo que parece no ser exclusivo de los trabajos realizados en torno a la MiFID sino que se repite en otros procesos similares.

Para cerrar la introducción, advertir que en este trabajo se tratará únicamente de los cambios derivados de la MiFID en los requisitos organizativos para las ESI y en las normas de protección a los inversores.

En estos dos apartados las novedades más destacadas que incorpora la Directiva citada son:

· La figura del cumplimiento normativo (*compliance*) los conflictos de interés en la relación de las ESI con sus clientes.
· Las comunicaciones comerciales y la información a entregar a los clientes con carácter previo a la prestación de los servicios.
· La clasificación de clientes y las obligaciones de protección aparejadas a cada uno de los niveles.

Con las nuevas medidas que se desarrollan como consecuencia de las novedades enumeradas se cubrirán aspectos en materias que en la regulación española no se contemplaban o si se hacía era de forma muy parcial.

REQUISITOS ORGANIZATIVOS DE LAS ESI

Todos los requisitos organizativos derivados de la adaptación a la MiFID ya están recogidos en nuestra normativa (RD de ESI 867/01sobre el Régimen Jurídico de las ESI y Circular 1/98 sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos). Es cierto que varios de ellos bajo distintos nombres o funciones. Por tanto, las ESI con supervisión española en origen no se verán obligadas a realizar importantes adaptaciones en sus estructuras organizativas. La adaptación a las nuevas exigencias recogidas en la MiFID y en la Directiva de Nivel 2, no limitan que los Estados miembros puedan conservar o imponer requisitos adicionales. Pero sólo en casos excepcionales en los que dichos requisitos sean objetivamente justificados y proporcionados.

Sin embargo es necesario destacar que la COM incorpora a su borrador de Directiva, en varios aspectos, mayor flexibilidad de la inicialmente surgida del asesoramiento técnico del CESR. Pero la lectura debe ser, en todo caso, positiva ya que la armonización de los requisitos organizativos para las ESI comportará una mejora sustancial de la «calidad» del pasaporte europeo. En España esto implicará que numerosas ESI con supervisión en origen extranjera deberán adaptarse para conservar su pasaporte.

Las medidas son muy flexibles y contienen, en ocasiones, un amplio grado de generalidad. Esta flexibilidad ha sido necesaria por dos razones fundamentales:

· Diversidad en la tipología de las ESI: La Directiva es de aplicación universal, pero en la práctica los requisitos organizativos no pueden ser siempre aplicados de forma idéntica a todo tipo de ESI. Se ha buscado distinguir en los trabajos de asesoramiento y en los borradores a las entidades en función de su tamaño, de lo extenso de su oferta de servicios, de la naturaleza de los mismos (actividades bancarias o exclusivas de valores) y los tipos de clientes (particulares o profesionales). Pero en los trabajos del grupo de expertos de CESR no pareció conveniente establecer una medición «objetiva» o numérica del tamaño de una ESI, como base para la aplicación de determinados requisitos organizativos. En este sentido, la flexibilidad en la aplicación de requisitos se establece para que los supervisores puedan evaluar en cada caso concreto si la complejidad, estructura, naturaleza del negocio y los riesgos inherentes a la actividad de la ESI, todo ello analizado de forma conjunta, requieren de la implantación de determinados requisitos.

· Asignación de responsabilidades: En la UE conviven estructuras de gobierno corporativo diferentes y que en ocasiones son el resultado de la aplicación del derecho de sociedades, que es soberano y no está armonizado. Estas estructuras deben ser respetadas, siempre que permitan que la ESI cumpla con los requisitos organizativos que le son de aplicación, y siempre que mantengan un régimen aceptable de asignación de responsabilidades. A modo de ejemplo en nuestro ordenamiento jurídico el Consejo de Administración es el máximo responsable. Sin embargo en otras jurisdicciones, básicamente en aquellas emanadas del Derecho anglosajón, la máxima responsabilidad de una ESI recae sólo en los consejeros ejecutivos y en los directores que reportan al consejo. De esta forma se limita las responsabilidades de los consejeros «honoríficos».

Políticas y procedimientos internos para el cumplimiento normativo

Como principal novedad destaca la exigencia del establecimiento de una función de cumplimiento normativo independiente en todas las ESI. La independencia se entiende y define desde una ubicación jerárquica adecuada y desvinculada de las áreas de negocio de la ESI. Como excepción, los supervisores podrán autorizar que la función de cumplimiento pueda ser ejercida por una persona vinculada al negocio. Esto sólo en determinadas ESI con una reducida actividad o que desarrollen actividades «no complejas». En este caso, la ESI debe demostrar que la obligación que le impone no es proporcionada y que su mecanismo de verificación del cumplimiento sigue siendo eficaz.

En términos generales y al margen de la excepción anterior, la MiFID establece que la asignación de responsabilidades sobre el cumplimiento normativo recae en el *senior management*, lo denominaremos «comité ejecutivo». Entendiendo por tal los consejeros ejecutivos y directores que reportan al Consejo de Administración. En la nueva Directiva se define cómo las personas que «efectivamente» dirigen la ESI. La razón de que se mantenga la asignación de responsabilidades sobre el cumplimiento normativo en el *senior management* tiene su origen en la controversia surgida en el grupo de expertos de CESR por la dificultad para encontrar una redacción de consenso en el asesoramiento técnico de CESR que respetase las diferentes estructuras de gobierno corporativo que conviven en la UE. No en vano existen jurisdicciones que admiten que una ESI no tenga un número mínimo de consejeros, por lo que la gestión de la empresa y su órgano de gobierno pueden ser varios directivos o un administrador único. El debate de los expertos del CESR concluyó con una solución de consenso. Que se encontró en una definición flexible de la estructura de gobierno corporativo de las ESI. Con esta redacción se permite que los órganos de gobierno puedan ser consejeros o directivos. En el caso concreto de los consejeros, se acepta que puedan existir de distintos niveles, es decir con funciones de consejero ejecutivo o no.

De forma complementaria a la definición de responsabilidades, el borrador de la nueva propuesta de Directiva de Nivel 2 trata sobre la figura de la persona responsable de velar por el cumplimiento normativo e informar al comité ejecutivo. Sin que en ningún caso limite que la responsabilidad última en el cumplimiento frente a terceros es el propio Comité Ejecutivo. Este órgano está a su vez obligado a dotar a la función de los medios adecuados y de una ubicación jerárquica que garantice su independencia.

En el curso de las reuniones del grupo de expertos se suscitó gran controversia en relación a la exigencia de «independencia» de dicha figura, por las distintas tradiciones regulatorias que coexisten en los países de la UE. Esta exigencia de «independencia» se entiende como una función que en ningún caso puede estar involucrada en las específicas de «negocio». CESR, en este punto concreto, aceptó la sugerencia de parte de la industria en el proceso de consulta pública. Ésta consistió en no excluir de la remuneración de la función de cumplimiento normativo los resultados globales de la ESI[2] .

Es por ello que la remuneración debe estar exclusivamente basada en su función de cumplimiento y no deberá comprometer su objetividad de quien o quienes desempeñen esta función. Por tanto, la redacción de la propuesta de Directiva de Nivel 2 recoge el método de pago de las personas encargadas de la función del cumplimiento normativo en base a no comprometer su objetividad. La obligatoriedad de esta figura implicará cambios en nuestra normativa, ya que hasta el momento en España no estaba regulada para las ESI, aunque en cierta medida la Unidad de Control regulada en la Norma 4.ª de la Circular 1/98, desempeñaba indirectamente estas funciones.

Función de control de riesgos y auditoría interna

El contenido es muy similar a de la Circular 1/98 de la CNMV «sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos». No introduce cambios sustanciales en el enfoque de la precitada circular, aunque adapta su contenido a la evolución experimentada por la actividad de las ESI en estos cerca de diez años. Esta adaptación a los tiempos es en si misma una mejora.

Como principal novedad se introduce el principio de regular las funciones de auditoría interna y las de control de riesgos como complementarias a la función de cumplimiento normativo. Estas tres funciones pueden ser realizadas por la misma persona o departamento e incluso ser subcontratadas. En este último supuesto deben aplicarse los requisitos definidos en genérico para la subcontratación de funciones. Todo ello sin que quede diluida la responsabilidad final del Comité Ejecutivo.

Es oportuno indicar, antes de cerrar el epígrafe, los cambios que sobre el particular se registraron a lo largo de los trabajos de asesoramiento del CESR. Si en un principio la propuesta del CESR mantenía un equilibrio entre las tres funciones el borrador de Directiva de Nivel 2 otorga más importancia a la primera. La decisión final sobre el control de riesgos y la auditoría interna se traslada a la discrecionalidad de cada regulador nacional. Éste lo hará atendiendo a la naturaleza, proporción y complejidad de la actividad empresarial de cada ESI. En este proceso considerará también la naturaleza y la gama de los servicios y de las actividades de inversión.

Subcontratación de servicios de inversión y de funciones operativas esenciales o importantes

El borrador de la Directiva de Nivel 2 establece una serie de requisitos mínimos para la subcontratación de servicios de inversión. Éstos son los mismos que se exigen para la subcontratación de funciones operativas esenciales o importantes. Estos requisitos determinan que la subcontratación:

· No exime a la ESI de sus obligaciones ante el supervisor ni ante sus clientes. Asimismo, no puede, en ningún caso, derivar en la delegación de las responsabilidades del *senior management*.
· No alterará las relaciones o las obligaciones de la empresa de inversión con respecto a sus clientes de conformidad con la Directiva 2004/39/CE.
· No debilitará las condiciones que debe cumplir la ESI para recibir y conservar la autorización de conformidad con el artículo 5 de la Directiva 2004/39/CE.
· No deberá suprimir o modificar ninguna de las restantes condiciones a las que se haya supeditado la autorización de la empresa.

2 El Standing Comitee 3 de IOSCO en un reciente trabajo sobre la figura de cumplimiento normativo, llega a la misma conclusión permitiendo que la remuneración de la función del cumplimiento normativo esté vinculada a la de la firma en su globalidad. Lo que no puede, en aras a mantener la independencia, es que la remuneración de dicha función esté vinculada a los resultados de un área en concreto.

La ESI debe tomar la debida diligencia a la hora de planificar, firmar el acuerdo, gestionar y finalizar la subcontratación. A estos efectos debe identificar, valorar, controlar y gestionar los riesgos inherentes a la subcontratación. También está obligada a adoptar las medidas necesarias que eviten o mitiguen la exposición a los riesgos operativos que pueda originarse de la subcontratación.

Adicionalmente se incorporó un estándar CESR (el 127), ya existente, que establece determinados requisitos, pero exclusivos a la subcontratación de la actividad de gestión de carteras. El estándar no sólo enfatiza la responsabilidad de la delegante, sino que requiere cierto estatus jurídico a la delegada, que deberá ser una entidad regulada.

Entre los requisitos para la subcontratación de la gestión de carteras fuera de la UE, también se ha incluido la obligatoriedad de firma previa de un acuerdo de cooperación e intercambio de información (MOU). Éste se formalizará entre las autoridades competentes de la ESI delegante y la entidad delegada. El proveedor de servicios deberá estar autorizado en su país de origen para prestar ese servicio y deberá estar sujeto a supervisión prudencial.

En el caso de que no se cumplan estas condiciones, las empresas de servicios de inversión podrán subcontratar los servicios de inversión a un proveedor de servicios establecido en un país tercero. Pero sólo en el caso de que la empresa dé notificación previa a su autoridad competente sobre el acuerdo de subcontratación y la autoridad competente no se oponga a ese acuerdo dentro de un plazo razonable, una vez recibida esa notificación.

Conflictos de interés

La regulación acerca de los conflictos de interés derivada de la MiFID y de la nueva Directiva de Nivel 2 es absolutamente novedosa en nuestra legislación. Los cambios se han introducido con el objetivo de establecer criterios para que las ESI mantengan medios organizativos y administrativos que les permitan identificar, prevenir, gestionar y/o informar en su caso acerca de los conflictos de interés. Se trata de obligaciones de carácter general aplicables a todo tipo de ESI, evitando estándares que no puedan ser de aplicación universal. De la misma manera, se ha eludido, realizar un catálogo de conflictos de interés, incidiendo en la responsabilidad de la ESI para su prevención y gestión.

· Tal y como se cita en la exposición de motivos del borrador de Directiva de Nivel 2, entre las circunstancias que deberían tratarse como posibles generadoras de conflicto de intereses deberían figurar los casos en que exista un conflicto de intereses entre la ESI y alguno de sus clientes. Este conflicto se debe entender, en el caso de la ESI, por parte de la propia entidad o por determinada persona o personas vinculadas a la misma. En el caso de los clientes, por el conflicto de la empresa con respecto a un cliente; o entre los diferentes intereses de dos o más de sus clientes, a quienes la ESI se debe por igual en cada caso. Es importante indicar que no es suficiente que la empresa genere un beneficio si no existe también un perjuicio para un cliente, o que un cliente a quien se deba la empresa, empiece a generar una ganancia o a evitar una pérdida si no existe una pérdida concomitante a otro cliente.

· Las ESI deben tratar de identificar y gestionar los conflictos de intereses que surjan en relación con sus diversas líneas de negocio siguiendo una política global de conflictos de intereses. Se indican como áreas de negocio especialmente sometidas a conflictos de interés, las actividades de elaboración de informes y asesoramiento en materia de inversión, la negociación por cuenta propia de la entidad, la gestión de carteras y la actividad financiera de la empresa, incluida la suscripción o la venta en una oferta de valores y el asesoramiento sobre fusiones y adquisiciones. En particular, esta atención especial resulta apropiada cuando la ESI o una persona directa o indirectamente vinculada al control de la misma lleva a cabo una combinación de más de una de estas actividades.

Por tanto, las ESI deben establecer por escrito, aplicar y mantener una política de gestión de conflictos de interés eficaz para identificar y gestionar los conflictos de interés que representen riesgo de daño para los intereses de los clientes. Si el conflicto de interés no puede evitarse, la fuente de dicho conflicto deberá ser revelada al cliente.

Conflictos de interés y análisis financiero

En el borrador de Directiva de Nivel 2 se dedican dos artículos específicos al tratamiento de conflictos de interés por la actividad de análisis financiero. Esta materia suscitó múltiples respuestas en el período de consulta pública por parte de la industria y de las asociaciones de consumidores. Los principios sobre conflictos de interés aplicados a los analistas estén basados en los de IOSCO y complementan a lo ya dispuesto en la Directiva de Abuso de Mercado 2003/6/CE.

El proyecto de texto legal citado en el párrafo anterior señala que se entenderá por análisis financiero el informe u otra información que recomiende o que sugiera una estrategia de inversión. Sea ésta de forma explícita o implícita y referente a uno o a varios instrumentos financieros o a emisores de instrumentos financieros. Se incluye también cualquier Dictamen sobre el valor actual o futuro o el precio de tales instrumentos. Esto se distingue claramente de lo que es el asesoramiento financiero.

Estos requisitos adicionales que se establecen en relación con los analistas se dirigen a salvaguardar la objetividad de los analistas. Ésta se consigue al dotarles de un grado apropiado de independencia frente al resto de las áreas de la empresa. De este modo, se establece que los analistas deben estar aislados de la influencia del personal de *corporate finance* y del personal encargado de ventas y de intermediación por cuenta de clientes. Este punto resultó ser uno de los que generó un debate más encendido en el seno del grupo de expertos que participaron en el asesoramiento del CESR. En el mismo existían dos posturas de difícil conciliación. La primera se decantaba por la exigencia de «murallas chinas» entre los analistas y el resto de las áreas de la ESI. La segunda defendía una única separación con el área de *corporate finance*, sin mayores precisiones. Es interesante indicar, como información complementaria, que el documento de IOSCO sobre el que se basan las medidas propuestas por el grupo de asesores del CESR establece la necesidad de murallas chinas alrededor de los analistas. Pero no precisa las áreas ante las cuales es preciso establecerlas.

Sistemas de protección de activos de clientes

La ausencia de armonización comunitaria sobre quiebras y derechos de propiedad ha dificultado el desarrollo de medidas de Nivel 2 que garanticen el cumplimiento del objetivo y principios del Nivel 1 en esta materia. Por ello, a lo largo del articulado relativo a esta materia se incide en la necesidad de que las ESI tengan en cuenta la disparidad de regímenes que conviven dentro y fuera de la UE. Éstos pueden ser determinantes en cuanto a sus responsabilidades frente al cliente y a los supervisores. De esta manera se intenta compatibilizar las normas nacionales relativas a insolvencia o a propiedad con dichos requisitos, siempre y cuando se respeten los principios de la MiFID.

El objetivo es la salvaguarda de los activos de clientes (efectivo, valores o cualquier instrumento financiero depositado en las ESI). La protección busca ser eficaz en casos de insolvencia o de acciones contra la ESI, legales o de otro tipo, que pongan en riesgo el ejercicio de los derechos de propiedad de los clientes sobre sus activos.

En este contexto, el depósito en efectivo o el subdepósito son aspectos que cobran una importancia especial en la protección de los activos de los clientes y así lo considera el texto de la nueva Directiva. El depósito de efectivo se permite en bancos centrales, entidades de crédito autorizadas o bien en *qualifying money market funds*, que cumplan unos requisitos específicos. En cuanto a la utilización de los instrumentos financieros de clientes, tanto si están como si no están en cuentas «ómnibus», se permite su utilización siempre que el cliente haya dado su consentimiento. El resto de instrumentos financieros pueden ser subdepositados bajo ciertas condiciones. La ESI es responsable de la correcta asignación de subdepositarios y deberá seleccionar con cuidado y diligencia al tercero depositario. El depositario debe ajustarse a su regulación específica. Sólo se pueden depositar instrumentos de clientes en terceros países que no regulan la actividad de depósito, en el caso de que sea necesario para la prestación del servicio o bien si el cliente profesional expresamente lo pide. En todo caso, la ESI deberá someterse anualmente a la revisión del cumplimiento de estas normas por parte

de auditores externos, informe que debe ser remitido al supervisor

Mantenimiento de registros

A diferencia del resto de los requisitos organizativos de las ESI del artículo 13 de la MiFID, los requisitos concretos de mantenimiento de órdenes han sido desarrollados por un Reglamento de Nivel 2.

Como principio básico, las ESI tienen la obligación registrar todas las órdenes de clientes, con independencia del canal a través del cual se hayan recibido. Además, los Estados miembros podrán establecer obligaciones adicionales relativas al mantenimiento de órdenes de clientes telefónicas o por medios electrónicos. Este punto fue el que más polémica suscitó en el seno del Grupo de Expertos de CESR. Finalmente se acordó que cada regulador tenga la posibilidad de eximir o no a las ESI de esta obligación.

Se establece de forma general el mantenimiento de registros por un período de cinco años. Este plazo mínimo podrá extenderse a petición del supervisor, como consecuencia de investigaciones en curso. Asimismo, los contratos con los clientes y los documentos acreditativos de los derechos y obligaciones de empresa y cliente deberán mantenerse a lo largo de la relación contractual. Por último es importante destacar que las autoridades competentes deberán redactar un lista indicativa de registros para ayudar a las empresas a evaluar cuáles deben mantener.

NORMAS DE PROTECCIÓN A INVERSORES

La DSI sirvió para dar los primeros pasos en la construcción de un mercado integrado de servicios financieros. Sin embargo, la falta de armonización de las normas de conducta europeas ha sido una de las causas fundamentales que han motivado la necesidad de adecuar la actual DSI a la constante evolución del entorno financiero. Las normas de conducta constituyen uno de los pilares principales de la protección del inversor. La MiFID regula los principios generales que han sido desarrollados sobre la base del asesoramiento de CESR en el citado borrador de Directiva de Nivel 2. Estas normas distinguen en su aplicación entre los clientes profesionales, particulares y contrapartes elegibles. Los dos primeros requieren protección en grado distinto y con distinta intensidad, mientras que el tercero ninguna. Asimismo, las normas de aplicación detalladas se aplicarán también de manera distinta a los servicios de inversión o auxiliares y a los distintos servicios (por ejemplo, gestión de cartera y ejecución de órdenes) e instrumentos.

La MiFID está inspirada en los principios y estándares de CESR[3] para la armonización de las normas de conducta relativas a la protección a inversores. Es por ello que el texto de la MiFID ya replica el contenido de algunos de estos estándares. En todo caso, al ser normas de protección a inversores, los desarrollos de Nivel 2 no incluyen medidas para la garantizar la integridad de los mercados. Éstas se han desarrollado en la Directiva de Abuso de Mercado (MAD).

Todas estas medidas preventivas de las ESI en su relación con los clientes giran en torno a dos principios generales:

· El establecimiento de procedimientos internos para evitar una indebida confluencia de intereses que redunde en perjuicio de los clientes.
· La puesta a disposición de los clientes de la información apropiada para que éstos puedan valorar oportunidades y riesgos, y tomar adecuadamente sus decisiones de inversión.

Los aspectos más complejos de estos desarrollos son:

· La definición de medidas proporcionadas que puedan ser de aplicación a todo tipo de ESI.
· La definición del tipo y de los contenidos de la información que debe proporcionarse a los clientes, especialmente, los inversores no profesionales.

Las medidas de Nivel 2 incorporan un grado de detalle razonable pero también un necesario grado de fle-

3 «A european regime of investor protection the harmonization of conduct of business rules», de abril de 2002, Ref.: CESR/01-014d para clientes particulares, y «A european regime of investor protection the professional and the counterparty re regimes», de junio de 2002, Ref: CESR/02-098b para clientes profesionales.

xibilidad. La aplicación práctica de estas medidas conllevará necesariamente una revisión caso por caso de situaciones particulares, porque las medidas no son de aplicación horizontal e idéntica. Los supervisores deberán calibrar hasta qué punto las actuaciones e información remitida por las ESI cumplen efectivamente los principios y objetivos de los Niveles 1 y 2.

Clasificación de clientes

Un aspecto muy novedoso en nuestra regulación es la necesaria distinción entre las normas de protección a inversores con carácter general y las normas de protección a inversores no profesionales, según la definición del Anexo II de la Directiva. El citado anexo de la MiFID distingue tres tipos de clientes, asimilando el grado de protección a su categoría. Como se ha indicado en la introducción de este capítulo al cliente minorista se le da protección plena, al profesional limitada y a la contraparte ninguna. Los criterios de clasificación que determina la nueva Directiva son: la experiencia inversora, los conocimientos, la capacidad financiera y el tener o no estatus de entidad regulada. Al establecerlos se ha buscado delimitar que el cliente minorista es todo aquel que no sea profesional.

La condición de cliente profesional es negociable en ciertos casos y automática en otros. La primera posibilidad se ciñe en torno a los clientes profesionales, que lo son «con carácter voluntario». Esto implica como paso previo que el cliente renuncie a su condición de minorista, algo que está sujeto a obligaciones formales. Al mismo tiempo, la ESI debe realizar una evaluación de las características del cliente que le ofrezca garantías razonables, a la vista de la naturaleza de las operaciones o de los servicios previstos. En el otro extremo, son para las ESI clientes profesionales automáticos: los Gobiernos, las organizaciones internacionales o supranacionales, las entidades reguladas, las grandes corporaciones empresariales que cumplan ciertos requisitos o los inversores institucionales cuya actividad principal se desarrolle en la operativa con instrumentos financieros o con valores cotizados.

Por otra parte, la MiFID propone que no se apliquen las normas de conducta previstas en las operaciones de las ESI con una «contraparte elegible». Esta definición incluye: a las entidades de crédito autorizadas, a las ESI y a las compañías de seguros. Queda también abierta la opción de que los estados miembros autoricen como tales a otras categorías de entidades domiciliadas en su ámbito. La Directiva establece como procedimiento básico la obligación por parte de la ESI de confirmar con la contraparte que acepta negociar sin las ventajas de la protección prevista en las normas de conducta. La ESI puede hacerlo con anterioridad o durante la realización de la operación. No obstante tener la consideración de «contraparte elegible» no merma el derecho de pedir que la ESI la trate como cliente y acogerse a la protección de las normas de conducta.

Para concluir este epígrafe indicar que el borrador de Directiva de Nivel 2 que las ESI deberán notificar a los clientes su clasificación. Adicionalmente están obligados a informarles sobre cualquier derecho que éste tenga de exigir una clasificación distinta y también sobre cualquier limitación que implique en cuanto a su protección. Esto para las ESI con supervisión española en origen implica una nueva obligación que deberán cumplir antes del 1 de noviembre de 2007.

Información imparcial, clara y no engañosa

El objetivo de la remisión de esta información es que el cliente pueda evaluar y entender razonablemente los riesgos inherentes a los productos y servicios ofrecidos, y de las condiciones en las que se realizarán los servicios.

Partiendo de este objetivo, el borrador de la nueva Directiva pone especial énfasis en la dirigida a los clientes particulares. Dentro de la misma se considera tanto la información operativa como las comunicaciones publicitarias. Se busca que la documentación remitida sea imparcial, clara y no engañosa, para lo que se establecen las siguientes condiciones:

· Debe ser exacta y no destacar los beneficios potenciales de una empresa de inversión o de instrumentos financieros sin informar de los riesgos inherentes.
· Debe presentarse de forma comprensible para el nivel medio del grupo a quien se dirige.

· No ocultará o minimizará asuntos o avisos importantes.

Asimismo, se establecen condiciones especiales en caso de que la información contenga comparativas entre servicios de inversión, instrumentos financieros u otros.

Es muy oportuno destacar en este epígrafe la especial sensibilidad mostrada con respecto a las comunicaciones publicitarias remitidas a los clientes. El borrador de Directiva de Nivel 2 establece exigencias para las comunicaciones publicitarias relacionadas con la obligación que figura en el artículo 19, apartado 2, de la MiFID. En la misma se fija el principio de que la información dirigida a clientes, incluidas las comunicaciones publicitarias, sea imparcial, clara y no engañosa.

Finalmente es necesario indicar que ninguna disposición del borrador de Directiva de Nivel 2 exige que las autoridades competentes aprueben el contenido y la forma de las comunicaciones publicitarias. Pero tampoco impide que lo hagan, en la medida en que una aprobación previa de este tipo sólo se base en el cumplimiento de los principios de imparcialidad, claridad y ánimo de no engañar establecido en la MiFID

Valoración de la idoneidad y conveniencia

Es un aspecto novedoso que implicará cambios en nuestra regulación, ya que hasta la fecha únicamente se contempla lo que se conoce como el «perfil inversor» que debe incorporarse en los contratos de gestión de cartera. La valoración de la idoneidad y competencia redunda en la protección al inversor. A partir del 1 de noviembre de 2007 las ESI están obligadas a obtener de los clientes o posibles clientes toda la información necesaria para disponer de una base razonable para creer que la operación específica que debe recomendarse o que debe realizarse responda a los objetivos de inversión del cliente. De esta información basada en el conocimiento del cliente, la ESI debe estar en posición de entender si puede asumir un determinado riesgo y que éste sea de tal naturaleza que el cliente cuente con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos de la operación o la gestión de su cartera. De este modo, las ESI deben evaluar si el servicio que se le va a prestar al cliente es «idóneo» para sus necesidades y circunstancias personales sobre la base de la información que éste le suministre.

El «test de idoneidad» deberá aplicarse a todos los clientes particulares en todos los servicios de inversión. El borrador de Directiva de Nivel 2 establece unos elementos mínimos que deben evaluarse a la hora de realizar el «test de idoneidad» completo. Éstos son:

· Los tipos de servicio, operaciones e instrumentos financieros con los que el cliente está familiarizado.
· La naturaleza, volumen y frecuencia de las operaciones del cliente en instrumentos financieros y el período en el que se han llevado a cabo.
· El nivel de educación y actividad profesional del cliente.

El «test de idoneidad completo» se aplicará cuando se vayan a realizar los servicios de gestión de carteras y el de asesoramiento, para el resto de los servicios se aplicará de forma parcial dado que únicamente hay que evaluar los conocimientos y experiencia del cliente.

Distinta es la situación cuando se trata de clientes profesionales. En este caso, las ESI podrán asumir que tiene la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implican los servicios de inversión, las operaciones o los productos ofrecidos. En esta relación no sería necesario el «test de idoneidad». Otra excepción al test es la que se da con los servicios de «sólo ejecución» (*execution only*) en los que la ESI no deberá evaluar la idoneidad, ni de forma completa, ni de forma parcial. Esta exención está sujeta a que el servicio se contrate sobre un instrumento «no complejo» (acciones admitidas a negociación en mercados regulados, participaciones en IIC, instrumentos del mercado monetario, etc.) y siempre a iniciativa del cliente. También la ESI deberá notificar al cliente que no va a evaluar la idoneidad de la operación.

En todo caso, la MiFID establece que si una ESI no consigue la información requerida de conformidad con su artículo 19, apartado 4, no podrá recomendar servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente.

Información a clientes o potenciales clientes previa a la prestación de servicios

El borrador de Directiva de Nivel 2 detalla los deberes iniciales de información de la ESI a sus clientes o posibles clientes, anteriores a la prestación de servicios de inversión. El objetivo es que dispongan de la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión. Estos deberes de información previa no están recogidos en nuestra regulación, lo que implicará por parte de las ESI que operan en España cargas adicionales, pero que redundará claramente en beneficio del inversor.

La información deberá ser siempre proporcionada a través de un medio duradero (*durable medium*) y con suficiente antelación antes de que el cliente se vincule a la ESI mediante acuerdo. El llegar al concepto de medio duradero suscitó gran polémica durante la redacción del asesoramiento CESR en el seno del grupo de expertos. Ésta se inició en la primera consulta pública cuando gran parte de la industria propuso la eliminación de la expresión inicial «por escrito» y que únicamente se exigiera que la información «esté disponible». Parte del grupo de expertos argumentaba que la entrega de documentos «por escrito» no significa necesariamente la entrega física de papel. Además este requisito es consistente con la definición de «medio duradero» establecida en la Directiva de Venta a Distancia de Servicios Financieros (DMD). Es decir, se aceptan archivos extraídos de una página web que puedan ser almacenados y reproducidos en papel por los clientes. Lo que no se admite es que la información se facilite a los clientes exclusivamente de forma verbal. Tampoco la información de una página web que sea objeto de actualizaciones posteriores, que eliminen el rastro histórico de los sucesivos contenidos. Finalmente, el grupo aceptó que se mantuviera la consistencia con la DMD.

Este punto fue objeto también de debate, debido al concepto de entrega, ya que algunas delegaciones presentes en el grupo de expertos de CESR propusieron que no se requiriera siempre la entrega a clientes. Al hacerlo defendieron que la puesta a disposición de información se considerara también como válida. Como resultado de estas diferencias el Nivel 2 utiliza la palabra «proporcionar», que implica mayor flexibilidad que la palabra «entrega».

Finalmente resaltar la especial sensibilidad con la que se busca intensificar la protección a los clientes particulares. Estos deberán recibir la siguiente información:

· Información general sobre la ESI y los servicios que presta. Si se trata de gestión de carteras, se incluyen una serie de informaciones específicas.
· Descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros. Teniendo en cuenta, en especial, la clasificación del cliente como minorista o profesional. En caso de que la ESI tenga depositados instrumentos financieros de clientes, estará obligada a suministrarles información adicional.
· Información sobre los gastos y costes asociados a los servicios prestados por la ESI.

Ninguno de los requisitos de información propuestos están sujetos ni a autorización, ni a verificación previa, ni a registro y publicidad por parte de la autoridad competente, a excepción de los folletos sobre emisiones o UCIT que no forman parte del ámbito de la MiFID.

Contratos con los clientes

Los contratos con los clientes fue uno de los puntos más debatidos. En la primera versión del asesoramiento de CESR sometido a consulta pública se establecían unos requisitos mínimos que debían recoger los contratos con los clientes relativos a todos los servicios de inversión. No obstante, tras la primera consulta pública la industria lo consideró excesivo y puso de manifiesto que en algunos casos se producían solapamientos con el contenido de la información a facilitar a clientes con carácter previo a la prestación del servicio (art 19.3 MiFID). Tras esta consulta pública y un amplio debate en el seno del grupo de expertos se simplificaron determinados aspectos y requisitos.

Finalmente el borrador de Directiva de Nivel 2 exige la celebración de contrato para todos los clientes nuevos y para todos los servicios de inversión con la excepción del asesoramiento. No se establece contenido mínimo, sino que traslada la responsabilidad a la legislación nacional contractual, que es soberana y no está armonizada.

Información a clientes una vez realizada la prestación de servicios

El borrador de Directiva establece una serie de obligaciones para las ESI una vez hayan realizado una orden distinta de la de gestión de cartera, entre ellas, deben proporcionar rápidamente al cliente, en soporte duradero, la información esencial referente a la ejecución de la orden. Si el cliente fuera minorista la ESI tendrá de plazo un día hábil para confirmar la operación a dicho cliente.

Cuando el servicio prestado es el de gestión de carteras, los requerimientos de información al cliente son superiores (estados periódicos en soporte duradero). Especialmente en el caso de clientes particulares, donde la periodicidad de estos estados se acorta sensiblemente. Esto no supone una gran diferencia respecto a nuestra regulación actual, en cuanto a obligaciones de reportar en gestión de carteras, por lo que las ESI supervisadas en España no encontrarán en este punto cargas adicionales, sino meras adaptaciones a la nueva norma.

LOS PROCESOS DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES

Francisco Álvarez Molina

PRESIDENTE DE ÉTICA SOLUCIONES FINANCIERAS

PRÓLOGO

Aunque parece conveniente acudir al diccionario de la Real Academia Española para entender el significado de la palabra «integrar», creo que es profesional aceptar que, cuando esta palabra se refiere al sector financiero-bursátil, su interpretación puede ser objeto de percepciones diversas y variadas. Es algo parecido a lo que ocurre en el mismo sector con la palabra fusión que algunas veces es en realidad una infusión, otras una difusión y la mayoría de las veces una confusión.

El diccionario de la RAE dice que integración es «la acción y efecto de integrar o de integrarse». Si buscamos «integrarse», el diccionario indicará que la palabra no existe, y si buscamos «integrar» encontraremos tres acepciones: Constituir un todo, completar un todo con las partes que faltaban, y hacer que alguien, o algo, pase a formar parte de un todo. La duda que a mí me surge con los mercados financieros es la de saber si en la constitución del «todo», o cuando se completa el «todo» con las partes, el «alguien o algo» que se integra puede seguir existiendo.

Pido disculpas a los que crean que voy a tratar el tema desde el punto de vista lingüístico porque no es el caso, pero me ha parecido necesario empezar por esta aclaración porque, como tendremos ocasión de comprobar tras la lectura de las líneas que siguen, se ha generado mucha confusión en torno a los procesos de integración de los mercados bursátiles.

Otro aspecto que es necesario aclarar antes de abordar el tema principal de este capítulo es el de la palabra «Bolsa», término que se utiliza sin ton ni son para designar dos cosas que, estando estrechadamente ligadas, son diferentes: la empresa Bolsa y el mercado bursátil. Desde que los Agentes de Cambio y Bolsa desaparecieron en España, allá por los años noventa del siglo pasado, una Bolsa es una sociedad anónima, una empresa de servicios financieros privada que, entre sus muchas funciones, tiene la responsabilidad de gestionar el, o los, mercado(s) bursátil(es), dependiendo de las estructuras existentes en cada país... y un mercado es un conjunto de actores que hacen que el mercado exista. En el caso del mercado bursátil, esos actores son, por orden de importancia, las empresas, los inversores, los intermediarios financieros y el Gobierno.

La estructura bursátil española es un excelente ejemplo que justifica la necesidad de aclarar conceptos para saber de lo que estamos hablando. Podemos constatar que se utilizan los términos «Bolsa española» para designar al Mercado Continuo, que no es una Bolsa, es un mercado que pertenece a las cuatro bolsas españolas, y dentro del Mercado Continuo nos encontramos con ciertos segmentos del mismo (Latibex, Nuevo Mercado, Mercado Alternativo, Mercado de fondos, etc.) donde algunos de ellos se pueden considerar «minibolsas». También se utilizan los términos «Bolsa española» cuando se habla de BME, el *holding* de Bolsas y Mercados Españoles que agrupa tanto a las cuatro bolsas

españolas como al mercado de derivados Meff, a AIAF-SENAF y a Iberclear, siendo esta última sociedad una empresa dedicada a la compensanción-liquidación...

Por último me parece básico tener in mente que se empieza a hablar de integración a partir del momento en el que las bolsas toman la decisión de sumarse al carro de la extraordinaria revolución tecnológica que vive nuestra sociedad desde los años setenta del siglo pasado. La informatización de los procesos bursátiles ha sido la responsable de que se haya perdido la noción de lugar físico de negociación (los famosos «corros», la negociación a viva voz, que algunos siguen empeñados en hacer creer que existe porque todavía, aunque por poco tiempo, podemos ver el bullicio existente en el parquet de la Bolsa de Nueva York). Hoy en día los ordenadores que gestionan las órdenes de los diferentes mercados bursátiles podrían estar instalados en la Luna... y todo seguiría funcionando igual... o mejor, porque resolvería uno de los principales problemas que ha ralentizado, o impedido, las integraciones bursátiles: el lugar físico donde se iba a ubicar la sede de la nueva Bolsa integrada. Dicho esto, me parece importante señalar que la tecnología ha generado también confusión entre las herramientas que han permitido flexibilizar, agilizar y mejorar el funcionamiento de los mercados bursátiles, y el conjunto de funciones que una Bolsa tiene y que necesitan servicios de proximidad, es decir estar físicamente cerca de los empresarios y de los inversores. Una orden de Bolsa puede llegar sin problemas a un ordenador ubicado en la Luna y confrontarse con otras para determinar si se puede encontrar contrapartida, pero un empresario interesado en saber si la Bolsa es una buena solución para su empresa no obtendrá respuesta del ordenador selénico, como tampoco la obtendrán los inversores que, a pesar de poder utilizar Internet, quieren «ver» al asesor que gestiona su cuenta de valores. Desarrollaremos estos aspectos en las próximas páginas.

Antes de empezar la descripción de lo que para mí es una apasionante época bursátil que participa, como no podía ser de otra forma, en la rápida transformación de los servicios financieros, quiero pedir disculpas al lector por la profusión de siglas y nombres de entidades que resulta difícil obviar cuando se quiere ser objetivo.

INTRODUCCIÓN

El tema de la integración de las bolsas, particularmente en Europa, no es nuevo, puesto que desde el *big bang* de la Bolsa de Londres en 1986, ya hubo expertos que pronosticaron la desaparición de la mayoría de las demás Bolsas europeas, y otros que defendían el lema «fusionar o morir». Veinte años después podemos afirmar que todos se han equivocado, porque no solamente las bolsas europeas que existían siguen existiendo, sino que además de las nuevas que se crearon en la Europa del Este, y tras un pequeño período de adaptación, todas han recuperado parte del negocio que se marchó a Londres y se crearon nuevos mercados como fueron, por citar algunos, TRADEPOINT y AIM en Inglaterra, NOUVEAU MARCHE y Alternext en Francia y Bélgica, NEUER MARKT en Alemania, NMAX en Holanda, y EASDAQ en Bruselas, como mercado federal europeo.

ETAPA 1. EL ACUERDO DE COLABORACIÓN ENTRE LONDRES Y FRÁNCFORT EN 1998

En 1998 la fiebre del euro volvió a dar nuevas alas a los «jíbaros bursátiles» y a los que, por pereza mental o falta de conocimiento, les hicieron eco. La temperatura subió particularmente en España, demostrando una vez más que nuestra gran enfermedad es hablar sin conocer el tema del que hablamos. Como prueba de ello, es edificante leer lo que se escribió o declaró en nuestro país sobre la necesaria unión o fusión de las bolsas europeas, incluyendo editoriales de prestigiosos diarios, todo ello alentado también por el anuncio de la posible colaboración que los directores generales de las bolsas de Fráncfort y de Londres firmaron en Julio de 1998.

En primer lugar, parece evidente que, por un mínimo respeto hacía la lengua, los términos unión y fusión no se puedan utilizar como si fuesen sinónimos. No lo son, y en los argumentos del falso debate que consistía en estar a favor o en contra de la existencia de cuatro bolsas en España, o de treinta y dos en Europa, la distinción es capital. En segundo lugar, se mezclaron los conceptos de Bolsa y de Mercado, lo que automáticamente implicó que los pseudo razonamientos expues-

tos no fuesen consecuentes (recordemos, por ejemplo, que una Bolsa puede gestionar varios mercados).

En tercer lugar, para justificar que tenían razón, nuestros expertos nacionales hacían referencia a Londres o a la reorganización bursátil alemana que dio lugar a la creación de la Deutsche Börse. ¿Sabían de qué hablaban? Evidentemente no. En la City existían una variedad de mercados y de organizaciones bursátiles que no representaban ni remotamente un ejemplo de unificación (a TRADEPOINT y al AIM había que añadirles como mínimo el LIFFE, la crisis que provocó el proyecto SEQUENCE, que se saldó con la dimisión del entonces director general del LSE, o el fiasco del proyecto Taurus, reemplazado por Crest, en lo que concierne a la compensación-liquidación). Con respecto a la Deutsche Börse, es cierto que se creó una empresa *holding* que abarcó todos los mercados alemanes, pero en lo que concierne estrictamente a las bolsas alemanas, *el modelo aplicado entonces, fue similar al que se adoptó en España en 1989*, cuando se creó Sociedad de Bolsas para gestionar el Mercado Continuo. ¿Conocían nuestros expertos cómo estaba conformada Sociedad de Bolsas? ¿Sabían que el Mercado Continuo era nacional, que al mismo accedían de una forma igualitaria los miembros de las cuatro bolsas españolas y que en él se fijaba un solo precio para las empresas más importantes de nuestro país? ¿Sabían si las bolsas alemanas habían desaparecido? No, no lo sabían, porque si lo hubiesen sabido, no hubiesen dicho las sandeces que dijeron. Los alemanes nos imitaron, y me parece muy bien, porque el modelo de las bolsas españolas (hablo de bolsas, no de mercados) era el paradigma de lo que podía ocurrir en Europa con la puesta en marcha del euro.

Según lo publicado por *Expansión* el 16 de julio de 1997, en un artículo que llevaba por título «Bolsa grande, ande o no ande», el señor Rolf Breuer (el entonces presidente del Deutsche Bank y del Consejo Superior de la Deutsche Börse) declaró en Fráncfort que en la Europa del euro no había lugar para, ni la necesidad de, treinta y dos bolsas y veintitrés mercados de futuros (y tomo esta distinción porque la utilizó el señor Breuer, ya que considero que los mercados de futuros son bolsas que negocian instrumentos financieros diferentes)... Los mismos propósitos fueron repetidos en julio de 1998. Si estas declaraciones eran ciertas, habría que haberle preguntado al señor Breuer por qué la creación de la Deutsche Börse no hizo desaparecer las bolsas alemanas, por qué creó el NEUER MARKT, por qué se asoció al EURO.NM, y en este aspecto a las bolsas de París y de Zurich, sin «fusionarse», por qué la posible colaboración con Londres, que, si llega a ser realidad hubiese dado lugar a un mercado de valores europeos suplementario, no hacía desaparecer la Deutsche Börse, por qué... ¿No sería porque pensaba que el lema «haz lo que yo diga, pero no lo que yo hago» aún funcionaba para las personas con mentes de corto alcance?. Estoy de acuerdo con él, como lo estoy con los dirigentes de las bolsas de Londres, París, o de cualquier bolsa, cuando defienden sus mercados y aplican las estrategias oportunas para conservar el liderazgo en Europa. Convencer, para que las otras bolsas europeas piensen que pueden desaparecer, era una de esas estrategias. Este tipo de declaraciones me hace recordar un chiste que me contó hace tiempo un ex presidente de la Bolsa de Nueva York y que ilustra el sueño dorado de todo directivo bursátil:

«Dios convoca en reunión urgente al presidente de EE.UU., al presidente de Rusia y al presidente de la Bolsa de Nueva York, para comunicarles que en el mundo se han alcanzado cotas de injusticia insoportables y que ha llegado la hora del juicio final. Les encarga a los tres ser los mensajeros en la Tierra para anunciar que una semana después todo se terminará. El presidente ruso convoca una conferencia de prensa y comunica que tiene dos noticias malísimas: la primera es que Dios existe, que él lo ha visto y que el comunismo se había equivocado al negar su existencia; la segunda es que el mundo desaparecerá una semana después. El presidente americano hace lo mismo, pero indicando que tiene una buena noticia y una mala: la buena es que Dios existe y que las personas como él, habían acertado en sus creencias religiosas; la mala es que a pesar de ello el mundo desaparecerá una semana después. El presidente del NYSE está supereufórico cuando convoca su conferencia de prensa y anuncia que tiene dos excelentes noticias: la primera es que él ha sido, conjuntamente con los presidentes de EE.UU. y de Rusia, el único presidente de una Bolsa convocado para una reunión con Dios; la segunda es que una semana después el NASDAQ, el AMEX, el CBOT y el CME desaparecerán».

Para volver al tema central que nos ocupa en este capítulo, es necesario abordar con más detalle la noticia bursátil más impactante de los nueve primeros meses del año 1998. Al leer y contrastar todo lo que se escribió y comentó en los medios de comunicación internacionales sobre la firma de un protocolo de intenciones entre las bolsas de Londres y de Fráncfort, los españoles fuimos una vez más los que parecíamos más «enterados». El contenido de algunos artículos hizo pensar que el protocolo de intenciones lo habíamos escrito nosotros, y que los señores Casey y Seiffert, entonces respectivos directores generales de ambas bolsas, sólo habían tenido que firmarlo. Había que saber que el documento que se firmó no fue un acuerdo de fusión o de creación de una Bolsa europea «única», como se dijo y repitió con profusión en nuestro país. Este tipo de documento, que se utiliza muy habitualmente cuando se quieren analizar posibilidades de colaboración entre empresas, recibe en inglés el nombre de *Memorandum of Understanding*, que podríamos traducir libremente por «Lista de principios sobre los cuales vamos a empezar a discutir para ver si podemos ponernos de acuerdo». Entre estos principios, destacaba como tema importante el estudio de la creación de un mercado donde podrían ser cotizadas trescientas empresas europeas y en el que podrían negociar conjuntamente los intermediarios-miembros de las bolsas de Londres y de Fráncfort.

No se trataba pues de la desaparición de estas bolsas para crear una «fusionada», se trataba de crear un nuevo mercado compartido, de valores europeos, además de los que ya existían. Sólo algunos inconsecuentes podían pensar que las empresas alemanas e inglesas cotizadas que no se encontraban entre las trescientas elegidas iban a desaparecer de sus bolsas, o que las bolsas de Londres y de Fráncfort iban a cerrar sus puertas a empresas que querían ser admitidas, aunque no tuviesen el perfil requerido para estar entre las trescientas. Por otro lado, la intención de los principios acordados era la de proponer a las otras bolsas europeas que formasen parte del proyecto. El día 23 de julio de 1998 el Sr. Breuer declaraba en el diario económico *Financial Times*: «Estoy convencido de que esta nueva plataforma de negociación de valores europeos tiene todo su sentido si las demás bolsas europeas participan en ella»...

Hay que saber también que los protocolos de intenciones entre bolsas han existido por docenas, y que muchos de ellos, después de haber analizado en profundidad lo que sería necesario hacer para llevarlos a cabo, terminaron en la papelera. No pretendo en ningún momento minimizar la importancia que tenía para el entorno bursátil europeo el anuncio realizado por Londres y Fráncfort, pero sí situarlo al nivel que le corresponde y aclarar conceptos.

Un aspecto que me parece relevante de estos inicios de integración de mercados europeos es que Londres reconoció que ya no era «la Bolsa» europea, sino que era necesario analizar la asociación con otras bolsas del continente para construir mercados conjuntamente. Esto si que era novedoso, y muy pocos comentaristas se hicieron eco de ello.

En lo que respectaba a las bolsas españolas, no era necesario alarmarse en esos momentos, aunque había que estar en constante alerta. En primer lugar teníamos desde 1990 el Mercado Continuo, lo que quiere decir que habíamos adquirido experiencia, con toda modestia, en participar en mercados bursátiles compartidos, y al mismo tiempo gestionar nuestros propios mercados regionales. No había que tener ningún rubor, ni sentir ninguna superioridad, en hacer saber que la estructura bursátil española era la única europea que se parecía como dos gotas de agua a la propuesta angloalemana, es decir, «pongamos en una misma plataforma de negociación las empresas más relevantes de la economía que comparte una misma moneda, y sigamos dando servicio a las empresas que hoy no tienen la talla, pero que necesitan sus bolsas nacionales (o regionales) para financiarse, crecer, y pretender tener dicha talla mañana». En algo teníamos que ser innovadores, ¿no?

En segundo lugar, el interés que debíamos tener para potenciar la creación de un mercado europeo de referencia, al lado de los mercados nacionales y regionales, estaba alentado por la Unión Europea, cuyos dirigentes consideraban que necesitábamos mercados bursátiles adaptados a las diferentes tallas de empresas para adecuar los servicios. Por ello apoyaban también las creaciones de mercados específicos dedicados a empresas medianas y pequeñas con perfil de alto crecimiento. Hay que señalar que en este aspecto las bolsas de Amsterdam, Bruselas, Fráncfort y París habían llegado a un acuerdo para interconectar sus nuevos mercados de PYMES, acuerdo, que dicho sea de paso, también se inició con un *Memorandum of Understanding* y que tardó tres años en concretizarse.

No debemos obviar el hacer referencia a algunas dificultades que conllevaba el anuncio del *Memorandum of Undertanding* que firmaron las bolsas de Fráncfort y de Londres en julio de 1998 que, aunque tenían soluciones, predeterminaban arduas y largas reuniones, muchas de ellas con temas que no podían ser resueltos por las propias instituciones bursátiles.

Lo fácil era disponer de una plataforma electrónica de negociación compartida (hemos indicado que ya existía en España), pero:

· ¿Se iba a utilizar el euro o la libra esterlina en este mercado? Recordemos que Inglaterra no formaba parte de los once países que estrenaron el euro.
· ¿Qué Comisión Nacional de Valores se iba a ocupar de este mercado? ¿La inglesa? ¿La alemana? ¿Una nueva? ¿Bajo qué reglamento europeo?
· ¿Dónde y qué entidad se iba a ocupar de la liquidación-compensación?
· ¿Era aceptable que inversores de dos países europeos accediesen a un mercado compartido teniendo condiciones fiscales e impositivas diferentes? Si no se armonizaban dichas condiciones, ¿no había riesgo de que una de las dos bolsas se llevase todo el negocio?

Durante 1999 tuvimos ocasión de conocer con más detalle la evolución de este importante proyecto, y las probables incorporaciones de otras bolsas. Mientras tanto, había que evitar las elucubraciones y no dejarse llevar por los «expertos» de reacción rápida, que «disparaban más rápido que sus sombras».

Para terminar esta etapa, imagino que los que apoyándose en la moneda única vaticinaban *una* sola Bolsa en Europa, también querían *un* solo banco, *una* sola compañía de seguros, *un*..., es decir volver a crear los monopolios que la integración en la Unión Europea estaba destruyendo...

ETAPA 2. ALIANZAS Y OTROS INTENTOS DE INTEGRACIÓN

La realidad fue que el *Memorandum of Understanding* firmado en 1998 por las bolsas de Fracfort y Londres dio lugar a una rápida reacción de las otras bolsas europeas, particularmente en el seno de la federación que las asocia. Para los que lo hayan olvidado me parece útil recordar que en noviembre de 1999 se firmó en Madrid una alianza entre las principales bolsas europeas cuyo objetivo no era otro que el de construir una plataforma informática de negociación que, al estar interconectada, permitiese tener un acceso único a todos los mercados firmantes de la alianza, dando así a los inversores una sensación de acceder a un solo mercado. A costa de ser pesado quiero indicar que esa estructura era la que existía en España desde 1990 cuando se creó el Mercado Continuo. En esa alianza estaban presentes, para sorpresa de muchos, Fráncfort, Londres... y París. Posteriormente a la firma de la alianza se constituyeron diferentes equipos de trabajo que empezaron a abordar las áreas que era necesario uniformizar antes de que la interconexión técnica fuese una realidad.

La adopción del euro como moneda única de cotización de precios el 1 de enero de 1999, la firma en Madrid de la alianza y la creación de los grupos de trabajo que iban anunciando alguna que otra decisión (armonización del calendario bursátil, procesos similares de las subastas en apertura y cierre, mecanismos idénticos para suspender la cotización de los valores en función de la volatilidad, etc.), hicieron pensar que todo estaba prácticamente resuelto, pero el anuncio de la creación de Euronext (integración de las bolsas de Amsterdam, Bruselas y París, a las que luego se unió Lisboa) y el proyecto posterior, esta vez sí de fusión, entre las bolsas de Londres y de Fráncfort (o viceversa), conocido por las siglas iX (**i**nternational e**X**change) y anunciado en mayo de 2000, dio lugar a proyectar una sombra de incredulidad sobre los fundamentos de la alianza a la que hago referencia con anterioridad, máxime cuando las bolsas de Madrid y de Milán declararon su intención de sumarse al proyecto iX en el momento en el que Londres y Fráncfort lo considerasen apropiado. ¿Con qué mimbres se iba a construir la tan traída y llevada bolsa Europea? ¿Con la alianza firmada en Madrid, con Euronext o con iX? En todo caso, no con los mimbres de la alianza, de la que a partir de entonces nada más se supo.

Pero la gran sorpresa estaba aún por llegar: OM, empresa sueca de origen tecnológico que se había especializado en mercados de derivados y que había adquirido la bolsa de Estocolmo, lanzó una opa sobre la Bolsa de Londres que, aunque no se coronó con éxito, hizo

fracasar el proyecto iX. La baraja del entorno bursátil europeo había cambiado totalmente desde el mes de noviembre de 1999 y era necesario volver a distribuir las cartas.

Otros eventos

Durante el año 2001 se producen tres acontecimientos relevantes. El primero es que la Unión Europea crea una comisión presidida por el Sr. Lamfalussy cuyo objetivo es analizar la situación de los mercados bursátiles europeos y proponer las medidas adecuadas, a todos los niveles, que permitan acelerar su integración. Respetado lector, ¿sabe usted lo que ha pasado con las proposiciones de esta comisión con respecto a la integración? Yo no. Se anunciaron algunas de ellas, pero aparentemente el Consejo Europeo y el Ecofín, que reúne a los ministros de finanzas de la Unión Europea, consideraron que no se habían tenido en cuenta sus respectivas atribuciones y que era necesario reconsiderar algunas de las medidas propuestas.

El segundo acontecimiento es el anuncio de la creación en España de una empresa *holding* cuyo objetivo es reagrupar a los mercados de renta variable, de derivados, de renta fija y de deuda pública, así como a las entidades que ofrecen servicios de compensación y de liquidación. La idea era brillante y necesaria, porque aunque los alemanes y los franceses se nos adelantaron en este aspecto de integración multimercados unos años antes, la creación del Mercado Continuo español en 1990 será siempre una referencia en Europa, dado que fuimos el primer país que había sido capaz de crear una plataforma única de negociación compartida entre varias bolsas, experiencia que podía haber sido perfectamente utilizada como ejemplo práctico de lo que la alianza firmada en Madrid pretendía en 1999.

El tercer acontecimiento es la opa, esta vez con éxito, que realizó Euronext sobre el Liffe, el mercado de derivados londinense que algunos consideran como el más importante de Europa. No es necesario entrar en consideraciones de liderazgo para admitir que la compra de Liffe por Euronext es una de las operaciones más espectaculares que han podido realizarse estos últimos tiempos en el tablero del ajedrez bursátil europeo. Si a los que hemos vivido el auge de la City entre los años 1970 y 1980 alguien nos hubiese dicho durante esos años que eso iba a pasar, le hubiésemos tomado automáticamente por un loco. No es extraño que el tema fuese tratado en el parlamento inglés y que Jean François Théodore, presidente entonces de Euronext, se convirtiese, según la prensa internacional, en el principal jugador de la partida por el dominio de los mercados de valores europeos.

¿Qué podría pasar después?

Sinceramente no era fácil predecirlo. La realidad era que el único proyecto de integración que había avanzado había sido el de Euronext, porque además de haber integrado inicialmente a Amsterdam, a Bruselas y a París, había añadido a Lisboa y a Oporto, extendiendo más tarde su red hasta la plaza londinense. ¿Qué hicieron mientras tanto la Deutsche Börse y el London Stock Exchange? Algo estaban pensando, pero ¿con quién y cómo?

Hay que reconocer que el año 2001 tuvo unos ingredientes particulares para todas las bolsas mundiales que, con toda seguridad, impactaron en los diferentes proyectos de posibles alianzas, fusiones o adquisiciones. En todo caso, los ralentizó y se comprende, pero Euronext, curiosamente, siguió con su plan estratégico, que quizá consistía, en su última etapa, en convencer a la Bolsa de Londres para que finalmente formase parte del único proyecto bursátil europeo que desde su anuncio se estaba haciendo. Lo que también hay que resaltar es que en el plan de integración de Euronext no sólo se abordaba la parte de negociación de la renta variable o de la renta fija, si no también todo lo relativo a los mercados de derivados, a la compensación y a la liquidación, por lo que había que seguir con interés los pasos que iba dando Euronext. Por eso el formato que se adoptó para la construcción de la empresa *holding* bursátil en España era el correcto.

ETAPA 3. LAS BOLSAS EMPIEZAN A COTIZAR EN BOLSA

Puede parecer curioso, pero las bolsas, que se habían transformado en sociedades anónimas desde hacía más de diez años, seguían animando a otras sociedades anó-

nimas para que entrasen en Bolsa... pero ellas no lo hacían, aplicando de alguna forma el ya citado «haz lo que yo digo pero no lo que yo hago». El año 2001 marca un cambio de tendencia, aunque en el 2000 ya se había iniciado el proceso.

Hablando de salidas a bolsa, considero que la realizada por la Deustche Börse no tuvo el eco que se merecía, ni creo que se analizaron todas sus consecuencias. Recordemos lo ocurrido con Londres, que después de Estocolmo fue la segunda Bolsa europea que decidió poner sus acciones a disposición del público y es fácil recordar el impacto mediático que se generó, aunque hay que admitir que en ello contribuyó muy mucho la ya famosa opa de OM. La Deustche Börse no podía quedarse con el amargo sabor del fracaso de iX. Lo mismo ocurrió con la Bolsa de Londres, que aprovechó los últimos eventos para reorganizarse y reflexionar sobre su futuro, del que no había que descartar nada, ni la aproximación a Euronext, ni el lanzamiento de una nueva plataforma con el Nasdaq (atención a esta colaboración que fue germen de lo que podría ocurrir más tarde), ni la puesta en marcha de un nuevo proyecto con algunas bolsas europeas que aún «iban por libre». Con respecto al Nasdaq, tenemos que recordar también su participación en el proyecto iX, plataforma ideal para alcanzar el sueño dorado que sus dirigentes tenían, y tienen, desde hace dos décadas para instalarse en Europa y ganar definitivamente su personal batalla contra la bolsa de Nueva York. Adquirió la mayoría accionarial del Easdaq, pero desde mi punto de vista se trataba simplemente de una maniobra para engañar al enemigo, como se demostró más tarde. El Nasdaq sabía, y sabe perfectamente, que la verdadera vía para tener éxito en Europa era y es participar en proyectos con bolsas europeas y no con mercados, como el Easdaq, que terminó desapareciendo.

Euronext, que no podía quedarse atrás, salió también a Bolsa a finales de 2001, demostrando de una forma clara que se preparaba a continuar su proyecto de extender su influencia utilizando nuevos métodos.

En esta preparación estratégica no podemos olvidar a la Bolsa de Nueva York y a su proyecto Global Equity Markets (GEM) que incluía a Euronext y a seis bolsas más de otros continentes. Varias reuniones del GEM tuvieron lugar en 2001, y las relaciones que se establecieron entonces, aunque no dieron resultados en el momento, fueron desde mi punto de vista muy importantes y quizá germen de lo que podamos vivir en los próximos años en el devenir de las estructuras bursátiles mundiales.

La lectura de lo anteriormente expuesto, voluntariamente diversa y detallada, muestra claramente que nuestra aldea financiera, en los aspectos bursátiles, estaba muy lejos de haberse calmado. Sólo había que tener paciencia para saber, unos años después, cómo se podía configurar la estructura de los mercados europeos... y mundiales.

ETAPA 4. LA VERTICALIDAD DE LO HORIZONTAL

Debido a la fuerte crisis que los mercados bursátiles inician en el 2001, tras el 11-S hasta prácticamente el año 2004, el tema de las integraciones bursátiles pasa a segundo plano, aunque cada uno de los actores principales sigue preparándose. Se abre en ese interregno un curioso debate sobre lo que podría ser la mejor estructura de la Bolsa europea... ¿Debía ser vertical u horizontal? La pregunta puede parecer un enigma, respetado lector, pero estaba simplemente inspirada por una serie de comentarios que pude escuchar, así como por algún que otro artículo que pude leer, en lo relativo a los diferentes modelos de integración de los mercados bursátiles europeos.

Para el que no tenga tiempo, o no le interese leer este apartado hasta el final, me permito darle la conclusión: los que hablaban de horizontalidad o de verticalidad de las estructuras bursátiles europeas, aunque sonaba de maravilla, no sabían de lo que hablaban.

Los modelos

Al parecer, el debate sobre los pseudo modelos de los posibles mercados financieros europeos venía provocado por la estructura adoptada por Euronext, denominada «modelo francés» u horizontal, y la adoptada por la Deutsche Börse, denominada «modelo alemán» o vertical. Los que se enzarzaron en este debate se habían olvidado de los que afirman que la posición horizontal o vertical de un objeto depende del

contexto y de la perspectiva espacial que cada cual puede tener según como esté situado con respecto al objeto...

Seamos serios y vayamos a las descripciones para ser precisos. Se decía, y se afirmaba con rotundidad, que el modelo bursátil francés para Europa integraba las mismas actividades de diferentes países, es decir que horizontalmente se aglutinaban en un primer nivel los mecanismos de negociación de los mercados de renta variable, de renta fija y de los derivados; a las empresas de compensación en un segundo nivel, y finalmente a las de liquidación en un tercero. Se continuaba diciendo que el modelo alemán era completamente diferente, es decir que lo que se hacía era agrupar en cada país las actividades de negociación de los mercados con las actividades de compensación y de liquidación para después integrar estas estructuras verticales entre diferentes países. ¡Nada más lejos de la realidad de dos estructuras *holding* que eran similares y a las que sólo diferenciaba la estrategia de integración!. Una simple ojeada a las estructuras de Euronext o de la Deustche Börse ponía de manifiesto la ignorancia de los que esto describían.

Primero se permitían comparar churras con merinas, porque desde entonces hasta hoy la Deustche Börse es una empresa estrictamente alemana que jurídicamente desarrolla su estrategia desde un único país, mientras que Euronext era una empresa multinacional, aunque jurídicamente holandesa, que agrupaba y agrupa a cinco países europeos. Por otro lado, la composición accionarial que da lugar a la propiedad de diferentes empresas en el seno de un mismo grupo no tiene estrictamente nada que ver con ninguna estrategia horizontal o vertical.

Segundo, se describía la fusión entre la Deustche Börse y Clearstream, empresa europea de referencia en las actividades de compensación y de liquidación, sabiendo que dicha fusión no era realidad, porque aunque la Deustche Börse fuese propietaria del 50% de Clearstream, el otro 50% pertenecía a Cedel, y no es inútil recordar que la Deustche Börse había anunciado en su momento, a bombo y platillo, la fusión con la Bolsa de Londres, el famoso proyecto iX, que nunca se llevó a cabo. Se estaba, pues, comparando algo que existía con algo que todavía no existía. Además, en lo que concierne Euronext, se obviaba la existencia y la relación accionarial con Clearnet y se citaba tímidamente la estrecha vinculación que Euronext tenía con Euroclear, la otra empresa europea de referencia en los aspectos de compensación y liquidación. ¿Por qué los más importantes intermediarios financieros europeos se estaban inclinando por Euronext? Simplemente porque, entre otras cosas, esta última ofrecía, a nivel europeo, el ciclo global de toda transacción bursátil, que no es otra cosa que la ejecución, la liquidación y la compensación integradas. Este ciclo, ¿es vertical u horizontal?

Tercero, cuando se hablaba de bolsas, ¿se incluían a los mercados de renta fija y de derivados? En principio no aparecían en los argumentos de los verticalistas y horizontalistas, pero formaban parte integrante del tema, tanto de la Deustche Börse que era propietaria de dichos mercados en Alemania, como de Euronext, que también lo era de los de Bélgica, de Holanda, de Francia y de Portugal. Aún más, Euronext acababa de adquirir, vía opa, al Liffe inglés. Para los especialistas, ¿esta compra era horizontal o vertical?

Seamos razonables

La verdad es que era difícil conservar la sangre fría cuando uno oía o leía tantas tonterías, sobre todo con argumentos que aparentemente querían ser serios, y en un momento donde precisamente en España se estaba intentando crear una nueva estructura integrada de nuestros mercados que debía permitirnos posicionarnos correctamente en Europa. Lo curioso del caso es que nuestros queridos ignorantes anunciaban entonces que la estructura española se asemejaba a la verticalidad alemana. ¿No sería que lo que pretendían estos expertos aprendices de brujo era precisamente poner polvo en los ojos y, antes de que la *holding* de los mercados españoles existiese y tuviese cara, predeterminar su estructura en función de no sé qué modelo europeo? Ni vertical, ni horizontal, estratégico y necesario, esa era la urgencia, sobre todo después de que el Informe Lamfalussy hubiese sido finalmente adoptado por la Unión Europea. Había que dejarse de bobadas, hacer con racionalidad lo que correspondía, como se hizo en 1989 con Sociedad de Bolsas, y ya se vería más tarde con quién tendríamos que negociar en Europa, horizontalmente

o verticalmente, a no ser que estos expertos ignorantes fuesen en realidad los voceros de algunos que hubiesen negociado ya un puesto ejecutivo en el modelo vertical europeo... Agraciadamente se creó BME teniendo en cuenta simplemente la realidad del mercado bursátil y financiero español... menos mal...

ETAPA 4. SE REANUDAN LAS ESTRATEGIAS DE INTEGRACIÓN

Con la recuperación de los mercados bursátiles, que se confirma en 2004, con las principales bolsas europeas cotizando, y con las estructuras informáticas totalmente probadas y en funcionamiento, el escenario volvía a estar listo para que se reanudasen las diferentes estrategias de integración bursátil. Como no podía ser de otra forma, la nueva batalla la protagonizan los mismos actores que iniciaron la guerra en 1998, es decir la Deustche Börse y la Bolsa de Londres, a las que se añade, como no podía ser de otra forma, Euronext.

Quizá muchos no se dieron cuenta, pero desde mediados de 2004 estaban ocurriendo muchas cosas en el entorno de las bolsas. A todos los niveles. En todo el mundo. Eran aparentemente pequeños seísmos bursátiles de los que teníamos de vez en cuando algún que otro comentario en la escala Richter de los medios de comunicación económicos pero que auguraban cambios importantes en un futuro no muy lejano.

Empecemos por la Bolsa de Nueva York, que sigue siendo la referencia a nivel mundial y que estaba viviendo momentos que indicaban grandes transformaciones en su estructura y en sus procedimientos operativos. La dimisión forzada del presidente Grasso, acusado de percibir salarios multimillonarios, fue ya un signo de que en Wall Street las cosas iban a cambiar, pero es que el presidente que tomó el relevo fue remplazado poco tiempo después... y a este baile de presidentes se añadió el tema de los especialistas de esta Bolsa, figuras emblemáticas que tienen los días contados aunque temporalmente se les va a permitir operar en un sector del mercado. Para los que no lo sepan hay que indicar que la Bolsa de Nueva York ha estructurado su funcionamiento, durante décadas, en torno a los especialistas, los *brokers* cuyo estatuto particular les permitía ser los únicos encargados de fijar las cotizaciones de las empresas de las que precisamente eran especialistas. Pues bien, se acabaron los especialistas. Pero esto no es todo. La Bolsa de Nueva York compró Archipielago, Bolsa electrónica de referencia en EE.UU., y unas semanas después se estrenó como empresa cotizada en su propio parquet, imitando en esa línea a la Bolsa de Londres, a Euronext y a la Deustche Börse, más conocida como Bolsa de Fráncfort.

Sigamos por Europa donde la reactivación de las ofertas para comprar la Bolsa de Londres se han convertido en un auténtico culebrón que, finalmente, puede dar lugar a una estructura bursátil europea muy diferente a la que muchos pensaban hace pocos años. Recordemos que a finales del siglo pasado fracasó el proyecto de fusión entre la Deustche Börse y la Bolsa de Londres, y que desde entonces las opas sobre la bolsa inglesa no han cesado. La propia Deustche Börse en dos ocasiones, la Bolsa de Estocolmo, y Euronext, han realizado ofertas de adquisición sin éxito, y cuando todo parecía haberse calmado se produjo la opa del grupo financiero australiano Macquaire. ¿Qué venía a hacer Macquaire a las antípodas bursátiles de Australia?

Pero aquí no se acaba todo. Los accionistas de la Bolsa de Londres, y los que no lo son, se quedaron perplejos cuando en marzo de 2006 el Nasdaq hizo una oferta que superaba en un 65% a la de Macquaire, oferta que fue rechazada pero que tuvo tres consecuencias. La primera es que se generó el rumor de que la próxima oferta la iba a hacer, nada más... y nada menos, que la Bolsa de Nueva York. La segunda es que el precio de las acciones de todas las bolsas cotizadas subieron como la espuma, y la tercera es que el nuevo presidente de la Deustche Börse (que es suizo) y el presidente de Euronext (que en el momento en el que se escriben estas líneas es francés) realizaron declaraciones, apoyadas por la canciller Merkel y el presidente Chirac, que hicieron comprender que la fusión entre estos mercados estaba a la vuelta de la esquina...

No sé, respetado lector, si lo anteriormente descrito le genera alguna que otra pregunta. A mí, a bote pronto, me genera dos. ¿Será que comprar una Bolsa es un excelente negocio hoy en día? ¿Qué va a pasar con el mercado bursátil español?

Si analizamos las diferentes ofertas que se han hecho por la Bolsa de Londres es evidente que comprar una Bolsa debe ser un más que excelente negocio puesto

que de los 530 pence por acción que había ofrecido la Deustche Börse en su última tentativa se pasó a los 580 propuestos por Macquaire y de ahí a los 950 que acaba de ofrecer el Nasdaq. Si se hubiese confirmado el rumor del posible interés de la Bolsa de Nueva York imagino que se llegaría a doblar el precio ofrecido inicialmente por la Deustche Börse... lo que no es disparatado puesto que las acciones de Euronext se han revalorizado un 112% en un año y las de la Deustche Börse un 96,5%.

En lo que respecta al mercado bursátil español habrá que esperar. Por el momento, y lo hemos constatado, en función de lo que está ocurriendo en Europa la salida a Bolsa de BME se ha acelerado, pero una vez que BME cotice, ¿qué decisión van a tomar sus accionistas mayoritarios? Las posibles respuestas en la próxima entrega... por el momento, a bote pronto, aconsejo comprar acciones de las bolsas cotizadas.

ETAPA 5. ¿INTEGRACIÓN DE BOLSAS EUROPEAS O INTEGRACIÓN DE BOLSAS MUNDIALES?

Los que hayan tenido la paciencia de leer todo lo anteriormente expuesto se habrán dado cuenta de que las fases y los ingredientes descritos configuran irremediablemente el escenario que ha dado lugar a los acontecimientos vividos en el mes de mayo de 2006. El Nasdaq no ha tenido éxito con su opa sobre la Bolsa de Londres, pero ha adquirido en el mercado un porcentaje de acciones cercano al 25% que le sitúa como uno de los actores principales en el devenir de dicha Bolsa. Los que crean que la incursión del Nasdaq en Europa es algo nuevo y sorprendente que vuelvan a leer lo descrito en la etapa 4. La Deutsche Börse, que se obcecó con la Bolsa de Londres para fagocitarla y ganar así lo que consideraba que era «la guerra de la Bolsa europea», le ha costado la dimisión del presidente y del director general que batallaron durante años y se encuentra aislada en el momento en el que se escriben estas líneas. Su cambio de estrategia, al considerar que quizá la mejor opción era la de colaborar con Euronext no parece haber servido para nada. ¿Era demasiado tarde? Ya veremos. La primera opa sobre Euronext no se tuvo en cuenta porque inmediatamente la Bolsa de Nueva York hizo otra más ventajosa, y la segunda, que se hizo pública el lunes 22 de mayo de 2006 fue rechazada el 23 de mayo por la mayoría de accionistas de Euronext... simplemente porque Euronext, que también jugó sin éxito la baza de hacerse con la Bolsa de Londres, hizo creer que la alianza con la Deutsche Börse era la alternativa, mientras negociaba con la Bolsa de Nueva York el resurgimiento del proyecto GEM (ver etapa 3). ¿Cómo se puede explicar que los accionistas mayoritarios de Euronext hayan rechazado la oferta de la Deutsche Börse que, en precio, es aparentemente mejor que la realizada por la Bolsa de Nueva York? Existen varias razones, de las que hay que destacar dos. La primera razón es que el proyecto GEM propone una estructura bursátil de integración distribuida, es decir que todas las bolsas seguirán existiendo al mismo tiempo que se crea una plataforma compartida. El Mercado Continuo español y Euronext son dos ejemplos concretos de que esta estructura funciona y es eficiente. El análisis de la estructura propuesta por la Deutsche Börse demuestra rápidamente que lo que se persigue es la creación de una sola Bolsa centralizada. La segunda razón es que GEM responde mejor al contexto de economía globalizada que caracteriza actualmente al planeta, lo que implica una potencialidad de negocio bursátil sin precedentes... Desde el punto de vista negocio existen duplicidades, que habría que suprimir, en el caso de una integración entre Euronext y Deustche Börse, mientras que dichas duplicidades no existen en el caso de una integración entre Euronext y la Bolsa de Nueva York. De todos modos habrá que esperar porque nada está firmado en el momento en el que se escriben estas líneas... pero ya no se habla de Bolsa europea... se habla de Bolsa mundial, sabiendo además que en el proyecto GEM estuvieron (¿están?) involucradas la Bolsa de Tokio y la Bolsa de Sydney... ni más... ni menos.

A MODO DE CONCLUSIÓN... POR EL MOMENTO

La construcción de la Unión Europea, a trancas y barrancas, se ha podido vislumbrar a partir de la economía, y la existencia del euro es una de las pruebas fehacientes, pero las francofobias, las anglofobias o las germanofobias han tenido un peso demasiado fuerte

en la existencia de cualquier proyecto europeo de integración bursátil. ¿Dónde ponemos la estructura técnica? ¿Quién va a ser el presidente? Éstas han sido las preocupaciones principales de los que han participado en los diferentes ensayos que parecían contribuir a la creación de una Bolsa europea que, sin duda, es un ingrediente básico y positivo en el devenir económico de un continente que aún no ha mezclado convenientemente sus culturas, ni ha olvidado sus fronteras. No se ha encontrado aún el mínimo denominador común de lo que significa ser europeo.

En paralelo, la tecnología informática nos demuestra cada día que las fronteras no existen. Además las bolsas se han privatizado y sus accionistas mayoritarios han cambiado, son entidades financieras, fondos de inversión, que tampoco tienen fronteras... y ello desde hace ya mucho tiempo. No debe pues extrañar a nadie que las nuevas estructuras bursátiles se construyan mirando al mundo.

¿Qué va a pasar si lo que ya se conoce como NYSE-Euronext se convierte en realidad? Pues que Nasdaq-LSE (London Stock Exchange) será también una realidad, y que las demás estructuras bursátiles que no estén en estas dos opciones, incluyendo evidentemente a la española BME, se tendrán que alinear con una de ellas, jugando el papel que les dejen jugar.

Dicho esto, creo que no debemos olvidar la razón de ser de las bolsas, quiero decir que, independientemente del hecho de que el nivel de integración se realice a nivel europeo o mundial, la estructura con éxito será la que siga ofreciendo los servicios mejor adaptados a los cuatro actores del mercado: a las empresas, a los inversores, a los intermediarios financieros y a los gobiernos.

Esa estructura no puede ser otra que la de integración distribuida, la que permita compartir un mercado centralizado y al mismo tiempo desarrolle los servicios de proximidad. Tenemos tendencia a considerar que las bolsas son los lugares en los que los inversores se enriquecen o se empobrecen utilizando fórmulas que sólo algunos son capaces de entender. Nos olvidamos que la primera razón de ser de una Bolsa, la que sea y cualquiera que sea su talla, es la de financiar empresas, poner en contacto a los agentes sociales que ahorran con los agentes sociales que necesitan ese ahorro para crecer. Siendo la empresa el actor principal de una Bolsa (si no hubiese empresas cotizadas no habría Bolsa), parece evidente que los empresarios deben tener a su alcance, cerca de ellos, los servicios bursátiles adecuados, y no me refiero a empresas multinacionales, me refiero a todas las empresas y particularmente al colectivo de empresas que aún no está en Bolsa. Aunque haya excepciones, es mucho más fácil para una empresa empezar a cotizar en un entorno en el que es conocida que en un entorno en el que no lo es. Si además ese entorno forma parte de una estructura más amplia, dicha empresa podrá más tarde «escalar» puestos y llegar a cotizar en mercados bursátiles más importantes. Telefónica, por dar un ejemplo, no empezó su andadura bursátil cotizando en el NYSE...

Con respecto a los inversores, el segundo actor más importante de los mercados, me parece evidente que tener acceso a mayores mercados sin perder los servicios bursátiles de proximidad permite difundir aún más la cultura financiera y bursátil, incrementando así la participación. Tenemos la prueba fehaciente en España, donde las cuatro comunidades autónomas que cuentan con los colectivos de inversores individuales más activos son las cuatro donde hay bolsas, plazas bursátiles en las que pueden operar de la misma forma sobre las empresas cotizadas «locales» y sobre todas las empresas presentes en el Mercado Continuo. Es también necesario señalar que las integraciones bursátiles, sean del estilo que sean, dan lugar a mayor liquidez y a la reducción del coste de las comisiones, aspectos evidentemente positivos para el inversor.

Con respecto a los intermediarios financieros, hay poco que decir. Es un colectivo que ya tiene una estructura centralizada y distribuida... curiosamente idéntica a la que en este documento se considera óptima para las Bolsas... de las que además los intermediarios financieros son propietarios...

Y con respecto al cuarto actor de los mercados bursátiles, es decir el Gobierno... prefiero no decir nada, no vaya a ser que, tal y como está «el patio», se pueda pensar que este documento ha sido inspirado por el PP o por el PSOE...

SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LA REGULACIÓN COMUNITARIA SOBRE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

Ignacio Gómez-Sancha Trueba

EXPERTO DEL "LEGAL CERTAINTY PROJECT EXPERTS GROUP" DE LA CE.

JEFE DE LA ASESORÍA JURÍDICA DE IBERCLEAR

INTRODUCCIÓN

Estas líneas pretenden realizar un análisis somero de los trabajos que en el ámbito de la Unión Europea se están llevando a cabo en relación con la conocida como «post-contratación».

Se trata de uno de los ámbitos menos conocidos, y al mismo tiempo, más importantes, de los mercados financieros, en el que se mezclan numerosas disciplinas del Derecho. Si esto puede afirmarse de los sistemas de post-contratación nacionales, el problema se agranda exponencialmente cuando se aborda desde la perspectiva supranacional, es decir, cuando se trata de inversiones extranjeras y exteriores. La prueba, como veremos, de esta afirmación, la encontraremos en las dificultades que las autoridades comunitarias —al igual que otros organismos internacionales— están encontrando al tratar de regular esta actividad.

La primera dificultad entra en escena al delimitar el problema: qué sea la «post-contratación» en los mercados financieros, es una pregunta de difícil respuesta. Generalmente se conoce por tal todo aquello que ocurre desde que se cierra una operación o contrato sobre valores o instrumentos financieros negociables hasta su plena ejecución, es decir, hasta el momento en que las partes cumplen con sus respectivas prestaciones y ven plenamente satisfechas sus expectativas. Pero esta definición es meramente descriptiva y engloba numerosas actividades que salen de la órbita de la regulación de los mercados de valores para incidir de modo intenso en la de la regulación de las entidades de crédito y de los medios de pago —como ocurre muy especialmente con los sistemas de pago interbancarios o gestionados por los bancos centrales—. El porqué de esta dificultad se comprende aún más si se tiene en cuenta que la discusión de la definición de «valor negociable» o de «instrumento financiero» es una de las más complejas dentro de la disciplina del Derecho de los Mercado de Valores.

La segunda dificultad viene dada por la muy diversa naturaleza y funciones de las entidades implicadas en la post-contratación. Depositarios Centrales de Valores (conocidos por su acrónimo inglés CSD) nacionales como Iberclear, o internacionales (ICSD) como Euroclear o Clearstream, cámaras de contrapartida central (CCP) custodios globales, depositarios locales, *brokers*, bolsas de valores, plataformas electrónicas de contratación y una pléyade de intermediarios financieros de diversa índole, se ven afectadas de forma muy directa por lo que ocurre después de que se cierra una operación sobre valores o instrumentos financieros.

La tercera gran dificultad es conflictual: se trata de una materia en la que resultan de aplicación simultáneamente los ordenamientos jurídicos de varios países,

que pueden dar respuestas divergentes al mismo problema. El Derecho Internacional Privado, disciplina que ha estado tradicionalmente ausente en el mundo de los mercados financieros, se convertirá en ciencia clave para resolver el complejo mundo de la post-contratación internacional.

La cuarta y última excede de lo jurídico para entrar en la política económica: la regulación de los *post-trading clearing and settlement arrangements in Europe* implica necesariamente tomar decisiones que beneficiarán a un sector de la industria en detrimento de otros.

La estructura del trabajo que sigue es la siguiente: en primer lugar haremos una breve descripción de la realidad subyacente al objeto del estudio, es decir, los mecanismos de registro, compensación y liquidación. A continuación nos referiremos a la diferencia entre la tenencia directa y la tenencia indirecta de los valores, dado que esta última está en el corazón de los análisis que las autoridades están llevando a cabo de cara a una posible regulación supranacional de la materia. Después repasaremos la evolución de los instrumentos internacionales y comunitarios sobre post-contratación. Posteriormente dedicaremos un apartado a analizar las alternativas que las autoridades tienen frente a sí en la ardua tarea de establecer criterios legislativos en un sector que tiene lustros de existencia y funcionamiento, en el que la legislación puede ser la mejor de las armas de negocio, y en el que los intereses creados son una barrera difícil de franquear a cualquier voluntad reformadora. Por último se dedican dos apartados a varias iniciativas internacionales que en un futuro próximo tendrán un notable impacto en la Unión Europea: el Legal Certainty Project, UNIDROIT y el Convenio de La Haya sobre ley aplicable a ciertos derechos sobre valores mantenidos por intermediarios.

LOS MECANISMOS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Los mecanismos de registro, compensación y liquidación nacen como inevitable complemento de otra realidad económica, cual es la negociación organizada de bienes y derechos. Allí donde existe la posibilidad de negociar éstos de forma ágil entre varios compradores y vendedores que se reúnen —físicamente, como en las lonjas de mercaderías, o virtualmente, a través de sistemas de negociación electrónicos— buscando contrapartida, se hacen imprescindibles unas reglas aceptadas por los intervinientes que determinen la forma en que las partes han de entregar sus respectivas prestaciones. Estas reglas están llamadas a dar seguridad y predecibilidad al tráfico organizado de bienes y derechos en mercados en los que la contratación, por definición, excluye el conocimiento personal entre *tradens* y *accipiens*, por lo que las partes no se comprometen *intuitu personae*, al desconocer con quién contratan. La motivación para acudir a estos mercados es, en términos económicos, la liquidez —es decir, poder encontrar una contrapartida a su oferta o demanda—, bien preciado por encima de todos en cualquier mercado apto para especular, es decir, para efectuar operaciones comerciales o financieras, con la esperanza de obtener beneficios basados en las variaciones de los precios.

La ausencia de conocimiento de la contrapartida hace que el antiguo brocardo germánico «donde hayas dejado tu confianza, allí la has de buscar» siga siendo predicable, si bien no de la contraparte, sino del gestor del sistema de contratación y liquidación. En efecto, la necesidad de seguridad en la contratación motivará la aparición de la figura del gestor del sistema de contratación y liquidación, a quien se confía esta función —desde épocas pretéritas, el gestor de la lonja o mercado que debía velar por el orden y seriedad en el cumplimiento de los tratos—, sin separación entre la función de velar por la contratación y la de asegurar la liquidación, es decir, la adecuada satisfacción de los derechos de compradores y vendedores una vez cerrados los contratos. En el ámbito financiero, ambas funciones aparecieron también ligadas a lo largo de la historia. Sin que sea necesario remontarse más atrás, hasta finales de 1992, en que nace el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. como entidad separada, tanto la contratación como la liquidación de las operaciones bursátiles está encomendada a las propias Bolsas de Comercio, que habían de organizar su propio Servicio de Compensación y Liquidación[1].

1 Artículo 6.1 del Decreto 1128/1974, de 25 de abril de 1974.

En lo que al ámbito financiero se refiere, la evolución de los sistemas de contratación, y de registro, compensación y liquidación de valores ha ido inescindiblemente unida a la forma o vía de circulación de los activos financieros en cada época. Como es sabido, desde el nacimiento de los títulos-valores —que conllevaron la radical ventaja de la incorporación de los derechos a títulos fácilmente transmisibles, en los que su emisor no podía oponer al nuevo tenedor del título más excepciones de las que resultaran del propio documento[2]— hasta bien entrado el siglo XX, los valores mobiliarios negociados en bolsas estuvieron representados por medio de títulos de papel, cuya propiedad se transmitía con la entrega física al comprador.

Sin embargo, el éxito de esta figura fue la principal causa de su fracaso y decaimiento[3]. Cuando el número de títulos negociados sobrepasó el límite de lo manejable, los inconvenientes de la figura superaron a sus ventajas. Al creciente volumen de operaciones financieras, se suma el hecho de que los títulos no sirven exclusivamente para facilitar el tráfico, claro está, sino también para legitimar al titular en el ejercicio de derecho frente al emisor, lo que implica una «administración» de los títulos —piénsese en el famoso «corte de cupón», que durante tantos años supuso la necesidad de desprender de cada uno de los títulos de cada emisión un trocito para su presentación física ante el emisor o su banco pagador—.

Este fenómeno, conocido como *paperwork crunch*[4] o colapso de los mercados causado por el «papeleo», provocará que en el último tercio del siglo XX los mecanismos de compensación y liquidación experimenten un giro radical cuya bisagra serán la tecnología y los sistemas informáticos. Los avances tecnológicos van a permitir una profunda transformación en el funcionamiento de los mercados de valores y de los sistemas de registro, compensación y liquidación de las operaciones en ellos contratadas. Las innovadoras posibilidades que estos avances pusieron al alcance de los mercados y sistemas llevaron a sus gestores a su utilización para superar el citado colapso. Pronto se entendió que los derechos que hasta entonces habían estado incorporados a títulos físicos, y circulaban con éstos, debían pasar a circular a través de meras anotaciones, abonos y adeudos, en cuentas abiertas a los titulares, y llevadas por un agente o gestor de la cuenta, encargado de anotar los derechos y las situaciones que les afectasen. Es el nacimiento de la anotación en cuenta como forma de representar los valores negociables, y del *teneur de compte* o persona encargada de la llevanza del registro contable, a quien se encomienda la función de replicar, de algún modo, la paradigmática certidumbre y seguridad que otorgan a comprobar y vendedor el «verse las caras»[5], pero evitando su ineficiencia e impracticabilidad.

En buena lógica, hubiera cabido esperar que la posibilidad de crear un «registro de cuentas» en el que se anotaran la titularidad de todos los valores y de los negocios jurídicos que les afecten, habría llevado a los legisladores a la creación de un Registro de la

2 Que, junto a otras ventajas van a provocar que sólo la ley pueda crear, en puridad, títulos valores con plenos efectos de tales. Como señala la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado, de 24 de enero de 1997 (RJ 1997\283): «La incorporación del crédito subyacente al documento; la fuerza ejecutiva de éste; su independencia respecto de las vicisitudes de la relación subyacente; la inoponibilidad al tenedor de las excepciones personales que beneficiaran al deudor frente al acreedor según el contrato causal encubierto, son, entre otras, consecuencias que se explican por tratarse de títulos destinados a su circulación y para favorecer ésta y que, como contrapartida, requieran un formalismo riguroso. Sólo los verdaderos títulos-valores previstos por las leyes reúnen estas características, mientras que los demás documentos probatorios de un crédito quedarán sometidos a las reglas generales civiles sobre cesión de los créditos [...] para determinar la eficacia como títulos valores aislados [...] hay que acudir a la legislación sustantiva sobre la materia, cual es la Ley Cambiaria y del Cheque, y no a la Ley sobre Mercado de Valores, pues ésta, lo mismo que sus disposiciones complementarias (especialmente el Real Decreto 291/1992, de 27 marzo), se limitan a dar conceptos sobre los valores "negociables", pero en ningún caso llegan a precisar, excediéndose de su ámbito, cuándo un título merece la consideración de título-valor».

3 Vid. Olivencia Ruiz, M., *La incorporación del derecho al título y su desincorporación (Análisis histórico-dogmático)* en AA.VV., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987.

4 Este concepto es el comúnmente utilizado por la doctrina de EE.UU. para referirse a la insostenible situación a que llegó el NYSE (New York Stock Exchange) a finales de los años sesenta cuando el volumen de negociación llegó a los diez millones de acciones diarias. Este volumen de movimiento físico de papel obligó a cerrar el mercado cada cierto tiempo para permitir que la liquidación de las operaciones se pusiera al día y alcanzara el ritmo de la contratación. En este plazo de tránsito de los valores de un lugar a otro éstos no se podían utilizar, generando el conocido como *pipeline liquidity risk*. Téngase en cuenta que hoy se contratan más de mil millones de acciones diarias, que se liquidan sin retraso. Vid. Jane Kaufman Winn, *The Emerging Law of Electronic Commerce*, disponible en la página *web* de la Southern Methodist University School of Law, Dallas TX, USA http://www.law.washington.edu/Faculty/Winn/Publications/The%20emerging%20Law%20of%20Electronic%20Commerce.htm)

5 Money, CH. W, Jr., *Property, credit and regulation meet information technology: clearance and settlement in the securities markets*, en «Law and Contemporary Problems», 1992, p. 136.

Propiedad de los Valores, o a su inclusión en el más general Registro de Bienes Muebles, y por tanto a excluir a estos bienes de la teoría general del título-valor o título de crédito y a su inclusión en la categoría de «bienes muebles registrables». Ello debido a que la viabilidad de un registro de cuentas sería en sí misma la demostración de que, como a otros de su categoría, adornan a estos bienes tales circunstancias jurídicas, que hacen de ellos objetos idóneos para soportar un sistema registral.

Sin embargo, esta lógica no fue seguida, sin más, por los legisladores, que, en general, no optaron por la creación de un nuevo sistema de publicidad registral bajo la tutela de la Administración pública. La principal razón que subyace a esta opción tiene una doble vertiente, histórica y económica: en el momento de adoptar medidas para atajar el *paperwork crunch* los títulos físicos estaban bajo la custodia y administración de la industria financiera, que ofrecía el servicio de depósito y administración de valores a sus clientes. De este modo, el paso de un sistema de circulación cartular a un sistema de circulación público-registral hubiera implicado «expropiar» al sector financiero toda una rama de actividad. La natural querencia de las entidades financieras por conservar su negocio, unida a la urgente necesidad de aplicar la informática al manejo de las operaciones sobre valores negociables, llevó al legislador a optar por una vía intermedia: crear un sistema «registral» de llevanza de los valores basado en la anotación de los derechos en cuentas de valores, pero en manos de la industria financiera.

La «desmaterialización» supone una evolución que afecta a la esencia de la caracterización de estos sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. La existencia del derecho de los titulares no va a estar basado en un soporte cartular, sino en su anotación en un registro contable llevado con medios informáticos, con ordenadores. Adicionalmente, esta configuración va a permitir una definitiva alteración en la «ley de circulación» de los valores, que va a pasar a ser una circulación registral: la transmisión de la propiedad tiene lugar mediante la anotación en el registro contable a favor del adquirente. La anotación no sirve para declarar y dar publicidad a la transmisión acaecida en la realidad extraregistral, sino que la anotación sustituye a la *traditio* o entrega —el modo, en la teoría de título y modo— y produce, junto con el negocio jurídico transmisivo subyacente —el título o causa—, la transmisión de la propiedad[6].

Según hemos dicho, este nuevo sistema de desmaterialización queda encomendado en la mayoría de los países a la industria financiera. Aparece así un nuevo «registro de bienes» encomendado a una entidad a la que se le suele conocer como «entidad encargada del registro contable», a la que, como es esperable, se le va a asignar como primera y primordial función la de velar por la concordancia entre el número de valores emitidos y el número de valores anotados.

El gestor del sistema va a ser el «depositario central de los valores» (CSD, Central Securities Depositary), en la medida en que es la entidad encargada por el emisor de la llevanza del registro centralizado «original» de los valores. A su vez, el CSD reconoce a cada una de las entidades —los bancos y demás intermediarios financieros— u otras personas que, en su caso, participan en el sistema mediante la apertura de una cuenta de valores, tantos valores como les corresponda, bien por ser de su propiedad, bien por ser de sus clientes, que a su vez han confiado su custodia a estas entidades.

Por otro lado, la transferencia de los valores en los mercados organizados va a ir acompañada normalmente de un movimiento de dinero en sentido contrario. De ahí que cada uno de los titulares deba tener una cuenta de efectivo asociada a la de valores en la que puedan practicarse los abonos y adeudas derivados de las operaciones realizadas sobre los valores. La necesidad de evitar que las partes puedan incurrir en riesgo de crédito o riesgo de principal en estas operaciones exige crear medios de conexión entre estos sistemas de tenencia de valores y los sistemas de pagos[7], para hacer posible la «entrega contra pago» —instrumento fundamental para evitar dicho riesgo—. Se van creando con ello complejos sistemas de compensación y liquidación de operaciones, necesariamente ligados a los de registro contable, en los que los mecanismos y procedimientos de liquidación —en particular de las operaciones que se realizan de forma masiva e imperso-

6 Así resulta del artículo 9, apartado primero, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, a cuyo tenor: «Artículo 9. La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos».

nal en los mercados organizados— quedan encomendada al «gestor» del sistema, figura generalmente coincidente con la del CSD.

Sin mucha insistencia se aprecia que cualquier duda sobre la seguridad de estos sistemas, los de valores y los de pagos, erosionaría la confianza de los inversores, amenazaría al sistema financiero y perjudicaría gravemente a su desenvolvimiento. Cuando dichas dudas sobrevuelan el buen fin, no ya de una operación en concreto, sino de todas las que estén directa o indirectamente relacionadas con ella, por la incontrolable concatenación de las sucesivas transmisiones, aparece en escena el denominado «riesgo sistémico» o riesgo de sistema. Con este significante se alude a la posibilidad de que todo un sistema financiero pueda naufragar ante la imposibilidad de que los intermediarios financieros cumplan las obligaciones entre sí y frente a los clientes como consecuencia de un fallo total en el fluir de las cañerías que sustentan el citado sistema[8]. La realización del riesgo sistémico, se ha dicho, puede en último término afectar a la macroeconomía de una región entera del mundo[9]. Ahora bien, como han dicho voces cualificadas, el riesgo —la posibilidad de sufrir una pérdida—, es un elemento inherente a la actividad económica y financiera: no es algo que haya que ignorar o eliminar, es algo que hay que gestionar correctamente[10]. De ahí la trascendental importancia que se concede a la figura del «gestor» del sistema en todo mecanismo de contratación y liquidación impersonal, según ha quedado dicho más arriba, así como al marco jurídico que da sostén a todo el entramado[11].

Ahondando en la configuración de los sistemas de tenencia de valores, pueden distinguirse dos estructuras básicas: los sistemas de tenencia directa y los sistemas de tenencia indirecta.

---

7 Cada vez se viene insistiendo más en la interdependencia que existe entre los sistemas de pagos y de valores.
De un lado, para los sistemas de pagos los valores son los activos más aptos y adecuados para garantizar la devolución de efectivos prestados a plazo; los esfuerzos de los supervisores financieros por minimizar el riesgo inherente a la actividad bancaria, y de intermediación financiera en general, ha llevado a un incremento desconocido en la «colateralización» (término cada vez más usado en la jerga, proveniente del anglosajón *collateralisation*, aseguramiento o garantía) de los movimientos de efectivo. En particular, y sobre todo desde la introducción del euro, los bancos centrales nacionales de la Unión Europea y el Banco Central Europeo han señalado en reiteradas ocasiones que el adecuado funcionamiento de los sistemas de pagos y de valores es un aspecto crucial para un divisa solvente y para el mantenimiento de la estabilidad financiera y crediticia del Eurosistema (Willem F. Duisemberg, en la obra *The Blue Book on Payment and Securities Settlement Systems in the European Union, 2001* (Foreword). En esta obra (p. 19) se hace referencia a la función del Banco Central Europeo y de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro como divisa nacional (*the Eurosystem*) en los siguientes términos «With regard to securities clearing and settlement systems, the [EU] Treaty contains no explicit reference to the role of the Eurosystem. Nevertheless, the interest of the Eurosystem goes beyond the limited perspective of a user of collateral in the context of its monetary policy and intraday credit operations. With its general responsibility for financial stability, the Eurosystem, like any central bank in the developed world, has a general interest in the smooth functioning of securities clearing and settlement systems with a view to ensuring the smooth implementation of monetary policy and the smooth functioning of payment systems».). Se ha señalado incluso que «clearing and settlement systems are becoming an integral part of an integrated financial system in which "cash" and "securities" are merely two sides of the same coin».
De otro lado, para los sistemas de valores, el acceso ágil y eficiente a los sistemas de pagos es imprescindible para su adecuado funcionamiento, pues es el modo fundamental de alcanzar la «entrega contra pago», eje básico para la eliminación o mitigación del riesgo de contrapartida (Lussi, A. «Clearing and Settlement: a Commanding Height for European Capital Markets» extracto del libro *Handbuch Europäischer Kapitalmarkt,* Detlev Hummel y Rolf-E. Breuer Editores).
Sin embargo, las dificultades inherentes a dichos sistemas se cualifican singularmente en los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores por una particular circunstancia: mientras la masa en circulación de una divisa concreta es variable y fungible entre sí, los valores de una misma emisión (los que conceden el tenedor una misma situación de derechos económicos, políticos y de transferibilidad) son limitados y no reemplazables: sólo existen los que hayan sido emitidos. La consecuencia es que la falta de entrega de valores que subyace en cualquier brote de riesgo sistémico está a priori cualificada por una singular complejidad, que provoca, entre otras muchas consecuencias, que los mecanismos de prevención del riesgo y de resolución de eventuales incidencias sean muy distintos.
Adicionalmente, los sistemas de valores anotados en cuenta ven, en general, determinada a priori su estructura por la necesidad de atender a la relación entre el tenedor y el emisor de aquéllos, relación que no se ve afectada en su contenido por el hecho de que el valor esté anotado en cuenta, pero sí en la forma o procedimiento de ejercicio de los derechos (necesidad de expedir certificados de legitimación, necesaria intervención del sistema en el pago de derechos económicos, etc).
Por último, los sistemas de valores ven también determinada su estructura a priori por la obligación de servir a otro de los fines que justifican su existencia: la adaptación a las concretas reglas de contratación del mercado de valores cuyas operaciones se compensan y liquidan en los sistemas citados.

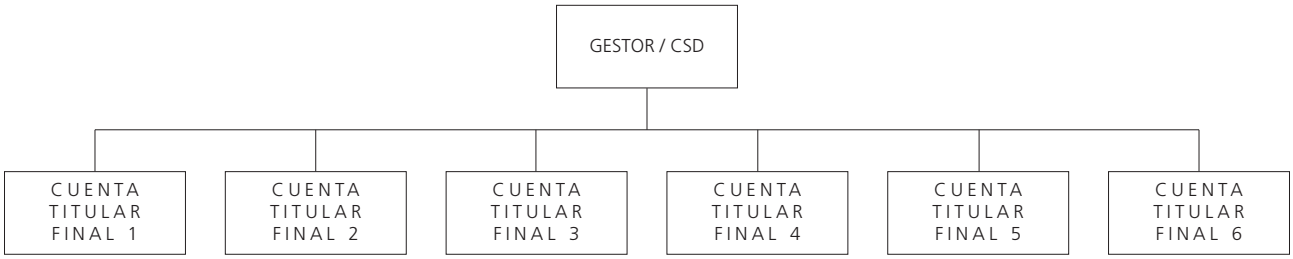
8 Como señaló en 1995 Alan Greenspan, presidente del Board of Governors de la Reserva Federal de los EE.UU., «the greatest risk to the liquidity of our financial markets is the potential for disturbances to the clearance and settlement processes for financial transactions». Señaló, al respecto del análisis de la adecuación de un sistema de compensación y liquidación que «the most important set of concerns relates to the legal and institutional foundations of book-entry settlement systems,» Citado por J.S. Rogers, *Policy Perspectives, ibid.* p. 1438.

9 *Explanatory Report on the Hague Conveniton*, Int-2; UNIDROIT, *Explanatory Notes*, p. 11.

10 «*Mercados Financieros y control del riesgo*» conferencia pronunciada por don Jaime Caruana, gobernador del Banco de España, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros, La Coruña, 2000.

11 Como señala J. S. Rogers, «Put bluntly, the absence of mechanisms for control of systemic risk is why disturbances in the financial system used to be called "panics"». Rogers, J.S., «Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8» (1996) 43 UCLA, L. Rev. 1431 («Policy Perspectives») p. 1437.

FIGURA 1



TENENCIA DIRECTA Y TENENCIA INDIRECTA DE VALORES

Los sistemas de tenencia directa de valores

Se suele denominar «sistemas de tenencia directa» a los sistemas de registro de valores en los que el nombre del titular real de la inversión —el que ha puesto su dinero en riesgo— aparece en el primer nivel de registro, y por tanto su identificación está al alcance del emisor de los valores. En sentido puro o estricto, sólo serían sistemas directos aquellos que reconocen eficacia jurídica exclusivamente a los valores que se tengan anotados a nombre del verdadero titular de la inversión en el nivel original de registro, es decir, en cuentas abiertas a su nombre en el depositario central de valores a quien el emisor encargó la llevanza del registro contable. Gráficamente se representaría como se refleja en la figura 1.

En Europa existen varios sistemas que responden a esta estructura, como ocurre en Grecia y en los países nórdicos.

En estos sistemas de tenencia directa o de un solo nivel, los mecanismos de cuadre y conciliación son fáciles de aplicar: basta con mirar al registro y comprobar que no hay más títulos de los emitidos. Ello garantiza la seguridad jurídica y previene (aunque no elimina) los riesgos de custodia. Para el emisor, son titulares aquellos que aparezcan en el registro correspondiente. Los titulares, a su vez, saben que lo que les confiere su titularidad y les legitima frente al emisor es la anotación en el registro original[12].

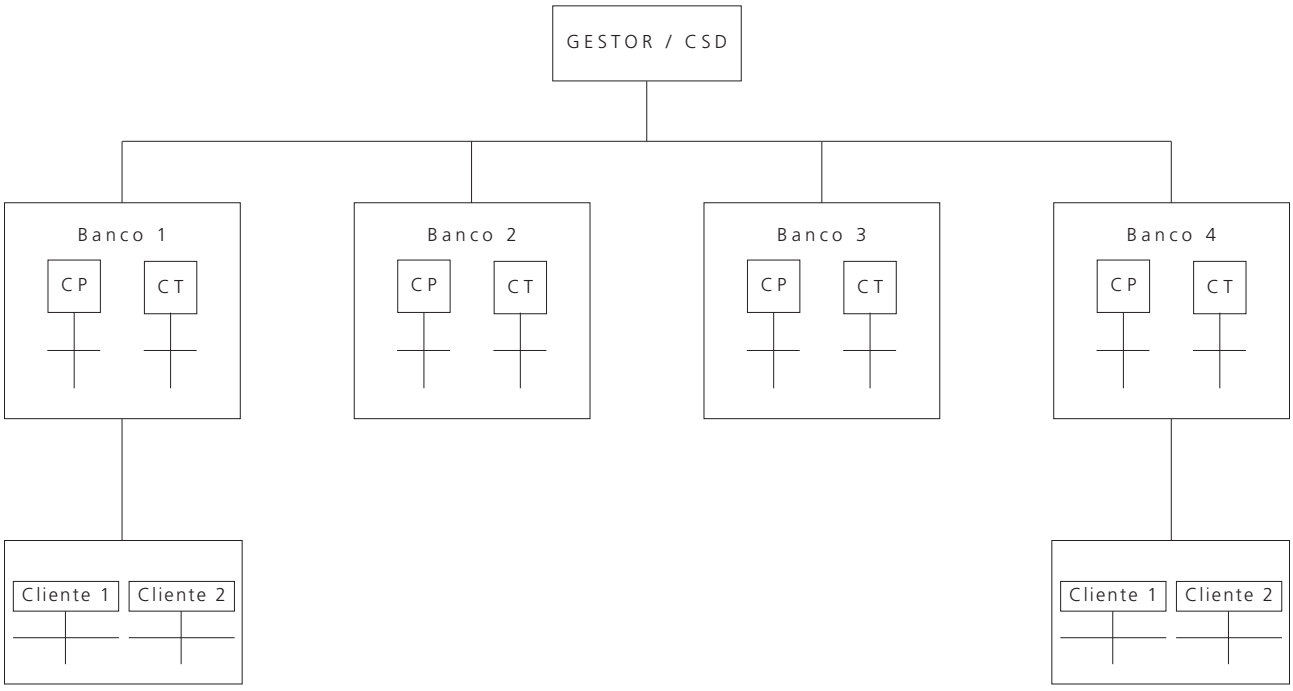
Sin embargo, también pueden incluirse entre los «sistemas de tenencia directa» aquellos que —como el español[13]— permiten que la función de llevanza del registro inicial de la titularidad sea compartida entre el CSD o gestor y las entidades participantes en el sistema. Se configura así un sistema de registro único dividido en dos escalones. En estos casos, el CSD sólo abre cuentas a los participantes, y a cada uno abre dos cuentas: la cuenta propia, para los valores de su propiedad; y la cuenta «de terceros», en la que constan anotados tantos valores como a su vez el banco reconoce o anota a sus clientes. La representación gráfica sería la indicada en la figura 2.

Lo característico de estos sistemas de «doble escalón» es que la legislación aplicable reconoce a las cuentas del segundo escalón la misma eficacia que a las del primero: es decir, el titular cuyo nombre conste anotado en el segundo escalón, está plenamente legitimado como titular frente al emisor y frente a terceros,

12 Vid. también, Garcimartín, F., y Gómez-Sancha, I., *Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador internacional*, pendiente de publicación.

13 Así viene configurado por el artículo 31 del Real Decreto 116/1992, a cuyo tenor:
«Artículo 31. Sistema de registro
1. En el Registro Central a cargo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se llevará en todo caso, para cada entidad adherida y con referencia a cada categoría de valores fungibles entre sí:
a) Una cuenta que refleje el saldo del que sea titular en cada momento la propia entidad adherida.
b) Otra cuenta que refleje el saldo global de los valores que la entidad adherida tenga registrados en sus cuentas a nombre de terceros.
2. En los registros contables a cargo de las entidades adheridas se llevarán, con referencia a cada valor, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenezcan.»
Adicionalmente, la exposición de motivos de esta norma la manifiesta expresamente al señalar: «De su contenido puede destacarse la opción por un sistema de doble escalón, que no se opone a la idea de unidad del registro contable aún cuando se articule a través de un registro central y de registros de detalle a cargo de las entidades adheridas, así como el establecimiento como elemento de control, de las llamadas "referencias de registro"».

FIGURA 2



a todos los efectos. Adicionalmente, esta legitimación se niega para el que no conste en el primer o segundo nivel. La función registral es, pues, compartida por el CSD —al que corresponde la llevanza del registro central— y sus entidades participantes o adheridas al sistema —que tienen encomendada la llevanza del «registro de detalle»—, y se niega dicha función para quien no lo sea. De esta forma, cualquier anotación que pudiera practicar en sus libros una entidad o persona que no forme parte del sistema no tendría la eficacia jurídica propia de una anotación en cuenta.

En suma, un sistema puede considerarse como de «tenencia directa» en la medida en que el legislador reconozca que los titulares inscritos en las entidades encargadas de la llevanza del registro contable son titulares directos de los valores emitidos, gozando de una situación jurídica protegida por el hecho de constar inscrito de dicha forma, y por tanto pudiendo ejercitar directamente sus derechos frente al emisor, siendo a estos efectos la intervención de su depositario meramente adjetiva.

Los sistemas de tenencia indirecta de valores

Frente a los sistemas de tenencia directa aparecen, como una evolución natural basada en el imparable fenómeno de las inversiones exteriores, los mecanismos de tenencia indirecta[14]. Estos sistemas no constituyen una alternativa incompatible con el modelo anterior, sino un desarrollo pensado básicamente para el ámbito internacional[15]. Cuando el inversor es titular de valores extranjeros (entendiendo por tales aquellos cuyo depo-

14 El trabajo más completo sobre los sistemas de tenencia indirecta es de Paz-Ares, C. y Garcimartín, F., «Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros», en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 238, octubre-diciembre de 2000. Vid. también, Garcimartín, F., y Gómez-Sancha, I., *Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador internacional*, pendiente de publicación, muchas de cuyas consideraciones se recogen en este trabajo. Asimismo, vid., Garcimartín, «Direct and Indirect Holding: The Challenge for the Functional Approach», en www.undroit.org

15 Goode (1996), p. 110; Schwarcz, p. 1549. Naturalmente, nada impide un sistema de tenencia indirecta en el ámbito interno, como de hecho sucede en bastantes países.

sitario central de los valores es el de un país distinto al de residencia del inversor) lo más habitual es que no exista una relación directa entre el emisor (o el registro original) y aquél. Los valores aparecen anotados a lo largo de una cadena de intermediarios financieros que sirven de unión entre ambos, si bien cada eslabón sólo se relaciona con los inmediatamente anterior y posterior; no con los que se encuentran por encima o por debajo de éstos. Por eso la relación entre el emisor de los valores y el inversor no es directa, sino indirecta, a través de esa cadena. Esta forma de tenencia se suele calificar como «tenencia indirecta de valores» o como «valores mantenidos a través de un intermediario» (son comunes las expresiones inglesas *indirectly held securities* o *securities held with an intermediary*)[16]. El volumen de valores mantenidos a través de este sistema de tenencia[17] (alrededor de 50 trillones de euros), que supera el importe del Producto Interior Bruto mundial anual[18], es difícil de imaginar para la mente humana.

El verdadero origen de los sistemas de tenencia indirecta, reside, a nuestro juicio, en la fragmentación de la industria internacional —y en particular de la europea— dedicada al registro, compensación y liquidación de valores[19]. La estanqueidad de los mercados financieros propios de cada país, consecuencia de las, en otros tiempos comunes, barreras a la inversión extranjera, provocaron que los mercados y sistemas de liquidación de cada país evolucionaran de forma autónoma y sin coordinación legal u operativa de tipo alguno. En el caso de Europa, sigue existiendo al menos un CSD en cada país, cuando no dos o más. Estos sistemas de liquidación han sido tradicionalmente «cerrados», y sólo se podía acceder a ellos convirtiéndose en entidad participante a todos los efectos.

De esta forma, cuando un intermediario financiero de un país (p.ej., el país F1) quería dar servicios de inversión en el exterior —inversión en valores emitidos en otro país (p.ej., en el país F2)— a sus propios clientes nacionales, tenía que optar entre dos opciones: adquirir la condición de entidad participante en el CSD del país F2, con el consiguiente coste, o utilizar los servicios de una entidad financiera que ya tuviese la condición de participante en el sistema de destino. En este segunda caso, caben también dos posibilidades: abrir en el país F2 una cuenta a cada uno de los clientes, generándose una relación jurídica directa entre el participante de F2 y el cliente de F1 —con mayor coste y el consiguiente riesgo de pérdida de clientela—; o abrir una cuenta a nombre del intermediario de F1, que sirviese para anotar los valores que en ese mercado adquiriesen todos los clientes del citado intermediario. Entran en escena las conocidas cuentas *ómnibus* —literalmente, «para todos»—. Se aprecia cómo entre el emisor y el inversor existen varios eslabones de una cadena: el CSD, el participante en este CSD, el intermediario que abre la cuenta en este participante, y el inversor final.

Se ha de señalar que los sistemas de tenencia directa e indirecta no son, en modo alguno, excluyentes o alternativos. Como se ha dicho, los segundos son evolución natural de los primeros. En general, un sistema de tenencia indirecta presupone la existencia de otro de tenencia directa. Lo que ocurre es que la tenencia directa se convierte necesariamente en indirecta desde el momento en que la legislación del foro no reconoce efectos jurídicos a los terceros y subsiguientes eslabones de la cadena. En estos casos, el inversor final sólo puede acudir al remedio de ejercer sus derechos «a través» del intermediario, es decir, con su ayuda[20]. De ahí que los modernos contratos de depósito y administración de valores contemplen todo tipo

16 Vid. UNIDROIT, en las *Explanatory Notes*, p. 5, optando por la segunda expresión a partir de su carácter omnicomprensivo.

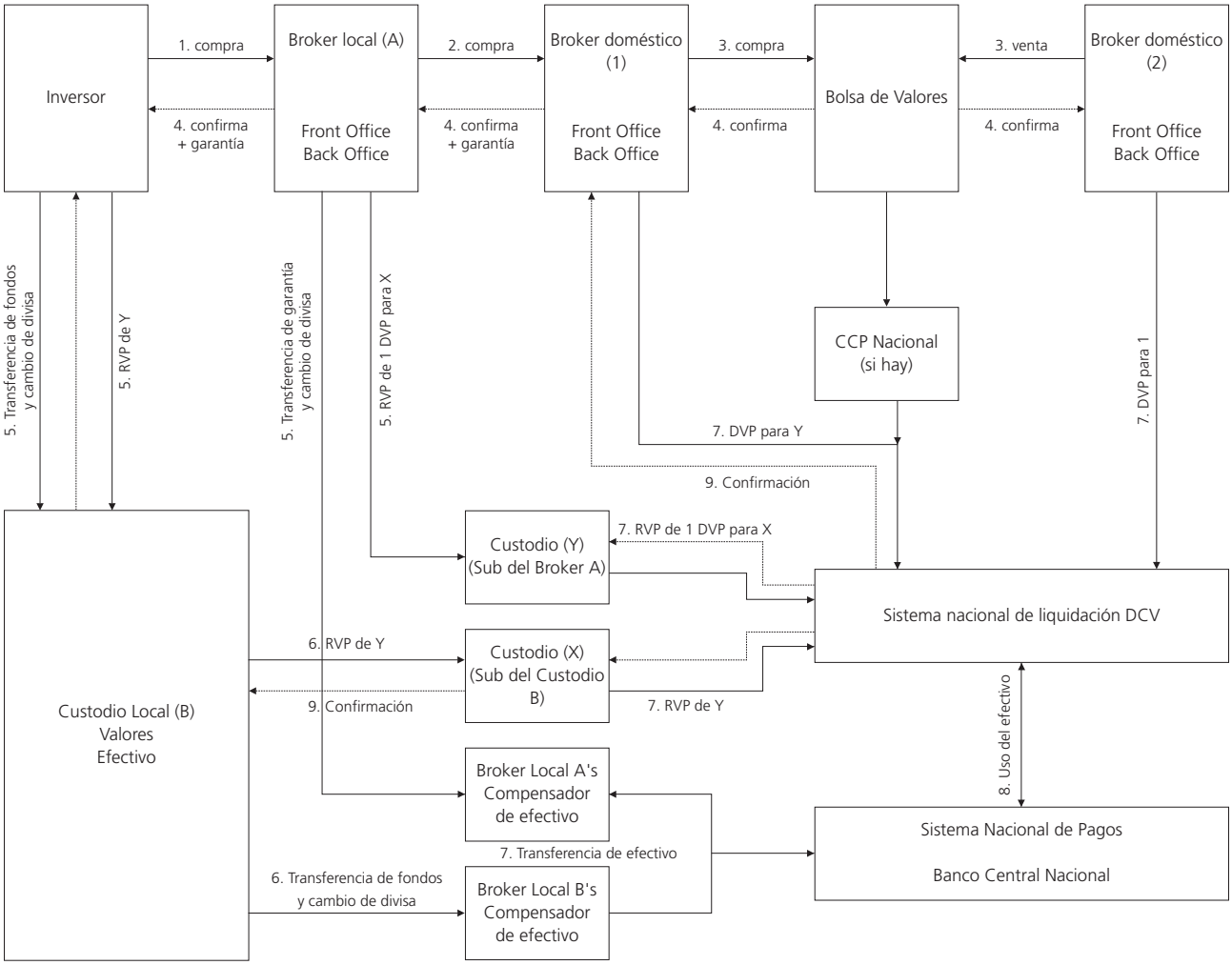
17 Las cifras pueden consultarse en www.ecb.int/stats/collateral; *vid.* subrayando la importancia cuantitativa de estas operaciones, Paech, p. 1140; *Explanatory Report on the Hague Conveniton*, Int-2; UNIDROIT, *Explanatory Notes*, p. 11.

18 Aproximadamente 36 trillones de dólares en 2003. Vid. "World Data Profile" en http://www. worldbank.org/data/ databytopic/GDP.pdf.

19 Esta idea de «fragmentación» de la industria es destacada en todos los informes internacionales disponibles. A título de ejemplo, en el informe del G-30 *Global Clearing and Settlement: A Plan of Action* se señala que «Cross-border trading is a particular challenge because, at its heart, clearing and settlement of securities is still an activity that takes place market by market. This "domestic" approach reflects the natural evolution of securities markets in the context of local law, business practice and regulatory frameworks».

20 A título de ejemplo, es común en nuestra práctica societaria que los inversores en acciones de sociedades cotizadas españolas asistan presencialmente a las juntas generales en condición de «representante» de su entidad de subcustodia en España, que es la que aparece en los registros de la entidad de crédito española que participa en el depositario central de valores español. Las tarjetas de asistencia se expiden a nombre de la citada entidad, que es formalmente la titular, y para permitir que acuda el titular real de la inversión se le hace figurar como «representante».

FIGURA 3 Instrucción de flujos en transacciones transfronterizas de renta variable



DVP=*Delivery versus Payment* entrega contra pago
RVP=*Reception versus Payment* recepción contra pago

de procedimientos destinados a asegurar que la entidad de custodia realizará cuantas actuaciones sean necesarias para garantizar que el titular de la inversión podrá ejercer los derechos derivados del instrumento financiero de que se trate (p.e., le enviará las convocatorias de juntas generales, le transferirá los dividendos que haya recibido del emisor, etc.).

A las dificultades derivadas de esta visión estática de los sistemas de tenencia indirecta, intuitivamente comprensible, se han de sumar las que resultan cuando se tiene en cuenta que estos sistemas de «tener» son los que asimismo se utilizan para dejar de tener o para tener más, apareciendo las dificultades propias del aspecto dinámico de estos sistemas. Cuando un inversor decide vender los valores que adquirió en otro país, la cadena de actuaciones y de entidades implicadas puede llegar a ser realmente sorprendente. La figura 3 incluye un diagrama que muestra un caso real, recogido a título de ejemplo en el *Informe Giovanninni I*, al que luego haremos referencia.

La doctrina ha estudiado las ventajas e inconvenientes de los sistemas de tenencia directa e indirecta[21] desde un punto de vista o análisis estrictamente funcional, para concluir que la existencia de los sistemas de tenencia indirecta está justificada en la medida en que las ventajas de estos sistemas superan sus inconvenientes[22]. De un modo mucho más intuitivo puede decirse que son una consecuencia natural de la libertad de organización de los mercados, entendida en sentido amplio: cada operador elige, entre las diversas opciones, la que le resulta mejor. De ahí que los sistemas de tenencia indirecta no excluyan, en ningún caso, la tenencia directa[23]. El inversor tiene (o debería tener) a su disposición ambas alternativas. Y lo importante es que sea consciente de las implicaciones de cada una. El que las ventajas asociadas a los sistemas de tenencia indirecta superen a sus costes es algo que resulta imposible de predecir en términos generales. Depende de muchos factores, principalmente del perfil del inversor. Por eso lo importante es que el inversor sea consciente de las implicaciones que conlleva la tenencia indirecta y que a partir de ahí decida si prefiere quedarse al final de la cadena o pedir la anotación de su nombre en el registro más cercano posible al emisor[24].

En lo que a este trabajo afecta, queremos resaltar que, a nuestro juicio, la convivencia entre sistemas de tenencia directa e indirecta será necesaria todavía durante lustros, en la medida en que no se ve en el horizonte la creación de un órgano legislador mundial con capacidad para obligar a todos los Estados del mundo a reconocer plenos efectos en todas las jurisdicciones a todos los eslabones de las cadenas de custodia internacional. Esta tozuda realidad obliga a los juristas a esforzarse en encontrar soluciones jurídicas adecuadas que resuelvan los múltiples problemas jurídicos, tanto conflictuales como sustantivos, derivados de esta realidad económica.

Una vez vista, siquiera a ojo de pájaro, la estructura básica de los sistemas de post-contratación, nacionales e internacionales, vamos a repasar cuál ha sido la actitud de los organismos internacionales frente a esta compleja realidad.

LA REGULACIÓN INTERNACIONAL Y COMUNITARIA DE LOS MECANISMOS DE POST-CONTRATACIÓN[25]

Introducción

A finales del siglo XX podía afirmarse, sin excesivo riesgo de exageración, que el marco jurídico internacional aplicable a los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores era desolador. Las únicas referencias en la materia estuvieron constituidas por las recomendaciones generadas por grupos de trabajo que reunían a entidades e instituciones internacionales y académicos de prestigio en la tarea de establecer estándares universales que los sistemas de liquidación de valores habrían de cumplir.

Aunque en los inicios del siglo XXI el panorama dista mucho de ser óptimo, es cierto que se ha producido un cambio sustancial en la toma de conciencia y en el conocimiento sobre las características y trascendencia de los sistemas de registro, compensación y liquidación, especialmente en lo que se refiere a las operaciones transfronterizas (*cross-border settlement*). En concreto, se han generalizado dos principios: en primer lugar, los sistemas de liquidación están en el corazón de los mercados financieros y generan múltiples riesgos para éstos; y, en segundo lugar, si los sistemas

21 Paz-Ares, C. y Garcimartín, F., «Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros», en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 238, octubre-diciembre de 2000. Vid. Schwarcz, S., «Intermediary Risk in a Global Economy», *Duke Law Journal*, 2001.

22 Sobre los inconvenientes, vid. Garcimartín, F., y Gómez-Sancha, I. *Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador internacional*, pendiente de publicación.

23 Como ha señalado Schwarcz, «Future transaction patterns may even replace existing patterns. The Internet, for example, ultimately may allow investors to opt out of using securities intermediaries» Schwarcz, S.: «Intermediary Risk in a Global Economy», *Duke Law Journal*, 2001. Asimismo lo señala Mooney, C.S.Jr., en «*Property, Credit and Regulation Meet Information Technology: Clearance and Settlement in the Securities Markets*», 55 Law & Contempary Problems, p. 131, 1992.

24 Garcimartín, F., y Gómez-Sancha, I., *op. cit.*

25 Muchas de las ideas de este apartado están tomadas de Gómez-Sancha, I., «Notas de actualidad sobre el marco jurídico de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores», capítulo de la obra colectiva *El Espacio Financiero Único de la Unión Europea*, Instituto de Estudios Europeos, 2005.

de liquidación imponen costes excesivos para las operaciones transfronterizas, nunca se desarrollará un auténtico mercado financiero integrado de capitales, con el correspondiente coste para el desarrollo económico. A continuación se alude a los trabajos de grupos de expertos y recomendaciones internacionales que más impacto han tenido en Europa, para después referir a la situación actual del marco normativo comunitario.

Los grupos de expertos y las recomendaciones internacionales

Con carácter general, y como es de suponer, la eficacia y virtualidad jurídica de estas recomendaciones internacionales es muy limitada. Generalmente sirven para poner de manifiesto los riesgos, dificultades y obstáculos técnicos y jurídicos de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. Vamos a destacar el trabajo del denominado G-30, probablemente el más representativo del sector, y haremos a continuación un resumen de otros trabajos relevantes.

El Grupo de los Treinta (G-30)

Como señala Ramírez[26], la preocupación por la falta de atención que las labores de compensación y liquidación de valores estaban teniendo en los mercados en general, y los riesgos asociados a ellas, fue la causa de que un conjunto de insignes personalidades del mundo financiero internacional tomara la iniciativa de constituir un grupo privado de trabajo denominado «Grupo de los Treinta», con el propósito de estudiar en profundidad esta problemática, darle una perspectiva internacional y proponer estándares mínimos para ser cumplidos en todos los mercados que aspirasen a tener una presencia activa de inversores y operadores internacionales. El G-30 emitió su informe en marzo de 1989, en el que se incluyen las principales deficiencias detectadas con carácter general (ausencia de procedimientos informatizados de anotación en cuenta de los valores, incompatibilidad en los sistemas de confirmación de operaciones, diferentes períodos de liquidación —de hasta varias semanas desde la contratación—, ausencia de «entrega contra pago» con considerable riesgo de contrapartida, falta de garantías estandarizadas), y se establecieron nueve recomendaciones dirigidas a reducir los riesgos y a mejorar la eficiencia. Este informe ha sido el marco internacional de referencia y contraste durante la última década del siglo XX. En numerosos países en vías de desarrollo sus recomendaciones están aún lejos de cumplirse.

Recientemente el G-30 ha actualizado sus recomendaciones en la materia. Tras un trabajo de tres años, en 2003 se ha publicado el informe *Global Clearing and Settlement: A Plan of Action*, en el que tras un extenso trabajo de recopilación de información y consultas al sector, se establecen veinte nuevas recomendaciones y un plan de actuación del sector público y privado en el que se establecen las actividades que son necesarias para su consecución. En este trabajo —como en casi todos los más recientes— se observa un progresivo cambio de enfoque, que ya no pivota exclusivamente en pilares básicos del funcionamiento de los sistemas y de reducción del riesgo, sino que se extiende, fundamentalmente, a aspectos más operativos y tecnológicos, que se estiman imprescindibles para conseguir la tan deseada «interoperabilidad» de los sistemas en la liquidación transfronteriza. A título de ejemplo: «armonizar los estándares de mensajería y los protocolos de comunicación» o «automatizar y estandarizar el *case* institucional de las operaciones».

Otros trabajos a destacar

Otros trabajos destacables en el ámbito internacional son los que se indican a continuación.

En diciembre de 1999 el CPSS (Comité on Payment and Settlement Systems) del Banco Internacional de Pagos de Basilea y la Organización Internacional de Reguladores de Valores (IOSCO) constituyeron un Task Force on Securities Settlement Systems o grupo conjunto de trabajo sobre sistemas de liquidación de valores, compuesto por 28 bancos centrales y organismos supervisores de mercados de valores de 18 países. Este grupo publicó en noviembre de 2001 sus «Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores» tras

26 Ramírez, F., «Servicio de Compensación y Liquidación Bursátil: Génesis de un proyecto ambicioso», en *Papeles de Economía Española*, núm. 36, 1991, pp. 17 y ss.

un amplio proceso de consultas a los participantes y reguladores de países de los cinco continentes.[27]

A la vista de las Recomendaciones de CPSS-IOSCO, el 25 de octubre de 2001 el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (conocido por el acrónimo inglés CESR) acordaron trabajar conjuntamente en el campo de los sistemas de compensación y liquidación, a cuyo efecto crearon un grupo de trabajo con representantes de ambas instituciones. Este grupo ha publicado un borrador de estándares, que fue recibido con descontento por todos los sectores (que acusaban a estos estándares, según desde qué postura, de excesivamente laxos o rigurosos) y está todavía pendiente de aprobación.

La regulación de la post-contratación desde la óptica de la Unión Europea

Antecedentes: el Informe Lamfalussy

Como señala Rojo Duque[28], la preocupación por la situación de la normativa comunitaria de servicios financieros llevó a la Comisión, en mayo de 1999, a presentar al Parlamento y al Consejo una Comunicación que proponía un programa de trabajo que fijaba objetivos, prioridades, un calendario indicativo de actuaciones y unos mecanismos que pudieran contribuir a la realización de todo ello; y adjuntaba un Plan de Acción sobre Servicios Financieros que contemplaba un conjunto extenso y preciso de actuaciones y sugería algunas formas para hacer más rápida y menos compleja la tarea normativa en este campo.

El Consejo Europeo celebrado en Lisboa, en marzo de 1999, no sólo adoptó el Plan de Acción propuesto sino que señaló que dicho Plan debería estar concluido en el año 2005. A raíz de los informe periódicos sobre la puesta en práctica del Plan, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas acordó, en julio del año 2000, designar un Comité de *Wise Men*, formado por seis expertos y presidido por el profesor Lamfalussy, que había de rendir un informe sobre la Regulación de los Mercados de Valores Europeos en el primer semestre del año 2001.

El Comité cumplió su mandato y presentó un Informe inicial en noviembre del año 2000 y su Informe final el día 15 de febrero de 2001. En su Informe se destacan las deficiencias del sistema de regulación existente en la Unión y se propone un nuevo esquema basado en la figura conocida como «comitología», que hace referencia a la delegación, por el Consejo a la Comisión, de poderes de instrumentación para la ejecución de la legislación de la Unión Europea, que se habían de instrumentar a su vez, en cuatro niveles de actuación.

En lo que concierne a los sistemas de registro, compensación y liquidación, el Informe Lamfalussy tuvo un notable impacto, al constituirse como banderazo de salida de posteriores trabajos e informes en la materia, como veremos. Rojo Duque señala que «en pocos temas ha escuchado el Comité tantas quejas de los consultados, quienes han denunciado el alto grado de fragmentación del sector con la consecuencia de costes muy elevados para las operaciones transfronterizas, la falta de acceso abierto y no discriminatorio, la ausencia de unas normas reguladoras comunes en el ámbito europeo, etc.». En consecuencia, el Informe destaca subrayadamente que la estructura del sector era un impedimento para el adecuado desarrollo de un mercado financiero integrado, y que la regulación era prácticamente inexistente, a pesar de lo cual —parece decirse con cierto aire de reproche— esta materia no había sido incluida entre las que eran objeto de atención en el Plan de Acción de Servicios Financieros. Asimismo se apuntó que las autoridades deberían analizar los eventuales obstáculos a la competencia que pudieran estar impidiendo una mayor consolidación del sector en la Unión; y llamó a la reflexión urgente sobre la necesidad de establecer un marco jurídico comunitario para esta actividad que tuviese en cuenta, de un lado, que los mecanismos de liquidación son un requisito previo para un eficiente funcionamiento de los mercados de valores y, de otro, el posible riesgo sistémico inherente a estos sistemas. Como veremos, muchos de los argumentos del Informe Lamfalussy se repetirán en

27 Estas 19 recomendaciones pretenden ser universalmente aplicables, es decir, para los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores de todo tipo (renta fija y variable) y de cualquier país. Su objetivo es, pues, similar al perseguido por el Grupo de los 30, si bien en este caso las recomendaciones tiene un «plus de legitimidad» derivado del hecho de que son los reguladores y supervisores de la mayoría de los países del «primer mundo» los que emiten las recomendaciones.

28 Rojo Duque, L. A., «La regulación de los Mercados de Valores Europeos», conferencia pronunciada el 8 de junio de 2001 en las XXVIII Jornadas de los Mercados Financieros en Valencia. Don Luis Ángel Rojo fue uno de los componentes del Comité que elaboró el Informe Lamfalussy.

la reciente Comunicación de la Comisión de abril de 2004, preparatoria de la futura Directiva de Compensación y Liquidación.

El Grupo Giovannini: los informes Giovannini I y Giovannini II

El denominado «Grupo Giovannini» fue formado en 1996 para asesorar a la Comisión Europea sobre diversas cuestiones relativas a la integración y a la eficiencia de los mercados financieros de la Unión. Después de tres informes sobre cuestiones relacionadas con la introducción del euro y los mercados de deuda pública, el grupo ha elaborado dos informes sobre compensación y liquidación de valores.

El primer informe, de noviembre de 2001, titulado *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union* (conocido como Giovannini I), se autocalifica como un «trabajo de diagnóstico» y destaca que la infraestructura de compensación y liquidación en la Unión Europea está muy fragmentada y complica significativamente el procesamiento de las operaciones transfronterizas. En particular, identifica la existencia de quince barreras que impiden una eficiente compensación y liquidación de operaciones en la Unión, y que agrupa en tres categorías: diferencias nacionales en los requerimientos técnicos y en las prácticas de mercado; diferencias nacionales en la fiscalidad y en los procedimientos fiscales, y cuestiones relativas a la seguridad jurídica. A continuación distingue entre las barreras cuyo levantamiento es responsabilidad exclusiva del sector privado, y aquellas que sólo podrán levantarse con la actuación conjunta de los sectores público y privado.

El segundo informe, de abril de 2003, titulado *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements* (también llamado Giovannini II), pretende proveer soluciones para levantar las quince barreras identificadas en el primer informe y asigna responsabilidades en su consecución, así como un calendario de fechas límites.

En el ámbito jurídico destacan especialmente las medidas para levantar las barreras número 13 «Ausencia de un marco jurídico paneuropeo que defina el régimen jurídico de la titularidad de los valores» y 15 «Desigual aplicación de las reglas de conflictos de leyes». El informe apunta a las diferencias entre las legislaciones nacionales al definir cuál sea la situación jurídica de quien tiene anotados valores en una cuenta abierta en un intermediario (p.ej., la anotación ¿es la propiedad o sólo el reflejo de la propiedad?, es decir, si es constitutiva o meramente declarativa). Defiende el carácter constitutivo de la anotación y exige que se reconozca así en todos los países de la Unión, a través de lo que se ha de denominar el EU Securities Account Certainty Project, proyecto legislativo que, en tres años, debe conducir a la unificación del régimen jurídico de los valores anotados en los países de la Unión. Como veremos posteriormente, esta iniciativa ha sido acogida por la propia Comisión Europea en la Comunicación de abril de 2004.

En lo que se refiere a la desigual aplicación de las reglas de conflicto de leyes, expresa que si bien las soluciones ofrecidas por la Directiva de acuerdos de garantía financiera y el Convenio de La Haya de 2002 (a las que nos referiremos posteriormente) son un gran paso adelante, porque ayudan a definir bajo qué ley se define el régimen jurídico del titular de un valor anotado, sin embargo las diferencias entre legislaciones nacionales crean en sí mismas problemas que no se resuelven exclusivamente con una mayor seguridad jurídica sobre la ley aplicable, por lo que deben abordarse en el marco del EU Securities Account Certainty Project, que luego será el Legal Certainty Project.

Los informes Giovannini I y II tienen una gran relevancia en cuanto han sido muy favorablemente recibidos por la Comisión Europea, que, en general, comparte sus conclusiones, como resulta de su Comunicación de 28 de abril de 2004.

El ordenamiento comunitario en vigor

Como se ha apuntado más arriba, en los albores del siglo XXI se ha producido un cambio sustancial en la toma de conciencia y el conocimiento sobre las características y trascendencia de los sistemas de registro, compensación y liquidación, especialmente en lo que se refiere a las operaciones transfronterizas (*cross-border settlement*). Uno de los motores de este cambio, en el ámbito europeo, ha sido la corriente centrípeta generada por la introducción del euro en los mercados financieros. La voluntad de conseguir un verdadero mercado integrado financiero en la Unión Europea puso enseguida de manifiesto la necesidad de facilitar

el tráfico internacional de los valores negociables y el adecuado control del riesgo añadido que estos movimientos implican. De ahí que la atención de las instituciones comunitarias, según se ha expuesto, se haya ido centrando cada vez más en clarificar el régimen aplicable a estos sistemas, en sus diversas vertientes.

A continuación se va a hacer referencia a algunas normas comunitarias en la medida en que son relevantes para los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

La Directiva 93/22/CE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables y su reforma

La Directiva de Servicios de Inversión de 1993 —recientemente derogada por la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros de abril de 2004— no reguló de forma autónoma a los sistemas de registro, compensación y liquidación.

Precisión: Sólo se refiere a ellos para señalar que la función de compensación y liquidación puede ser efectuada por organismos distintos de los mercados en los que se realizan las operaciones y que, por consiguiente, cada vez que en la Directiva se mencione el acceso a los mercados regulados o la condición de miembro de los mismos, se entenderá que ambos conceptos incluyen el acceso a los organismos que efectúen las funciones de compensación y liquidación para los mercados regulados, así como la condición de miembro de dichos organismos (Considerando 35); y para establecer que los Estados miembros de acogida velarán por que las empresas de inversión autorizadas por las autoridades competentes de su Estado miembro de origen a prestar los servicios mencionados en los puntos 1 b) y 2 de la sección A del Anexo [...] puedan tener acceso o hacerse miembros de los sistemas de compensación y liquidación allí existentes para uso de los miembros de los mercados regulados (artículo 15.1).

No obstante, se dispuso que el acceso a un mercado regulado, la admisión como miembro y el mantenimiento de ambas prerrogativas estarán supeditados al cumplimiento de las normas de dicho mercado regulado en lo que respecta a la constitución y administración del mercado regulado y al cumplimiento de las normas relativas a las operaciones de dicho mercado, las normas profesionales impuestas al personal que trabaja en ese mercado o en conexión con él y las normas y procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación (artículo 15.2).

Estas escuetas referencias son acordes con el primitivo estado de conocimiento de los sistemas de liquidación. Sin embargo, pronto se apreció la necesidad de que estos sistemas tuvieran una regulación propia, cuyo primer hito será la Directiva de Firmeza.

La Directiva 98/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores

Esta Directiva trata de dar respuesta jurídica a las consecuencias del «riesgo sistémico».

Precisión: El riesgo sistémico consiste en que, en aquéllos sistemas de pagos o de liquidación de valores en que se utiliza la técnica de la compensación —en cuya virtud una multitud de transacciones se transforman, al término de un período de tiempo determinado, en un solo derecho o en una sola obligación para cada participante, según cual sea el saldo, positivo o negativo—, el incumplimiento de las obligaciones de un participante podría impedir que otros participantes cumpliesen, a su vez, con sus respectivas obligaciones y, en especial, con las relativas a la liquidación; esta cadena de incumplimientos podría llegar a ocasionar el hundimiento de un sistema, si no está dotado de los instrumentos necesarios para controlar los riesgos inherentes a su actividad .

Sin entrar en un análisis detenido de esta norma, señalaremos que su instrumento principal consiste en declarar que las órdenes de transferencia de valores que los participantes den a un sistema y la compensación de las obligaciones en el sistema serán legalmente exigibles y serán vinculantes con respecto a terceros, aun en el caso de que se incoe un procedimiento de insolvencia respecto de un participante, siempre que las órdenes de transferencia se hayan cursado al sistema antes del momento de la incoación de un procedimiento de insolvencia (artículo 6.3). Con ello se consigue que el sistema quede inmune a las insolvencias de sus miembros, impidiendo a los órganos de la insolvencia adoptar cualquier medida que pudiera suponer una retroacción de la liquidación o una revocación de las órdenes ya introducidas en el sistema.

Esta Directiva marcó una etapa clave en el proceso de desarrollo de un marco jurídico adecuado para los sistemas de liquidación[29]. Su incorporación al ordenamiento jurídico español se ha producido a través de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.

La Directiva 2002/47/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera

Se trata de una norma de gran trascendencia, que constituye un nuevo ejemplo de cómo la necesaria armonización de las legislaciones nacionales llevará a introducir en nuestro ordenamiento figuras desconocidas y, en algunos casos, expresamente proscritas. Esta norma, de redacción especialmente enrevesada y confusa, reconoce y regula en sus aspectos básicos figuras como la transmisión de la propiedad con causa de garantía o el pacto comisorio[30].

La Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Esta norma sustituye a la Directiva 93/22/CE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables y su reforma. Es, junto con las Directivas de Transparencia, Folletos y Abuso de Mercado, una de las cuatro Directivas de Nivel 1 —en la terminología Lamfalussy—. En lo que hace al objeto de este trabajo, se ha de destacar que esta nueva Directiva, al igual que la anterior de 1993, trata de asegurar que los intermediarios financieros tengan libertad de acceso a los mercados y sistemas de liquidación de la Unión Europea. Sin embargo, ante lo insuficiente de las medidas contenidas en la Directiva de 1993, la Directiva de 2004 trata de reforzar el principio de libre acceso transfronterizo a los sistemas de liquidación que, a diferencia de la anterior, ya no se limita a enunciar, sino que establece una regulación detallada en su artículo 34.

Precisión: Su artículo 34, bajo la rúbrica «Acceso a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación y derecho a designar un sistema de liquidación», establece las siguientes medidas: (i) 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; con el fin de evitar cualquier discriminación, se dispone a continuación que 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. (ii) 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 Sistema Multilateral de Negociación de su territorio. (iii) 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

29 En lo que se refiere a las cuestiones de ley aplicable, el artículo 9.2 de esta Directiva, siguiendo el principio de la *lex rei sitae* estableció que: «Cuando se constituya una garantía mediante valores (inclusive derechos sobre valores) en favor de participantes y/o bancos centrales de los Estados miembros o del futuro Banco Central Europeo, tal como se describe en el apartado 1, y su derecho (o el de cualquier mandatario, agente o tercero que actúe en su nombre) respecto de los valores se inscriba legalmente en un registro, cuenta o sistema de depósito centralizado con sede en un Estado miembro, la determinación de los derechos de dichas entidades como acreedores pignoraticios sobre dichas garantías se regirán por el Derecho de dicho Estado miembro». Este artículo habrá de ser modificado en el momento en que entre en vigor en la Unión Europea el Convenio de La Haya de 2002 que, según veremos, se aleja de esta solución.

30 En el ámbito de los sistemas de liquidación, esta norma extendió la regla de la ley aplicable a las garantías financieras anotadas en cuenta. Su artículo 9.1 establece que:
«1. Toda cuestión relativa a cualesquiera de los temas especificados en el apartado 2 en relación con una garantía prendaria de anotaciones en cuenta se regirá por la legislación del país en que se encuentre la cuenta principal. La referencia a la legislación de un país es una referencia a su legislación nacional, desestimando toda norma en virtud de la cual, para decidir la cuestión relevante, se tuviera que hacer referencia a la legislación de otro país.
2. Las cuestiones contempladas en el apartado 1 son:
a) la naturaleza jurídica y los efectos sobre la propiedad de la garantía prendaria de anotaciones en cuenta; b) los requisitos para perfeccionar un acuerdo de garantía financiera relativo a garantía prendaria de anotaciones en cuenta y la prestación de garantía prendaria de anotaciones en cuenta en virtud de tal acuerdo, y de manera más general el cumplimiento de los requisitos necesarios para hacer que el acuerdo y la prestación mencionados surtan efectos frente a terceros; c) si el título o derecho de una persona en esta garantía prendaria de anotaciones en cuenta es inferior o subordinado a otros títulos o derechos reivindicados o si ha tenido lugar una adquisición de buena fe; d) los pasos requeridos para la realización de la garantía prendaria de anotaciones en cuenta tras un supuesto de ejecución».
Al igual que ocurre con la Directiva de Firmeza, este artículo habrá de ser modificado en el momento en que entre en vigor en la Unión Europea el Convenio de La Haya de 2002.

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 b) que 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 (iv) Por último se dispone que estos derechos de las empresas de inversión 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.

El artículo 34 de la Directiva trata de dar una solución equilibrada que atienda los distintos intereses en juego. En primer lugar, reconoce que el sistema de liquidación ha de ser el designado por el miembro que contrata, y no el designado en todo caso por el mercado en el que se realizó la contratación. Ahora bien, no siendo la norma ciega a la realidad, se somete este derecho de designación del lugar de la liquidación a un triple límite: en primer lugar, que existan los vínculos y mecanismos que sean necesarios para asegurar la liquidación eficaz y económica de la operación en cuestión; en segundo lugar, que, a juicio del supervisor, la liquidación a través de un sistema distinto del designado por el mercado regulado permita el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros; y, en tercer lugar, que el servicio se podrá denegar por «motivos comerciales legítimos», expresión que puede al menos entenderse referida a que el derecho de acceso conlleva la obligación de remunerar al gestor del sistema en las mismas condiciones que el resto de los participantes. Este artículo 34, en cualquier caso, puede considerarse transitorio, en la medida en que, como veremos a continuación, la Comisión Europea considera que el derecho de acceso es la clave del arco que asegura la competencia en el sector.

El trabajo prelegislativo en la materia

Como se ha anunciado, los órganos de la Unión Europea han decidido que la existencia de una norma común que regula la compensación y liquidación de las operaciones transfronterizas es imprescindible para la existencia de un mercado financiero integrado. Los principales hitos de este proceso han venido marcados por tres instrumentos:

La Comunicación de la Comisión Europea al Consejo y al Parlamento Europeo de 28 de mayo de 2002, en la que bajo el título «Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea. Cuestiones principales y desafíos futuros», la Comisión Europea manifestó por primera vez su visión del sector. Recoge en este documento muchas de las conclusiones del Informe Giovannini I, y declara dos objetivos principales: (i) eliminar los obstáculos a la conclusión de transacciones transfronterizas debidos a las diferencias nacionales en cuanto a requisitos técnicos y prácticas del mercado, procedimientos fiscales y normativa aplicable a los valores; y (ii) eliminar todo falseamiento de la competencia o tratamiento discriminatorio entre las entidades que ofrecen servicios semejantes de compensación y liquidación.

La Resolución del Parlamento Europeo de 15 de enero de 2003, que contestando a la anterior, declara, entre otros extremos, que la Comisión debe elaborar una Directiva de compensación y liquidación que establezca normas comunes para todos los Estados miembros; y que a largo plazo podría preverse la creación de un código de valores mobiliarios europeo. Lo más destacable de esta Resolución se refiere a la estructura del sector, ya que el Parlamento se aparta por completo de la postura no intervencionista manifestada por la Comisión en su resolución de mayo de 2002, y señala que debe existir una separación entre los depositarios centrales de valores, que deben dedicarse en exclusiva a realizar servicios de infraestructura de liquidación nacional y transfronteriza y de depositario central de títulos, mientras que los servicios de «valor añadido» deben facilitarse a través de una estructura controlada y compartida que debe ser independiente de la anterior, también desde un punto de vista logístico. Los depositarios centrales deben tener vetada la posibilidad de incurrir en riegos bancarios y otros

similares para evitar el riesgo de contagio entre las distintas funciones[31].

La Comunicación de la Comisión Europea al Consejo y al Parlamento Europeo, de 28 de abril de 2004, titulada «Compensación y liquidación en Europa: el camino a seguir». Se trata de un documento de gran trascendencia en cuanto por primera vez se enuncian los principios que vertebrarán una futura Directiva de Compensación y Liquidación, y la vamos a analizar con detenimiento.

La Comunicación de la Comisión Europea al Consejo y al Parlamento Europeo, de 28 de abril de 2004, titulada «Compensación y liquidación en Europa: el camino a seguir»

La Comunicación de la Comisión, que se refiere a los «mecanismos de compensación y liquidación» de forma genérica, siendo de aplicación tanto a las operaciones sobre valores como a las operaciones sobre instrumentos financieros derivados, está dividida en tres partes fundamentales: situación actual, objetivos perseguidos y actuaciones concretas a adoptar por la Comisión.

a) Situación actual y principios básicos

En esta primera parte la Comunicación reitera la descripción del panorama europeo de la compensación y liquidación contenida en documentos previos (Informes Lamfalussy y Giovannini, ya expuestos con anterioridad). Señala que la estructura fragmentada de este sector no resulta ya aceptable en un momento en que las estrategias de inversión se basan cada vez más en consideraciones sectoriales paneuropeas y en la creación de un mercado europeo único para los servicios financieros.

Manifiesta, reiterando lo declarado en su Comunicación de 2002, que el principal obstáculo está constituido por las restricciones que los sistemas domésticos imponen a los operadores para acceder libremente a los mecanismos de compensación y liquidación local de su elección, lo que supone una limitación a la competencia y a la eficacia en al prestación de servicios transfronterizos. Asimismo señala que la falta de un marco normativo común permite a las autoridades denegar el acceso u oponerse al uso de sistemas extranjeros bajo capa de mantener el buen funcionamiento de los mercados y de garantizar la estabilidad financiera. A continuación indica que, sin perjuicio de lo anterior, el libre acceso a los sistemas es imprescindible, pero no suficiente. También identifica otros obstáculos a vencer, como son: la mayor protección (estatuto jurídico) que las legislaciones domésticas confieren a los intereses (valores e instrumentos derivados) cuando están depositados en los custodios locales; las diferencias en el tratamiento de las operaciones de sociedades emisoras; o la imposición de la participación de una entidad local (p. ej., atribución de responsabilidad exclusiva sobre las retenciones fiscales al CSD local o a las entidades domésticas).

En cuanto a los participantes, la ausencia de condiciones de igualdad genera tres tipos de cuestiones a armonizar para garantizar un *level playing field*: en materia de pasaporte, los bancos y empresas de servicios de inversión pueden, en virtud del «Pasaporte comunitario», ofrecer servicios de custodia y liquidación transfronteriza, mientras que los demás operadores que no tengan esta condición se ven confinados a los servicios domésticos; en lo que se refiere a las exigencias de capital (*capital adequacy*), existen claras diferencias en cuanto al capital exigido para los operadores con forma de banco y para el resto. Además existen bancos que, junto con servicios de intermediación y bancarios, ofrecen también servicios básicos de infraestructura de liquidación y custodia (los CSD internacionales o ICSD, como Euroclear o Clearstream), que sin embargo no pueden realizar en otros Estados miembros.

Se aprecia, pues, que la Comisión ha reiterado el enfoque ya anunciado en su Comunicación de 2002, que sigue dirigido a garantizar que las políticas de competencia se cumplen también en este sector.

b) Objetivos perseguidos por la Comisión

El objetivo primordial declarado es la creación de sistemas de compensación y liquidación de la UE que sean

31 Esta postura favorecía a los custodios internaciones que no prestan servicios de depositarios centrales de valores, y perjudicaba frontalmente a los ICSD o depositarios centrales de valores internacionales, fundamentalmente Euroclear y Clearstream, en la medida en que les obligaría a separar por completo sus actividades de prestadores de servicios de CSD y de servicios bancarios.
Como veremos, la Comisión ha rechazado por completo esta visión del sector.

seguros y eficaces y que garanticen la igualdad entre los distintos prestadores de servicios interesados. Para lograr este objetivo la Comisión considera que deben aplicarse las medidas y políticas siguientes: (i) La liberalización y la integración de los sistemas de compensación y liquidación existentes, mediante: a) el pleno acceso y total libertad de elección de todos los operadores a todos los sistemas, y de todos los sistemas entre sí (tanto CSD como CCP), sin restricción alguna; y b) la supresión de los obstáculos actuales a la compensación y liquidación transfronterizas. (ii) La aplicación continuada de la política de competencia con el fin de abordar las prácticas de mercado restrictivas y supervisar una mayor consolidación del sector. La eficacia que provendrá de una mayor integración y consolidación del sector no debe verse perjudicada por la adopción de prácticas restrictivas de la competencia (p. ej., imposición de precios excesivos o discriminatorios, arbitraria denegación de acceso). (iii) La adopción de un marco normativo y de supervisión común que garantice la estabilidad financiera y la protección de los inversores y permita el reconocimiento mutuo de los sistemas. Se adoptará un enfoque funcional: las mismas actividades deben ser objeto de un mismo tratamiento, sean cuales sean las entidades que las ejerzan. No se impondrá una segregación de funciones de infraestructura (*core activities*, típicamente las que realizan los CSD) y bancarias o de intermediación, que podrán prestarse por una misma entidad. (iv) La aplicación de mecanismos de gobierno corporativo apropiados, como medio de garantizar preocupaciones de las autoridades públicas relativas a la seguridad de los Sistemas y CCP y su posible adopción de prácticas contrarias a la competencia (complementarios a las políticas de competencia y una normativa y supervisión eficaces).

c) Iniciativas concretas de la Comisión.
Para conseguir los objetivos declarados la Comisión tiene intención de:

· Proponer una Directiva sobre compensación y liquidación: su objetivo es la creación de un marco legislativo seguro que: (i) garantice la libre prestación de los servicios de compensación y liquidación en toda la UE sobre la base de exigencias comunes; (ii) suprima las restricciones sobre la localización de la prestación de estos servicios; (iii) permita el reconocimiento de los distintos sistemas nacionales en virtud del principio del Estado miembro de origen.

Con este fin, se prevé que la Directiva introducirá «definiciones funcionales de los servicios» (a los que se alude distinguiendo entre *core services* y los *non-core services*), definiciones que estarán asociadas al diferente grado de riesgo que introduce cada servicio; obligará a llevar separadas la contabilidad por servicios *core* y *non-core* para evitar las financiaciones cruzadas; e impondrá la disociación de servicios, para asegurar que no se condiciona la prestación de los servicios *core* a la contratación del resto.

Preverá el pasaporte comunitario para los CSD e ICSD (si bien entendido como derecho de libre acceso a otros sistemas y mercados, no como derecho de establecimiento en otros países); establecerá exigencias de capitalización, basadas en las bancarias, pero con «exigencias prudenciales suplementarias», dada la importancia de la actividad; impondrá exigencias de alto nivel sobre gestión del riesgo y protección de los inversores; garantizará la coordinación entre supervisores; impondrá requisitos que garanticen el buen gobierno corporativo.

· Crear un grupo consultivo y de seguimiento (*monitoring group*) para superar todos los obstáculos identificados en el Informe Giovannini de los que el sector privado tiene responsabilidad única o conjunta y promover el proyecto general de integración y liberalización.

· Crear dos grupos de expertos (jurídico y fiscal) para examinar los obstáculos de carácter jurídico y fiscal para la integración, hacer balance de la situación y sugerir métodos de armonización de las legislaciones o procedimientos nacionales. En el grupo legal se abordarán cuestiones como la naturaleza de los derechos del inversor, protección frente a insolvencias o derechos del inversor a efectos de operaciones de sociedades.

· Velar por la aplicación efectiva de las normas de competencia La Comisión y las autoridades nacionales de competencia combatirán las prácticas de mercado contrarias a la competencia y controlarán las posiciones de monopolio existentes y una mayor consolidación del sector, interviniendo en caso necesario.

HACIA UNA DIRECTIVA COMUNITARIA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

A la vi1sta de lo anterior, puede decirse que la Comisión parece querer conseguir un sector consolidado con pocos grandes prestadores de servicios de todo tipo, si bien sujetos a una intensa supervisión tanto de mercado (por el Comité Europeo de Reguladores de Valores —CESR—y los supervisores nacionales) como de competencia (autoridades de competencia nacional y comunitaria).

Tras la Comunicación, se han constituido los grupos de trabajo en ella anunciados. El grupo de asesoramiento conocido como CESAME (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group), el fiscal o FISCO, y el legal o Legal Certainty Project, en el que después nos detendremos. Todos estos grupos no hacen sino asesorar a la Comisión Europea sobre el camino que deba seguir la futura regulación. Más correctamente, asesorar sobre si debería o no haber una Directiva de Nivel 1 en materia de compensación y liquidación; y en caso afirmativo, cuáles deberían ser sus principios.

Las autoridades comunitarias tienen fijado su objetivo en la reducción de los costes de los *cross-border clearing and settlement arrangements*. Diversos estudios —en particular el ya citado Informe Giovannini— han denunciado que la liquidación de una operación «nacional», sin elementos extranjeros implicados, se realiza de modo eficiente y a un coste bajo, perfectamente asumible. Por el contrario, cuando en las operaciones interviene un inversor que utiliza intermediarios locales para invertir en otros países de la Unión, los costes se disparan. La dificultad con la que se ha encontrado la Comisión es determinar la verdadera fuente de estos costes.

En ocasiones se ha mezclado en esta discusión la cuestión de los «silos verticales», es decir, si es deseable o no, desde un punto de vista objetivo, que los mercados y los sistemas de post-contratación están sujetos a un mismo control, en la medida en que éstos no podrán fijar libremente sus tarifas y tratarán de beneficiar a los intermediarios de su mercado frente a otros. Pero este tipo de afirmaciones carecen, hasta el momento, de toda prueba empírica contrastable. Más bien se aprecia, con una comparación sencilla, que los CSD tradicionales siguen siendo estructuras con marcados perfiles semipúblicos, sujetos a tarifas intervenidas y otras formas de intervención pública, a diferencia de otro tipo de estructuras muy relevantes en el ámbito europeo, que obtienen ingresos muy superiores de sus actividades «de valor añadido», más típicamente bancarias, como el préstamo de dinero y de valores o la gestión de garantías.

En particular, y en lo que a los CSD tradicionales —como el español— se refiere, la discusión del papel de éstos en los costes de los *cross-border clearing and settlement arrangements* pierde mucho interés en cuanto se aprecia que aquéllos cobran las mismas tarifas a los inversores nacionales que a los extranjeros, tarifas en muchos casos intervenidas y aprobadas por las autoridades nacionales. El «extracoste» de las operaciones transfronterizas podría más bien encontrarse en que los inversores profesionales no quieren abrir cuentas de valores en cada país en el que invierten, sino que prefieren actuar a través de una larga cadena de intermediarios, que si bien les ofrecen un servicio *one-stop shop* para todo los mercados en que operen (naciendo así la industria de la «custodia global» y los «depositarios internacionales»), tienen como desventaja un inevitable coste añadido.

Precisión: Con el fin de allegar información al respecto, la Comisión Europea (a través de su actual Comisario de Mercado Interior, Sr. McCreevy) ha venido realizando en 2006 diversos contactos con representantes del sector, si bien con escaso éxito, pues, aunque la Comisión parece reafirmase en la necesidad de reducir los costes, no acierta a establecer una orientación o dirección al respecto. Unas recientes declaraciones son perfectamente ilustrativas: «Commissioner McCreevy said: «The safety and efficiency of Europe's securities clearing and settlement systems are important for furthering the integration, proper functioning and competitiveness of capital markets. EU markets are currently served by a multitude of different systems mostly created to service national demands. It is widely acknowledged that cross-border post-trading arrangements in the EU are complex and fragmented resulting in higher risks, inefficiencies and higher costs which are spread through the chain of intermediation. This obviously puts crossborder investments at a disadvantage compared to domestic investments.

This situation needs to be addressed: private and public sector bodies must act to trigger change. I had yesterday an open discussion with major users to discuss their objectives. I was very positively impressed by users' convergence on the objectives to be pursued and by their determination and support for resolving the present difficulties. The important question now, is how to move forward»[32].

Precisamente esta pregunta, cómo proceder en el futuro, es la que debe obtener respuesta a lo largo del año 2006. La coherencia de los mensajes de la Comisión en sus comunicaciones de 2002 y 2004 permitirían deducir que probablemente se decante por promover una Directiva de Nivel 1 Lamfalussy en la que se regulen los aspectos más básicos de la comunicación de 2004, antes referidos (libre acceso, libre competencia en toda la Unión, separación de gestión, gobierno corporativo con representación de los usuarios).

Precisión: En un reciente papel de trabajo la Comisión Europea (*Draft working paper on post-trading* de 25 de mayo de 2006), trata de justificar con complejos cálculos matemáticos que una reducción de los costes del *post-trading* tendría un impacto directo en el Producto Interior Bruto de la Unión, y por ello se estima que la acción del poder público es necesario para levantar las barreras que impidan su reducción.

Adicionalmente, y por primera vez, la Dirección General de Competencia de la Comisión ha publicado un documento de trabajo (*Competition in EU Securities trading and post-trading)* sobre los aspectos de competencia del sector de la post-contratación. En resumen, este documento centra su atención en los CSD y CCP (cámaras de contrapartida central) para concluir, fundamentándose básicamente en las opiniones ya vertidas por otras instituciones u operadores en documentos anteriores, o en la «voz de la industria» que su actual configuración es potencialmente contraria a la competencia.

Por último, el Libro Blanco sobre la política de los servicios financieros 2005-2010 de la CE, recientemente publicado, se pronuncia sobre este tema afirmando que la compensación y liquidación de operaciones transfronterizas es más costosa que las realizadas a nivel local y que su nivel de seguridad y eficiencia es bajo, abundando en que esta realidad sitúa a las operaciones transfronterizas en una clara desventaja frente a las operaciones realizadas en el ámbito doméstico, y en que las razones de este mayor coste son de índole técnica, legal y fiscal. Asimismo, destaca que no resulta sencillo regular esta materia a nivel comunitario, teniendo en cuenta la existencia de sistemas distintos muy asentados desde hace tiempo que han conseguido conectarse entre sí y que funcionan, aunque su coste sea alto y su nivel de seguridad reducido.

Sin embargo, son menos que aparentes las bondades de la opción legislativa. La práctica demuestra que, en un sector tan complejo como éste, las autoridades están en realidad en medio de una suerte de fuego cruzado entre diversos modelos de negocio dentro de una misma industria, que han demostrado ser compatibles entre sí —pues en otro caso no hubiesen sobrevivido—. La opción por un modelo (el de los custodios globales frente al de los ICSD, por ejemplo, o viceversa) no puede responder sino a razones extrajurídicas, relacionadas con la capacidad de unos u otros grupos de presión para conseguir la «captura del regulador» —como dirían los economistas americanos—.

Desde un punto de vista jurídico, lo que tiene una especial trascendencia es la solidez jurídica de las instituciones y normas que dan soporte a esta actividad, en su vertiente internacional. Con este fin se constituyó el Legal Certainty Project al que nos referimos a continuación.

EL LEGAL CERTAINTY PROJECT

Una de las necesidades más subrayadas por la citada Comunicación de 2004 es la de establecer un régimen jurídico homogéneo en los países de la Unión en materia de valores negociables y sistemas de registro, compensación y liquidación. La incertidumbre legal se identifica como la principal causa de la ausencia de un verdadero mercado integrado de servicios financieros. Como medio para lograr este fin, la comunicación anunció la creación de un Grupo de Expertos con la misión de desarrollar el que se ha denominado Legal Certainty Project Experts Groups. La primera reunión tuvo lugar en Bruselas el

32 Nota de prensa, de 22 de febrero de 2006. Vid. http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do? reference=IP/06/205&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en

31 de enero de 2005. Las características destacables de su trabajo son las siguientes:

· La participación en el grupo se realiza en calidad de «experto», y por tanto no se pretende obtener una composición representativa de entidades o sectores de la industria.
· Tiene carácter de «grupo hermano» al CESAME (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert group), y no depende de él, sino de la Comisión Europea.
· El grupo está presidido por el jefe de la Unidad de «Libre movimiento de capitales, Derecho de sociedades y Buen Gobierno Corporativo» de la Dirección General de Mercado Interior de la Comisión Europea. La secretaría del grupo se provee desde la propia Comisión. El grupo está compuesto por 35 expertos de diversa procedencia (catedráticos, abogados, asesores de ministerios nacionales, etc., asesores de bancos depositarios y custodios globales). La duración del Proyecto se estima en dos años, y sus objetivos son los siguientes:
  - Acometer un profundo análisis jurídico a cerca de: (i) las causas de la ausencia de un marco común europeo para el tratamiento legal de los valores anotados a través de intermediarios financieros; (ii) las diferencias en el régimen de las operaciones societarias —p. ej. momento en que se adquiere la propiedad o el derecho a los dividendos (fecha de contratación vs. fecha de liquidación); (iii) restricciones a la capacidad de los emisores para elegir la localización de sus valores; (iv) las «Barreras Giovannini» de índole jurídica.
  - Proponer soluciones a los citados problemas y, en su caso, un marco jurídico común para los valores negociables en la Unión Europea.
  - Asistir a la Comisión Europea y al CESAME en las cuestiones que planteen.

· Se trata de un grupo de asesoramiento estrictamente jurídico. En ningún caso asesora o fija *policies*, que son competencia exclusiva de la Comisión Europa. El ámbito del asesoramiento es amplio. No se restringe a las cuestiones de compensación y liquidación, sino a todos aquellos aspectos de índole jurídico, nacionales e internacionales, relacionados con los valores negociables anotados en cuenta, que puedan constituir «barreras legales» a la existencia de un mercado financiero único e integrado. Por tanto, su misión no es redactar una Directiva, sino asesorar a la Comisión Europea en todos estos aspectos. De ahí que su trabajo continuará aun después de la eventual aprobación de una Directiva. Por tanto, se considera esencial que el Grupo esté vinculado con los trabajos en materia de derechos de los accionistas (voto a distancia, etc.) y otros similares.

Los trabajos del grupo durante el año 2005 se han dedicado a realizar un ejercicio de *fact finding*. Con este fin, la secretaría del grupo elaboró un cuestionario de 57 preguntas dirigidas a conocer el régimen jurídico de los valores anotados a través de intermediarios en los veinticinco países de la Unión, como medio para conocer cuáles son las diferencias entre ellos, y si estas diferencias suponen un problema que haya que abordar y resolver. Tras la elaboración del cuestionario y su correspondiente análisis, se está elaborando un informe de conclusiones al respecto, que verá la luz durante 2006.

OTRAS INICIATIVAS DE RELEVANCIA

Aun cuando exceda del ámbito de nuestro estudio, no podemos terminar sin hacer referencia a otras dos iniciativas internacionales que, de un modo u otro, tendrán impacto directo en el ámbito de la Unión Europea: UNIDROIT y el Convenio de La Haya de 2002.

El futuro Convenio de UNIDROIT sobre normas sustantivas harmonizadas sobre valores intermediados

La ya citada incertidumbre sobre la naturaleza jurídica de los derechos del titular de un valor anotado en los sistemas de tenencia indirecta de valores ha llevado a UNIDROIT a abordar el estudio de un Convenio que establezca normas sustantivas sobre valores mantenidos por intermediarios. En el año 2002 se estableció un grupo de estudio compuesto por expertos de diferentes países con el objetivo de tratar de establecer qué materias requieren una armonización internacional, y cuál debe ser el criterio común en todos los países, para asegurar que la anotación del derecho en

una cuenta de valores representa *a good an effective interest*.

En mayo de 2003 el grupo de estudio publicó unas primeras conclusiones en las que se indicaban los aspectos de la regulación que, en su opinión, requieren reglas uniformes —p. ej., los efectos frente a terceros de un abono en una cuenta de valores o las prioridades entre intereses en conflicto y la protección del tercero de buen fe—. Posteriormente, en abril de 2004, publicó un *Preliminary draft convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary*. En el año 2005 y 2006 han tenido lugar dos sesiones intergubernamentales de expertos nacionales con el fin de tratar de fijar un texto que se pueda someter a la aprobación de los países.

Este texto se ha construido sobre tres ideas fundamentales[33]: *Primera:* la necesidad de ofrecer un marco legal sustantivo sólido y aceptable para diferentes sistemas jurídicos. El concepto de «solidez» implica un conjunto de reglas que «tenga en cuenta, en particular, los objetivos de protección del inversor y de eficiencia». Según las explicaciones que acompañan al Convenio, se considera que un texto satisface estos objetivos cuando los inversores pueden confiar en que sus derechos sobre los valores están adecuadamente protegidos mediante un conjunto de reglas claras y precisas sobre la adquisición, mantenimiento y disposición (con fines de transmisión de la propiedad o de garantía), y están asegurados ante los riesgos de insolvencia del intermediario. *Segunda:* construir el texto a partir de un conjunto de reglas funcionales despegadas de un esquema jurídico-conceptual concreto. Los previsibles destinatarios del Convenio son países con tradiciones jurídicas y esquemas conceptuales muy diferentes unos de otros. Para que el Convenio sea aceptable por todos, es necesario formular sus reglas por referencia a circunstancias neutrales, hechos o datos fácticos, más que por referencia a conceptos o esquemas jurídicos. Esto explica que el Convenio no sea un texto cerrado y rígido, sino que muchas de sus reglas se formulan como objetivos o fines que debe garantizar el Derecho de cada Estado parte, pero el cómo lo haga se deja al Derecho nacional. *Tercera:* vinculado a esta última idea, el convenio intenta ser un mínimo común denominador internacional. Por eso, la uniformidad que establece es una uniformidad mínima. Establece reglas uniformes pero sólo en la medida en que sea estrictamente necesario para prevenir los riesgos legales y sistémicos, o para asegurar el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales.

Este trabajo tiene un extraordinario interés, pues se trata del primer intento de ofrecer soluciones universales a los muy complejos problemas que plantea la tenencia de valores en un sistema de anotaciones en cuenta. A título de ejemplo, propone como regla universal que los valores de los clientes de los depositarios nunca puedan formar parte de la masa de la quiebra del depositario, y que, en caso de que falten valores por una incorrecta o fraudulenta actuación del depositario, los valores que queden se repartirán entre los clientes a prorrata de los que tenían previamente. La principal dificultad que está encontrando es el profundo choque que existe entre los sistemas de tenencia indirecta —como el americano del artículo 8 del UCC—. El gran reto del texto de UNIDROIT es ofrecer un esqueleto de soluciones normativas que pueda soportar tanto a los modelos de tenencia directa como los de tenencia indirecta. En este sentido, el presupuesto del Convenio es que la diferencia entre unos modelos y otros es básicamente conceptual y, por consiguiente, es posible encontrar reglas funcionales comunes aceptables para ambos.

El Convenio de La Haya sobre ley aplicable a determinados derechos sobre valores depositados en intermediarios

Introducción

Si en algo coinciden todos los trabajos internacionales sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, es en que el principal y más complejo obstáculo para la creación de un mercado financiero internacional verdaderamente integrado y global es la falta de un régimen jurídico homogéneo que rija estos sistemas; y, más aún y con carácter previo, la ausencia

33 Vid. Garcimartín y Gómez-Sancha, «Los trabajos de UNIDROIT sobre valores depositados en intermediarios», en *Anuario de Derecho Internacional Privado* (pendiente de publicación).

de seguridad jurídica sobre cuál es el ordenamiento jurídico que regula cada uno de estos sistemas.

La cuestión de la ley aplicable a los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores no plantea grandes problemas cuando todos los elementos de la relación jurídica están conectados con un único ordenamiento jurídico. Sin embargo, la determinación de cuál sea la ley aplicable se complica bastante cuando se trata de custodia internacional de valores, en la que la inversión y custodia se realiza con el concurso de intermediarios, dando lugar a la tenencia indirecta de valores, a la que ya nos hemos referido.

Este esquema de tenencia, absolutamente generalizado en la práctica internacional, plantea dos problemas básicos: en primer lugar, cuál es la naturaleza de los derechos del inversor español (y, como consecuencia inmediata, si quiebra alguno de los intermediarios de la cadena, ¿podrá el inversor ser considerado en el concurso un acreedor *ex iure domini*, a pesar de que en los registros del custodio en el extranjero sólo aparece como titular registral la entidad insolvente?); y, en segundo lugar, bajo qué ley se determinan todas estas cuestiones. El alcance del presente trabajo nos impide realizar un análisis detenido sobre todos los aspectos de estas trascendentales cuestiones, que han comenzado a ser objeto de atención por la doctrina especializada en la materia.

Las dificultades planteadas por los sistemas multinivel de tenencia de valores movieron a la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado a crear en el año 2000 un grupo de trabajo con el fin de elaborar un convenio sobre la ley aplicable a los valores anotados en estos sistemas. Este convenio, cuya entrada en vigor, de producirse, cambiará radicalmente el régimen vigente en España hasta el momento, no pretende resolver el problema principal de los sistemas multinivel de tenencia de valores, que es el material —la naturaleza de los derechos anotados—, sino determinar con total certidumbre bajo qué ley se ha de resolver esta cuestión.

El convenio determina cuál es la ley aplicable a: (i) la naturaleza de los derechos que tiene el titular de la cuenta de valores (es decir, si son derechos reales, personales o mixtos); y (ii) la constitución de derechos reales sobre los valores, incluyendo la disposición de valores a favor de un tercero, y las cuestiones de oponibilidad y preferencias frente a terceros. Sin embargo, el convenio no determina las relaciones puramente contractuales u obligacionales entre el depositante y el depositario o un tercero con el que contrata, que se regirán, en su caso, por el Convenio de Roma de 1980; y entre el titular de los valores y el emisor, que se rige por la *lex societatis* (por ejemplo, la cuestión de si un titular tiene o no derecho a dividendos, se determina por la *lex societatis*; pero, la de si el acreedor pignoraticio tiene derecho a los dividendos, la determina la ley designada por el convenio). La primera consecuencia es, pues, que en un contrato que tenga por objeto o garantía valores negociables, el régimen aplicable se determina por dos leyes distintas, la ley aplicable a las cuestiones de índole jurídico-real (Convenio de La Haya, 2002) y la aplicable a las de índole contractual (en su caso, Convenio de Roma de 1980).

La solución adoptada por el Convenio

Durante los dos primeros años de negociación del convenio la solución adoptada por los borradores era la denominada solución PRIMA, Place of the Relevant Intermediary Approach, es decir, ley del lugar del intermediario relevante, que es aquel que mantiene y administra la cuenta. Suponía, en la práctica, la misma solución que la vigente en España y otros países de tradición continental, porque llevaba siempre al lugar en el que esté la cuenta —que se ha venido identificando como el lugar en el que se encuentra el sistema informático que sustenta los valores, como ocurre con los libros del registro respecto de los derechos y bienes de existencia registral—, respetándose, pues, el criterio de la *lex rei sitae* recogido en el artículo 10.1 CC. Se admitía, por tanto, un criterio de búsqueda de la realidad material. Este criterio es además el que se contiene en las Directivas de Firmeza y de Garantías Financieras.

Sin embargo, la dificultad de determinar de modo objetivo y con total seguridad dónde se encuentra la cuenta que registra los valores, llevó, en los últimos dos meses de negociación del convenio, a un giro radical por miedo al denominado *second guessing*, es decir, a que en situaciones litigiosas el juez pudiera estimar que, en realidad, la cuenta no estaba donde creían las partes, sino en otro lugar, con el consiguiente cambio de ley aplicable. Como consecuencia de lo anterior, en los últimos meses de elaboración del

convenio, se acordó seguir la solución propuesta y liderada por los representantes del continente americano —solución respaldada en general por los países de tradición anglosajona—, dándose un giro radical a la solución propuesta, sobre la base de que el convenio debía dar total certidumbre a cuál sea la ley aplicable.

De modo resumido, y sin ánimo de exhaustividad, puede decirse que el convenio ha optado por dejar a la autonomía de la voluntad de las partes del contrato de cuenta de valores la elección de la ley que rige las cuestiones de índole jurídico-real. No obstante, esta elección no es absolutamente libre, pues el convenio la somete a un «test de realidad»: la ley aplicable será la elegida expresamente por las partes en el contrato de cuenta de valores, siempre que en el país de que se trate el intermediario tenga una sucursal a través de la cual se mantengan cuentas de valores. A continuación se definen dos listas, «blanca y negra», de actividades: las que sirven para presumir que se manejan cuentas —p. ej., anotación de valores, pago de dividendos, o un código bancario estandarizado de mantenimiento de cuentas—; y las actividades que no se estiman suficientes para entender que se mantiene una cuenta en el lugar en que se realizan —p. ej., el lugar donde se encuentran depositados los documentos que representan los valores anotados—. Si la ley aplicable no queda así determinada, se entenderá que es la ley del Estado de la sucursal a través de la cual se ha realizado el contrato de cuenta de valores; y en su defecto, la del Estado de constitución del intermediario.

Como puede apreciarse, el criterio del lugar donde se encuentre efectivamente la cuenta de valores carece de importancia para el convenio, abandonándose con ello el principio de la búsqueda de la cuenta, inspirado en la tradicional *lex rei sitae*. Excede del objeto de este trabajo el realizar un análisis crítico de este nuevo convenio. Sí señalaremos que, si bien el convenio fue inicialmente bien recibido en el ámbito de la Unión Europea —como puede apreciarse por la propuesta de la Comisión Europea al Consejo para la adopción de una decisión de ratificar el citado convenio—, se han levantado numerosas voces que han puesto en duda la conveniencia de la solución adoptada para la seguridad jurídica de los mercados financieros europeos. En el centro de su argumentación subyace la idea de que la determinación de la ley aplicable a los cuestiones de índole jurídico-real no debe dejarse a la voluntad de las partes, porque dichas cuestiones afectan a terceros.

No obstante, la posición de la Comisión Europea al respecto fue manifestada en la comunicación de la Comisión de 28 de abril de 2004, en la que se señala que «la aplicación del Convenio de La Haya en la UE permitirá a los operadores determinar con anterioridad a cualquier acción, con certeza y con un esfuerzo razonable, qué legislación sustantiva nacional rige sus derechos a los valores depositados de forma indirecta. En el contexto de sus responsabilidades, la Comisión tomará las medidas necesarias para la firma y consiguiente adhesión al convenio por parte de la Unión Europea y su ratificación por los Estados miembros. La Comisión también adoptará las medidas necesarias para aproximar la Directiva sobre firmeza de la liquidación y sobre la garantía financiera a las disposiciones sobre conflictos entre legislaciones del Convenio de La Haya».

La profunda división de los países de la Unión sobre la conveniencia de ratificar este convenio, y la oposición del Banco Central Europeo, ha llevado al Consejo de la Unión a solicitar a la Comisión la realización de un análisis limitado del impacto legal que tendría la ratificación del convenio para Europa. Este informa debía haberse terminado en diciembre de 2005, pero a la fecha de cierre de estas líneas[34] todavía no ha visto la luz.

34 28 de abril de 2006

NUEVAS NORMAS QUE AFECTAN A LOS ANALISTAS

Alfredo Jiménez Fernández

DIRECTOR DE ANÁLISIS Y ESTUDIOS. FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

INTRODUCCIÓN

Como complemento de la Directiva de Abuso del Mercado, y en concreto para desarrollar uno de sus apartados, el 22 de diciembre de 2003 se publicó la Directiva 2003/125/CE, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de interés de los analistas financieros que realizan estudios que incluyen proposiciones de inversión. La aprobación de esta Directiva se vio afectada por las actuaciones muy desafortunadas de algunos intermediarios en el ámbito de las recomendaciones de inversión, producidas fundamentalmente en el mercado norteamericano, y en concreto en la banca de inversión, que dieron lugar a diversas intervenciones judiciales y a determinados acuerdos extrajudiciales que se saldaron con la liquidación, por parte de dichos intermediarios, de fuertes sumas de dinero.

Lo ocurrido es el resultado de la situación de conflicto que existe en la propia naturaleza de la industria de los valores. En concreto, en los mercados primarios y en las grandes operaciones bursátiles se dan situaciones en las que se contraponen, y a veces yuxtaponen, los intereses de los intervinientes, creando conflictos de difícil solución. Los bancos de inversión actúan simultáneamente como intermediarios y asesores por cuenta de los oferentes y de los compradores de valores, diseñando la oferta pública de venta y actuando como colocadores y aseguradores de las acciones, en un caso, y recomendando, en el otro, en qué valores invertir. Además, los propios grupos financieros a los que pertenecen los intermediarios, gestionan discrecionalmente fondos de inversión y de pensiones susceptibles de dirigir sus inversiones a los valores ofertados.

Históricamente, en los Estados Unidos, se ha combatido esta actuación dual mediante su prohibición; sin embargo, la derogación de la norma que imponía la separación entre las actividades de banca comercial y banca de inversión (Glass Steagall Act) ha propiciado que la actuación de la banca sea más global que nunca y que los conflictos de interés se hayan multiplicado al tiempo que lo han hecho las funciones asumidas por las entidades financieras. Así se ha propiciado que el servicio de análisis financiero y de recomendaciones de inversión de los grandes intermediarios sean utilizados como vía para aumentar sus operaciones de intermediación, tanto en los mercados primarios como en los secundarios, dando lugar a abusos que exigen la adopción de medidas de separación de funciones o el establecimiento, al menos, de la obligación de revelar los posibles conflictos de interés.

Varias de las entidades afectadas, a la luz de los escándalos ocurridos relacionados con las recomendaciones de inversión para sus clientes, adoptaron voluntariamente, como práctica autorregulatoria, medidas de separación entre las distintas áreas de negocio. Posiblemente ésta sea la solución y no la recuperación de la obligatoria separación legal entre la actividad de análisis y la de banca de inversión. La normativa que se ha venido desarrollando en España y en Europa apunta en esa dirección y en este sentido se manifiesta igualmente la citada Directiva 2003/125/CE.

BREVE DESCRIPCIÓN DE LA NORMA

La Directiva parte del principio irrenunciable de que la integridad del mercado exige unas normas muy rigurosas de imparcialidad, probidad y transparencia cuando se presenta al público una información que recomiende o sugiera una estrategia de inversión. Con este objetivo, se establecen unas normas comunes que persiguen la presentación de las recomendaciones de inversión de forma clara e imparcial, por parte de los analistas independientes, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, obligándoles a revelar los intereses financieros significativos y las relaciones de control respecto al emisor de los instrumentos financieros que sean objeto de sus recomendaciones o cualquier otra circunstancia que pudiera poner en peligro la objetividad de éstas.

Las principales normas que dispone esta Directiva son las siguientes:

· Identidad de la persona responsable y de su autoridad supervisora.

Se establece la obligación de revelar la identidad de la persona responsable de la elaboración de cualquier recomendación de inversión. Si se trata de una empresa de inversión o una entidad de crédito es necesario identificar, a su vez, la autoridad competente que lo supervisa y si se trata de una persona sometida a códigos de conducta autorregulados también se debe advertir de este matiz en el informe. A su vez, y con la finalidad de que estos códigos de conducta sean lo suficientemente conocidos, los Estados miembros deben procurar su adecuada divulgación. Con estas medidas se pretende que cualquier receptor de estos informes sepa en todo momento quién es el autor y a qué autoridad competente puede reclamar en el caso de advertir alguna irregularidad.

· Contenido de las recomendaciones de inversión:

Sobre el contenido de los informes de análisis o recomendaciones de inversión se precisa lo siguiente:

- que los hechos incluidos en el informe se distingan claramente de las estimaciones y opiniones de su autor;
- que todas las fuentes utilizadas en su elaboración sean fiables o, si se tiene alguna duda sobre su fiabilidad, se indique esto claramente en el informe;
- que se indiquen como tales las hipótesis, proyecciones, pronósticos y objetivos de precio utilizados;
- que pueda demostrarse la razonabilidad de la recomendación a las autoridades competentes, si éstas lo solicitan;
- que se indique el horizonte temporal de la recomendación, su frecuencia de actualización prevista para el futuro, la fecha y hora en la que se efectúa y, por último, se indique si difiere de una recomendación publicada con anterioridad.

· Información sobre los conflictos de interés:

Se introduce el deber de informar, en el mismo documento de la recomendación de inversión, de todas las relaciones y circunstancias que puedan poner en peligro la objetividad de la misma, tanto entre la persona que la elabora como de la entidad para la que trabaja, con la sociedad emisora a la que se refiere dicha recomendación (los conflictos de interés). En particular se debe informar de lo siguiente:

- las participaciones significativas en el capital de la sociedad emisora y otros intereses financieros importantes;
- si se es un creador de mercado o proveedor de liquidez de la entidad emisora;
- si se ha participado recientemente como coordinador global en alguna oferta pública de los valores de la entidad a la que se refiere la recomendación, o se es parte de cualquier otro acuerdo relativo a la prestación de servicios bancarios o de inversión.

· Normas específicas para empresas de servicios de inversión y entidades de crédito:

Para las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que elaboran recomendaciones de inversión se establecen numerosas obligaciones, entre las que destacan las siguientes:

- estas entidades deben revelar los sistemas internos que tienen establecidos para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones de inversión (murallas chinas);
- tienen que informar si la remuneración que perciben los analistas que trabajan en estas entidades está vinculada a la realización de operaciones concretas de inversión;

- cuando estas personas jurídicas reciban o compren acciones de los emisores antes de una oferta pública, deberán revelar el precio y la fecha de adquisición;
- tienen que publicar trimestralmente la proporción de sus recomendaciones de «comprar», «mantener» o «vender» o términos equivalentes sobre el total de recomendaciones elaboradas.

· Recomendaciones elaboradas por un tercero:

Cuando una persona divulgue bajo su responsabilidad una recomendación elaborada por un tercero, deberá indicar la identidad de la persona que la divulga. Si se divulga un resumen, deberá ser claro y no engañoso, mencionar el documento originario y citar el lugar en el que se puede acceder al mismo. También se establecen unas reglas para cuando se modifican de manera importante las recomendaciones elaboradas por un tercero.

· Normas específicas para la profesión de periodista:

Las disposiciones de esta norma no se aplican a los periodistas cuando éstos estén sujetos a una regulación adecuada equivalente, incluida la contenida en sus códigos deontológicos, siempre que dicha normativa tenga efectos similares a los mencionados en la Directiva. Esto significa que los periodistas financieros que hacen o difunden recomendaciones de inversión deben respetar determinados principios generales y que se autoriza, en su caso, el recurso a mecanismos autorreguladores para determinar cómo deben aplicarse esos principios básicos.

· Cláusula de «escape» en determinados supuestos:

Por último, la Directiva contiene una cláusula de salvaguardia mediante la cual cuando el cumplimiento de la misma resulte desproporcionado en relación con la amplitud de la recomendación difundida, será suficiente la referencia en la propia recomendación al lugar donde el público pueda tener acceso fácil y directo a la información exigida (por ejemplo, un enlace directo en una página web de la persona que realiza la recomendación de inversión).

COMENTARIOS A ESTAS NORMAS QUE AFECTAN A LOS ANALISTAS

Esta Directiva Comunitaria fue transpuesta al ordenamiento jurídico español mediante la publicación del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, a través de su Capítulo IV, no sin suscitar cierta polémica por el carácter excesivamente fiscalizador e intervencionista de la misma. Hubiera sido más conveniente haber dejado para la autorregulación una parte importante de la norma, configurando un texto normativo más flexible, teniendo en cuenta también la obligatoriedad de los Códigos Éticos y Deontológicos ya establecidos en una parte muy significativa de los agentes del mercado. No obstante y en lo que se refiere a los analistas financieros, la Directiva dejaba muy poco margen de maniobra y, por consiguiente, el regulador español se ha limitado a trasladar directamente sus preceptos a nuestro ordenamiento jurídico.

Antes de realizar una valoración de esta norma, conviene advertir que cualquier iniciativa regulatoria sobre esta materia debería ser muy consciente de la enorme utilidad que tiene para el mercado en su conjunto la elaboración de recomendaciones de inversión por parte de los analistas financieros, tratando de evitar el efecto contrario de reducir la cantidad de información que, por esta vía, se ofrece al mercado. En consecuencia, a la hora de enfrentarse a las potenciales prácticas abusivas, es crucial que los legisladores no desalienten o frenen la elaboración de recomendaciones de inversión.

Sin embargo, es constatable que en otros mercados, como por ejemplo el norteamericano, que han pasado recientemente por procesos de densa regulación normativa en determinados aspectos de su funcionamiento y, en particular, de la información aportada por emisores a analistas financieros y de estos últimos a los inversores, el resultado final del proceso ha sido que el volumen de información suministrada al mercado se ha visto drásticamente reducido.

Es pronto todavía para confirmar si este mismo hecho se está produciendo en la UE como consecuencia de la publicación de esta normativa, pero se puede afirmar que estas iniciativas excesivamente intervencionistas que surgen de una sobrerreacción de los organismos reguladores ante determinados escándalos, pueden tener el efecto contrario del perseguido al reducir

el nivel de información que se pone a disposición de los inversores, haciendo un flaco servicio a la integridad del mercado.

Sin ningún género de duda, se comparte el principio que persiguen estas normas de favorecer la integridad del mercado a través de la publicación clara e imparcial de las recomendaciones de inversión que realizan los analistas independientes y los que trabajan para empresas de servicios de inversión y entidades de crédito. Evitar los abusos que han tenido lugar en este tema y abogar por la transparencia cuando se producen conflictos de interés, es una tarea digna, necesaria y que merece todo tipo de apoyo. Tampoco hay nada que objetar en cuanto a la seriedad, imparcialidad y profesionalidad que también se persigue en la realización de estos informes. Ahora bien, la forma de llevar a cabo la tarea fiscalizadora es en donde surgen las principales diferencias.

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) defiende que, una vez iniciado el debate público sobre este tema, es la autorregulación responsable de los participantes la forma más adecuada de avanzar para conseguir los mismos objetivos perseguidos de evitar prácticas abusivas en beneficio del mercado. Esta observación cobra aún más peso por el simple hecho de que la propia Directiva ha aceptado este principio para la profesión de periodista y que, sin embargo, no se ha atrevido a hacer extensiva al colectivo de analistas financieros.

El IEAF está dotado de un exigente Código de Ética y Conducta Profesional de cumplimiento obligatorio para todos sus miembros, que tiene en cuenta las normas internacionales y las principales recomendaciones y propuestas de la ACIIA (Association of Certified International Investment Analist) y de otros organismos internacionales a los que el IEAF está vinculado. El código cuenta con cinco principios básicos (actuación profesional, cumplimiento normativo, independencia y objetividad, confidencialidad y diligencia y defensa del interés del cliente destinatario del análisis), así como una serie de normas concretas de actuación que desarrollan dichos principios.

Otro aspecto digno de mención lo constituye el hecho de que la norma no ha tenido en consideración la circunstancia significativa de que la mayor parte de las recomendaciones de inversión realizadas en Europa se producen para un destinatario inversor institucional-profesional. La mayoría de las instituciones financieras que reciben estos informes, tienen conocimientos suficientes para valorar sus implicaciones y por tanto gran parte de las exigencias que se imponen son innecesarias en estos casos. A diferencia de otras reglas comunitarias que sí distinguen entre inversores cualificados y no cualificados, la Directiva que se refiere al análisis financiero no ha contemplado esta importante distinción entre los destinatarios de los informes de analistas, lo que podría haber simplificado la norma para un determinado tipo de recomendaciones de inversión sin que se hubiese reducido su eficacia.

Por el contrario, el *marketing* masivo de las recomendaciones de inversión, la realizada intensivamente a través de los medios de comunicación y la llevada a cabo por los periodistas de información financiera sobre sociedades cotizadas, plantea cuestiones que necesitan soluciones adecuadas más complejas, que probablemente sean objeto de un desarrollo normativo adicional por parte de los reguladores locales.

La norma no impone, al igual que la Directiva, una obligatoria separación legal entre la actividad de análisis y la de banca de inversión, sino que aboga por el deber de informar de las circunstancias que puedan poner en peligro la objetividad de la recomendación de inversión y por el establecimiento de ambas actividades como áreas separadas, dentro de la misma organización y sometidas a diversos controles. Este enfoque es el que también ha prevalecido en los Estados Unidos y es el más adecuado para el futuro de la profesión de analista, ya que hasta la fecha no se ha demostrado la viabilidad de las empresas de análisis independientes para operar por sí solas. Además una separación de estas actividades no garantizaría una mejor calidad de los informes elaborados ni avalaría que no estuviesen sujetos a cualquier tipo de influencia inadecuada.

También se echa en falta en la normativa comunitaria y en la española la creación de un entorno adecuado para favorecer que los analistas europeos generen informes de recomendaciones de inversión de alto nivel. Aspectos formativos o de cualificación mínima necesaria para la realización de recomendaciones de inversión no aparecen en las normas citadas, aunque no se sabe si surgirán en desarrollos reglamentarios posteriores. Tampoco se distingue entre analistas asociados a colegios o asociaciones de profesionales que exigen a sus miembros el cumplimiento de códigos de

conducta exhaustivos, y analistas no asociados, sean ambos independientes o trabajen para una entidad financiera. La mejor solución, hubiera sido la concreción de una especie de pasaporte europeo para los analistas financieros que controlasen sus prácticas de una forma moderada y orientada hacia el mercado y que se hubiera definido la formación profesional necesaria y los criterios de integridad profesional para el ejercicio de esta actividad a nivel comunitario.

Desde el IEAF defendemos la necesidad de la creación de un Registro Voluntario de Analistas y/o Asociaciones de Analistas en los registros públicos de la CNMV. Dentro del desarrollo normativo del RD 1333/05 que en su Capítulo IV adapta a nuestra normativa la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de los conflictos de interés, sería muy conveniente establecer este registro voluntario que podría ser de gran ayuda en la prevención contra el abuso del mercado. Como se ha mencionado anteriormente, el IEAF dispone de un exigente Código de Ética y Conducta Profesional que todos sus miembros se comprometen a aplicar en su práctica profesional y, por ello, cualquier inversor podría conocer, a través del citado registro, si un determinado analista firmante de un trabajo está o no sometido al mismo.

La Comisión de Práctica Profesional del IEAF está analizando la situación actual de los analistas en relación con la normativa publicada de «Abuso de Mercado». Estiman los componentes de esta comisión que dentro del colectivo de analistas no se es muy consciente del alcance de esta nueva normativa, sobre todo en el ámbito de las pequeñas empresas de servicios de inversión y de los analistas independientes, a pesar de que afecta de manera muy importante a la forma de realizar sus informes. Además, su definitivo alcance va a depender de cómo la aplique la CNMV en el día a día, ya que el Real Decreto (y también la Directiva) deja numerosos aspectos a la interpretación de los organismos supervisores, así como la existencia de numerosas cláusulas de no aplicación (de escape) cuando el cumplimiento de la norma se considera desproporcionado en relación con la amplitud de la recomendación difundida.

Resulta muy conveniente que el desarrollo de la norma se haga en el marco de una estrecha coordinación y cooperación de la CNMV con el IEAF, y en concreto con su Comisión de Práctica Profesional para concretar el alcance de la normativa y posteriormente difundir y divulgar entre los analistas financieros la nueva norma incluyendo un documento entre los asociados que incluya una Guía de Buena Práctica Profesional acorde con la misma.

Se considera muy útil para el mercado el desarrollo de este tipo de iniciativas, que tratan de acercar la norma y su posible interpretación a un determinado colectivo que se ve afectado de manera significativa por la misma, en este caso concreto, los miembros del Instituto Español de Analistas Financieros que realizan informes de recomendaciones de inversión de sociedades cotizadas.

DESARROLLOS NORMATIVOS RECIENTES

Aún cuando no se ha producido hasta la fecha ningún desarrollo normativo del Capítulo IV del RD 1333/2005, que se refiere a la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y de los conflictos de interés, el presidente de la CNMV ha remitido una carta dirigida a los presidentes de las sociedades emisoras muy relacionada con este tema, que a continuación se comenta.

El 22 de diciembre de 2005, el presidente de la CNMV envió a todos los presidentes de las sociedades cotizadas una carta que incluía una serie de recomendaciones sobre la celebración de reuniones informativas de estas sociedades con analistas, inversores institucionales y otros profesionales del mercado de valores. El objetivo que pretende esta carta es hacer compatible el interés, por parte de las sociedades cotizadas, de mantener informados a los analistas y a los grandes inversores, con la obligación legal de no difundir de forma selectiva una información relevante. Con este escrito, la CNMV trata de evitar que se produzcan reuniones con analistas sin la debida transparencia, que pudieran menoscabar el principio de simetría informativa en los mercados financieros. Lo que se persigue, por tanto, es que cuando se haga pública una información relevante en este tipo de reuniones, la misma se facilite en igualdad de condiciones a todos los participantes en el mercado y no tengan, por consiguiente, ventaja el grupo reducido de analistas y/o grandes inversores que concurre a la presentación financiera.

Las principales recomendaciones incluidas en esta carta que deben cumplir las sociedades cotizadas en sus reuniones con analistas, son las siguientes:

· Que las reuniones se sometan a reglas de transparencia y anuncio público previo de la convocatoria. Se recomienda como muy buena práctica la transmisión directa de estas reuniones a través de Internet.
· Que la documentación utilizada o presentada en la reunión se remita a la CNMV antes de su inicio.
· Que se planifiquen adecuadamente las respuestas de los directivos con el fin de evitar difundir información relevante, y cuando ésta involuntariamente se difunda, se remita inmediatamente a la CNMV.

El Instituto Español de Analistas Financieros defiende y comparte el principio irrenunciable de simetría informativa en los mercados de valores y sostiene que este tipo de reuniones, bien organizadas, son muy útiles para el mercado en su conjunto y persiguen una comunicación muy fluida entre los emisores y la comunidad de inversores, que va más lejos de la información financiera periódica que las sociedades cotizadas están obligadas a facilitar al mercado.

De hecho, una de las actividades más importantes del IEAF es la organización de presentaciones financieras (más de cincuenta cada año) de sociedades cotizadas a la comunidad de analistas y miembros de esta asociación. Presentaciones que se llevan a cabo con la máxima transparencia y antelación de la convocatoria y a las que acceden un importante número de analistas (el colectivo de analistas miembros del Instituto asciende aproximadamente a 1.300).

Una vez más, hay que decir que se comparte el fondo de esta iniciativa pero no la forma y que esta última puede desincentivar la celebración de este tipo de reuniones. Los temas tratados en este texto son o bien obligaciones que ya vienen recogidas en las normas del Mercado de Valores, o temas que pertenecen al ámbito de la autorregulación responsable de los que participan en el mercado, como de hecho así viene ocurriendo en las presentaciones financieras de sociedades cotizadas que organiza el Instituto desde hace mucho tiempo.

Además, desde una perspectiva jurídica, si lo que trata el regulador es de optar por una «recomendación fuerte» sobre estos temas, su redacción debería venir recogida en una Circular de la CNMV aprobada por el Consejo de la Comisión, con la habilitación expresa del ministro de Economía, tras un procedimiento de consulta pública y con informe del Comité Consultivo. Este procedimiento parece el más adecuado para conseguir los objetivos que aparentemente se persiguen, además de aportar un mayor grado de seguridad jurídica y de continuidad de las instrucciones emitidas por este organismo.

Si, por el contrario, de lo que se trata es de facilitar una orientación al mercado sobre algún aspecto que no esté lo suficientemente claro de nuestra legislación, convendría aclarar más la naturaleza jurídica de la carta, indicando que su alcance se limita a una serie de sugerencias que permita a quien las cumple la seguridad de no estar infringiendo una norma de interpretación dudosa, sin que el hecho de no cumplir las recomendaciones, en su totalidad o en parte, tenga, en sí mismo, repercusión sancionadora alguna.

A pesar de que el regulador ha optado en esta ocasión por una «regulación blanda» se sigue corriendo el riesgo, nuevamente, de que estas iniciativas tengan el efecto final de reducir la cantidad de información que las sociedades cotizadas suministran al mercado, o que estas sociedades se inhiban en exceso en estos encuentros, más pendientes de no tener un problema con el regulador que en transmitir abiertamente cuál es la situación de la empresa en esos momentos. Por lo menos, el propio texto de la carta valora estas reuniones positivamente al considerar como «elogiable» el esfuerzo de las sociedades cotizadas por mantener informados a los analistas y grandes inversores sobre la marcha y perspectivas de su negocio.

Desde el IEAF confiamos que se sigan celebrando estos encuentros entre las sociedades cotizadas y el colectivo de analistas con la suficiente asiduidad, transparencia y organización mínima necesarias y que, en beneficio del mercado, la información que se suministre no se limite tan sólo a la información reglamentaria trimestral. En definitiva que estas presentaciones financieras continúen contribuyendo a un diálogo franco y fluido entre las sociedades cotizadas y los analistas financieros, sin que ello signifique una amenaza contra el principio de simetría informativa en el mercado, ni suponga una intranquilidad para los organismos reguladores.

EL PLAN DE ACCIÓN DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS Y EL SECTOR BANCARIO

María José Fernández González
José Manuel Gómez de Miguel
DIVISIÓN DE REGULACIÓN. DEPARTAMENTO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS DEL BANCO DE ESPAÑA

INTRODUCCIÓN

Hasta la adopción del Plan de Acción de Servicios Financieros, la legislación comunitaria en el ámbito bancario perseguía la creación de un mercado único de servicios financieros que se fundamenta en los principios de pasaporte comunitario y de supervisión por parte del país de origen.

El Plan de Acción de Servicios Financieros pretende dar un nuevo impulso legislativo para aprovechar las oportunidades que ofrecían los avances, ya realizados, en la creación del mercado financiero único y las ventajas que brinda la introducción del euro.

La Comisión Europea, en su Comunicación de 11 de mayo de 1999, sobre aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción[1], propuso objetivos políticos y medidas específicas con el fin de mejorar, en extensión y profundidad, el mercado único de los servicios financieros.

El Plan de acción propone prioridades orientativas y contiene un calendario de medidas específicas, que abarca tres ámbitos interrelacionados entre sí:

· los mercados mayoristas;
· los mercados minoristas, con la finalidad específica de hacer accesibles y seguros los mercados al por menor; y
· la existencia de estructuras de supervisión adecuadas, reforzando las normas de control prudencial.

En el ámbito de los mercados mayoristas, dejando a un lado las iniciativas vinculadas a los mercados de capitales[2], y centrándonos en las iniciativas que afectan muy directamente al sector bancario —ya que el alcance del Plan de acción es mucho más amplio—, cabe destacar la Directiva sobre utilización transfronteriza de garantías, que establece unas normas comunes en materia de garantías para los sistemas de pagos y de negociación de valores. La aceptación recíproca y la ejecutabilidad de las garantías son necesarias para la estabilidad del sistema financiero de la UE y para un adecuado funcionamiento de los sistemas de pago.

Respecto de los mercados minoristas y de la protección de los consumidores bancarios, se busca un reconocimiento mutuo de los requisitos fundamentales de los productos, en lugar de una armonización de los mismos. Así, por lo que respecta a los créditos con garantía hipotecaria, se ha elaborado un código de buenas prácticas sobre suministro de información en el ámbito del crédito hipotecario. Por otro lado, el desarrollo

1 COM (1999) 232 final.

2 Aunque estas medidas son, probablemente, las más conocidas e importantes del Plan, no tienen como sujeto fundamental a las entidades bancarias, aunque obviamente estas sean actores principales, como operadores y como emisores, de dichos mercados.

de las nuevas tecnologías favorece la comercialización de productos por canales distintos de los tradicionales, cuya regulación ha venido por la vía de la Directiva sobre comercio electrónico y la Directiva sobre comercialización a distancia de servicios financieros. La introducción del euro ha de favorecer un mercado de pagos transfronterizos al por menor más eficiente y seguro. Con este fin actualmente se está discutiendo en el Consejo y el Parlamento europeos una propuesta de Directiva sobre servicios de pago, inicialmente no recogida en el plan original. Finalmente, y aunque tampoco forme parte explícita del Plan, no debe olvidarse la Directiva sobre crédito a los consumidores, que se lleva debatiendo varios años en las instituciones de la Unión, y que recientemente ha sido objeto de una nueva propuesta de la Comisión (consensuada con el Parlamento Europeo), que también está siendo objeto de debate en estos momentos.

El reforzamiento de las estructuras de supervisión en el ámbito bancario ha venido de la mano de las Directivas sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito (que llevaba decenios sobre la mesa de las instituciones comunitarias), sobre dinero electrónico, y sobre supervisión adicional de los conglomerados financieros, y de la Directiva sobre requerimientos de capital de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión[3], aprobada el pasado año y pendiente de publicación.

En lo que sigue se describirán los principales elementos de dichas medidas, casi todas ellas de carácter legislativo, y en buena parte ya publicadas en el Diario Oficial de la Unión.

CALENDARIO

Como se ha apuntado en la introducción, las medidas incluidas en el Plan de acción se clasificaron en tres niveles de prioridad.

Las medidas de prioridad 1 son aquellas en las que existe un consenso general sobre su urgencia, ya que se consideran esenciales para aprovechar plenamente las ventajas derivadas de la introducción del euro y para garantizar la competitividad del sector de servicios financieros.

Entre las medidas de prioridad 1, se encuentra la ya citada Directiva sobre utilización transfronteriza de garantías, cuyo contenido se comenta en la sección siguiente.

La Directiva de ventas a distancia de servicios financieros, así como la Recomendación sobre las mejores prácticas en materia de suministro de información en las operaciones de crédito hipotecario, se incluyeron dentro de las medidas de prioridad 2, que son aquellas que mediante nuevas iniciativas legislativas permitieran contar a nivel comunitario con mercados minoristas abiertos y seguros. Estas dos iniciativas legislativas también son objeto de análisis en la sección III.

Por último, dentro de las medidas de prioridad 3 —medidas en ámbitos en los que existe un consenso claro y general sobre la necesidad de emprender nuevos trabajos encaminados a configurar una política coherente a finales del período de transición al euro—, se encuentra la Directiva relativa al saneamiento y liquidación de los bancos, la Directiva sobre dinero electrónico y la Directiva sobre conglomerados financieros, que se estudiarán en la próxima sección.

Dentro de las medidas de prioridad 3, también se encuentran: la modificación de la Directiva de blanqueo de capitales (segunda Directiva de blanqueo), ya que la tercera Directiva sobre blanqueo no se recogía en el plan original; la modificación de las Directivas relativas al capital de los bancos y de las empresas de inversión; y el Reglamento sobre IAS. Las dos primeras normas no serán tratadas en este artículo al ser objeto de análisis monográfico por otros autores y el Reglamento sobre IAS tampoco porque, aunque afecta a las normas contables de las entidades de crédito, trasciende el ámbito bancario.

Dentro de las medidas de prioridad 2 se incluyó la elaboración por parte de la Comisión de una Comunicación sobre el marco legal para los pagos en el mercado interior. Una vez completada esta acción, la Comisión elaboró una propuesta legislativa para la regulación de los servicios de pago, no incluida como tal en el plan original y que será objeto de análisis más adelante, junto a la propuesta relativa al crédito a los consumidores.

3 Esta Directiva incorpora al acervo comunitario el acuerdo denominado Basilea II del Comité de supervisión bancaria de Basilea.

El 27 de octubre de 2002, la Comisión creó un grupo especial para la medir el estado de avance del Plan de acción. A lo largo de estos años se han ido realizando informes de aplicación[4] del Plan de acción que evidencian el elevado grado de cumplimiento del mismo, en particular en lo relativo al sector bancario.

Una vez que el calendario previsto para el Plan de acción ha finalizado (principios de 2005), la Comisión va a evaluar el grado de cumplimiento de las medidas y sacar lecciones para el futuro. Así, se ha dado un primer paso para una evaluación del impacto del mismo. Se ha elaborado un primer informe en el que se analiza la forma en que se han adoptado las diversas medidas, legislativas o no. La segunda parte de la evaluación se realizará entre 2006-2008, una vez que los Estados miembros hayan transpuesto las diferentes iniciativas legislativas, y tendrá por objeto evaluar el impacto económico del Plan de acción.

La mayor parte de las medidas legislativas adoptadas en la Unión han sido ya objeto de transposición en España, con la excepción de la referida a la venta a distancia de servicios financieros[5] y de la de dinero electrónico, donde la norma legal adoptada en 2002 (dentro de la denominada Ley Financiera) está todavía pendiente de desarrollo.

INICIATIVAS LEGISLATIVAS COMUNITARIAS EN VIGOR

Directiva 2000/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio así como la supervisión cautelar de dichas entidades

La emisión de dinero electrónico puede afectar a la estabilidad del sistema financiero y al buen funcionamiento de los sistemas de pagos. Por ello, la Directiva establece un marco normativo que pretende dar seguridad jurídica a su emisión y permita aprovechar todas las ventajas derivadas del mismo, en particular, teniendo en cuenta el impulso que está experimentando el comercio electrónico. Para incentivar el uso del dinero electrónico y la competencia en este segmento de negocio, además de reconocer a las entidades bancarias tradicionales como emisores naturales del mismo, creó una nueva categoría de emisores especializados, las entidades de dinero electrónico, y armonizó su supervisión cautelar, con el fin de garantizar su gestión sana y prudente, y su integridad financiera. Debe notarse que la regulación comunitaria se anticipó al mercado, estimando un posible desarrollo que no ha existido.

La Directiva considera el dinero electrónico como un sustituto de las monedas y los billetes de banco, almacenado en un soporte electrónico como, por ejemplo, una tarjeta inteligente o la memoria de un ordenador, e indica que, en general, está pensado para efectuar pagos electrónicos de cuantía limitada. Su emisión y reembolso deben realizarse por su valor nominal.

Al igual que la Directiva bancaria, la regulación de las entidades de dinero electrónico también se fundamenta en los principios de licencia única y supervisión por parte del país de origen. Con el objeto de asegurar el reconocimiento mutuo, se armonizan los requisitos mínimos de autorización y de ejercicio de la actividad de estas entidades.

Aunque basado en el régimen aplicable a las entidades de crédito, la Directiva establece un régimen específico de supervisión cautelar para las entidades de dinero electrónico, cuyas diferencias vienen justificadas por el hecho de que la emisión de dinero electrónico no constituye por sí misma, dado su carácter específico de sustitutivo electrónico de las monedas y los billetes de banco, una actividad de recepción de depósitos, de acuerdo con la Directiva bancaria básica (Directiva 2000/12/CE), si los fondos recibidos se cambian de inmediato por dinero electrónico. El hecho de que el dinero electrónico pueda ser reembolsado tampoco supone, en sí mismo, que los fondos recibidos a cambio de dinero electrónico se consideren como depósitos u otros fondos reembolsables a los efectos de la Directiva bancaria.

Así, los requisitos de capital inicial para las entidades de dinero electrónico (un millón de euros) son

4 Diez informes de progreso (*Progress reports*).

5 Existe un proyecto de Ley en muy avanzado estado de tramitación.

inferiores a los de otras entidades de crédito. Por el contrario, a las entidades de dinero electrónico se les aplican algunas disposiciones más restrictivas que las aplicables a las otras entidades de crédito, especialmente en lo que se refiere a la limitación de las actividades comerciales que pueden llevar a cabo y, en particular, a las limitaciones de sus inversiones, con el fin de garantizar que sus obligaciones financieras (*float*) estén respaldadas en todo momento por activos con grado de liquidez suficiente y bajo riesgo.

La Directiva entró en vigor el 27 de abril de 2002.

Asimismo, la Comisión estaba obligada a presentar un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la aplicación de la misma, acompañando, en su caso, de propuestas de revisión, en particular, sobre: las medidas para proteger a los portadores de dinero electrónico, incluida la posible necesidad de establecer un sistema de garantía; los requisitos de capital; las exenciones, y la posible necesidad de prohibir el pago de intereses por los fondos recibidos a cambio de dinero electrónico. Ese examen de la regulación actual se está llevando a cabo en estos momentos, siendo previsibles cambios significativos dado el poco éxito alcanzado por el enfoque adoptado por la Directiva: son muy escasos tanto el volumen de dinero electrónico como las entidades especializadas creadas, y además, los desarrollos más novedosos del sistema (en el marco del mercado de telecomunicaciones) quedan fuera del ámbito expresamente regulado.

Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril, relativa al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito

Esta Directiva se inscribe en el contexto legislativo de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento y del Consejo, de 20 de marzo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, que viene a eliminar cualquier obstáculo a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios en la Unión Europea. La entidad de crédito y sus sucursales forman una entidad única sometida a la supervisión prudencial de las autoridades competentes del Estado miembro de origen. Asimismo, de acuerdo con la Directiva 94/19/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, las entidades de crédito deben estar adheridas al sistema de garantía de depósitos del Estado miembro de origen, es decir del Estado que ha concedido la autorización válida para toda la Unión Europea.

Esta unidad entre la entidad y sus sucursales en el resto de países de la Unión Europea debe mantenerse, en particular, cuando sea necesario adoptar medidas de saneamiento o iniciar un procedimiento de liquidación. Para ello es necesario un reconocimiento mutuo de las medidas de saneamiento y de los procedimientos de liquidación (nuestro concurso) adoptados por las autoridades administrativas o judiciales del Estado miembro de origen, de conformidad con lo dispuesto en las leyes, reglamentos y procedimientos aplicables en dicho Estado. Así, la Directiva confía en las autoridades administrativas o judiciales del Estado miembro de origen la competencia exclusiva para decidir y aplicar las medidas de saneamiento previstas en su legislación, y el reconocimiento mutuo de los procedimientos de liquidación y sus efectos en la Unión Europea.

Dada la dificultad de armonizar la normativa sobre saneamiento por la diversidad de legislaciones, se decidió establecer el reconocimiento mutuo de las medidas adoptadas por las autoridades del país de origen. Para ello es necesario garantizar que éstas (incluidas la suspensión de pagos, quita y espera, así como cualquier otra medida que pueda afectar a los derechos de terceros) produzcan sus efectos en todos los Estados miembros.

Asimismo, la igualdad entre los acreedores exige que la entidad de crédito se liquide según los principios de unidad y de universalidad, que sólo se garantizan otorgando la competencia exclusiva a las autoridades administrativas o judiciales del Estado miembro de origen y el reconocimiento de sus decisiones.

No obstante, los efectos de la medida de saneamiento o de la incoación de un procedimiento de liquidación sobre los contratos de trabajo y las relaciones laborales se regirán exclusivamente por la ley del Estado miembro aplicable al contrato de trabajo; los contratos que otorguen derecho de uso o de adquisición de un bien inmueble se regirán exclusivamente por la ley del Estado miembro en cuyo territorio esté situado el

inmueble; y los derechos sobre un bien inmueble, un buque o una aeronave que estén sujetos a inscripción en un registro público se regirán exclusivamente por la ley del Estado miembro bajo cuya autoridad se lleve el registro.

Asimismo, la adopción de medidas de saneamiento o la incoación de un procedimiento de liquidación no afectará a los derechos reales de los acreedores o de terceros sobre los bienes, materiales o inmateriales, muebles o inmuebles pertenecientes a la entidad de crédito y que estén situados dentro del territorio de otro Estado miembro en el momento de adopción de dichas medidas o la incoación de dicho procedimiento.

El plazo de transposición de esta Directiva finalizó el 5 de mayo de 2004.

Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera

La Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, constituyó un paso decisivo en el establecimiento de un marco jurídico sólido para los sistemas de pago y liquidación de valores. La aplicación de esta Directiva demostró la importancia que reviste la limitación del riesgo sistémico inherente a dichos sistemas, debido a la distinta incidencia de las diferentes legislaciones nacionales y a las ventajas de una regulación comunitaria de las garantías constituidas.

Esta Directiva establece, para los acuerdos bilaterales de garantía financiera, un régimen comunitario para la aportación de valores o de efectivo como garantía, tanto en sistemas de garantías como de transferencias de valores, incluidos los acuerdos de venta con pacto de recompra (*repos*).

Con el fin de mejorar la seguridad jurídica de los acuerdos de garantía financiera, debe asegurarse que no se apliquen determinadas disposiciones de la legislación de insolvencias, en particular aquellas que impedirían la efectiva realización de la garantía financiera o plantearían dudas sobre la validez de técnicas actuales como los acuerdos de compensación contractual (liquidación bilateral por compensación exigible anticipadamente), y los de la prestación de garantías complementarias y de sustitución de garantías.

La Directiva consagra el principio *lex rei sitae*, según el cual la legislación aplicable para decidir si un acuerdo de garantía es válido frente a terceros es la del país en el que se encuentra la garantía financiera.

Con el fin de reducir las formalidades administrativas de las partes, se prohíbe a los Estados miembros exigir que la constitución, validez, perfección, ejecutabilidad o admisibilidad como prueba de un acuerdo de garantía financiera o la prestación de la garantía financiera estén supeditados a la realización de acto formal alguno. Así, el único requisito de validez que la legislación nacional puede imponer es que la garantía financiera sea entregada, transferida, mantenida o registrada con objeto de que obre en poder o esté bajo el control del beneficiario o de la persona que actúe en su nombre, sin excluirse las modalidades de garantía que permiten al garante sustituirla o retirar el excedente.

El plazo de transposición de esta Directiva finalizó el 27 de diciembre de 2003.

Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores, y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE del Consejo y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE

La comercialización a distancia de servicios financieros es uno de los más evidentes resultados de la realización del mercado interior de servicios financieros, ya que buena parte de ellos, dada su naturaleza, son particularmente apropiados para su comercialización por Internet o por otros canales no presenciales. No obstante, la existencia de diferentes normativas sobre protección a los consumidores suponía un obstáculo para el desarrollo de este mercado y de la competencia dentro del mismo. La Directiva busca favorecer la libre circulación de estos servicios combinándola con un alto

nivel de protección a los consumidores que dé confianza en los productos comercializados por esta vía.

Así, la Directiva de comercialización a distancia de servicios financieros (i) determina la información precontractual (que va desde la publicidad sobre el servicio financiero hasta la contratación del mismo) que las entidades de crédito deben suministrar al consumidor cuando opere sin presencia física (por ejemplo, por correo, teléfono o medios electrónicos) y (ii) le reconoce un derecho de desistimiento no causal durante un plazo de catorce días naturales[6] para este mismo tipo de operativa.

Además, la Directiva protege al consumidor frente (i) a los servicios no solicitados (la ausencia de respuesta no equivale a un consentimiento por su parte) y (ii) a las comunicaciones no solicitadas (necesidad de consentimiento previo del consumidor para que el proveedor pueda utilizar técnicas de comunicación a distancia; éstas no deben suponer gasto alguno para el consumidor). También compele a los Estados miembros para que impulsen (iii) el establecimiento de procedimientos extrajudiciales apropiados y (iv) la cooperación entre los organismos creados con este fin para resolver los litigios transfronterizos. Por último, los Estados miembros (v) deberán prever sanciones adecuadas en caso de incumplimiento por parte del proveedor de las disposiciones que transpongan esta Directiva.

La Directiva consagra con carácter general el principio de control por el país de origen [al igual que la Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular, el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico)][7].

No obstante, la Directiva permite a los Estados miembros mantener o introducir disposiciones más estrictas sobre las exigencias de información previa, siempre y cuando dichas disposiciones sean conformes con la legislación comunitaria —entre la que deberá tenerse en cuenta la Directiva de comercio electrónico cuando el servicio financiero se comercialice a distancia por vía electrónica—. Dichas disposiciones deberán ser comunicadas a la Comisión.

Al contrario de lo que había venido siendo hasta ahora habitual en el derecho comunitario (armonización mínima), la Directiva supone una armonización máxima sobre la materia regulada en la misma[8].

El plazo de transposición de dicha Directiva finalizó el 9 de octubre de 2004.

Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la vigilancia complementaria de las entidades de crédito, las compañías de seguros y las entidades de inversión que pertenecen a un conglomerado financiero, por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 96/6/CEE y 93/22/CEE del Consejo, y las Directivas 98/78/CE y 200/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo

La solvencia y supervisión efectiva de los grandes grupos financieros europeos activos en diferentes sectores (banca, valores y seguros) y con amplia presencia internacional, constituye un elemento central para mejorar la estabilidad financiera y la protección de los depositantes, asegurados e inversores. Esos son los objetivos básicos de esta Directiva que, además, promueve la convergencia en los modelos supervisores nacionales y constituye un paso importante en la modernización continua de la regulación financiera comunitaria. En este caso particular, el modelo adoptado por la norma constituye la primera implantación en el

6 Con una serie de excepciones tasadas. Además, se permite a los Estados miembros no aplicar el derecho de desistimiento a los créditos hipotecarios.

7 La Directiva de comercio electrónico establece unas excepciones generales a ese principio muy limitadas enumeradas en su anexo (entre las que cabe señalar las obligaciones contractuales relativas a contratos celebrados por los consumidores) y la posibilidad, bajo ciertas condiciones y tras un rígido procedimiento de autorización, de aplicar excepciones específicas de carácter individual en determinadas áreas, entre las que se encuentra la protección de los consumidores, incluidos los inversores.

8 Con el fin de impulsar una rápida transposición de la misma, la Directiva permite a los Estados miembros de acogida la aplicación de sus normas a las entidades de crédito de países que no hayan realizado la transposición y siempre que no tengan obligaciones equivalentes a las establecidas por la Directiva.

mundo de las recomendaciones que sobre la materia había adoptado el Grupo de los diez bajo el auspicio del Banco Internacional de Pagos de Basilea.

La Directiva establece requerimientos específicos sobre la solvencia del conglomerado en su conjunto, impidiendo que el mismo capital pueda ser usado más de una vez como cobertura de los riesgos de las diferentes entidades que integran el grupo (*multiple gearing of capital*), y previene la posibilidad de que las compañías matrices se apalanquen con la finalidad de suscribir capital de sus filiales (*excessive leveraging*).

También se incluyen medidas supervisoras que tienden a obstaculizar niveles inadecuados de concentración de riesgos[9] o de operaciones intra-grupo en el conjunto del conglomerado y, sobre todo, las que tienden a fomentar la profesionalidad de los gestores del grupo y el rigor de los sistemas de gobierno, gestión de riesgos y control interno del mismo. En este ámbito llama la atención que se exijan también estrategias comunes de capital.

Junto a estas exigencias a los conglomerados destaca también la configuración de la supervisión adicional[10] de que es objeto el grupo, a través de la figura del coordinador: una única autoridad supervisora designada para asegurar una adecuada colaboración entre todas las autoridades implicadas y con responsabilidades específicas en ámbitos concretos (difusión de información, tratamiento de crisis, control de la situación financiera global del grupo, etc.). No obstante, esta labor de coordinación (*lead supervisor*) no deja sin sentido sino que, al revés, respalda una mayor cooperación entre los diferentes supervisores de las entidades reguladas integradas en el grupo.

Finalmente, debe notarse que la Directiva incluye también medidas regulatorias sectoriales con el fin de favorecer la coherencia entre las reglas aplicables a los diferentes intermediarios financieros (bancos, compañías de seguros y empresas de servicios de inversión) regulados.

El plazo de transposición de dicha Directiva finalizó el 11 de agosto de 2004.

9 Todo tipo de riesgos, tanto de crédito como actuariales.

10 Adicional en la medida que se superpone a la sectorial que se ejercerá en los ámbitos bancario y asegurador de manera independiente.

Recomendación de la Comisión de 1 de marzo de 2001 relativa a la información precontractual que debe suministrarse a los consumidores por los prestamistas de créditos vivienda

La Comisión emitió esta Recomendación con el fin de que los términos y condiciones en que se ofrecen los créditos vivienda en la Comunidad sean transparentes y comparables.

Con esta finalidad se invita a los prestamistas a entregar a los consumidores dos tipos de información armonizada: una de carácter general y otra personalizada. Esta última debe presentarse por escrito en un formato normalizado y se denomina «ficha europea de información normalizada».

Entre 1984 y 1997, la Comisión abordó tres proyectos para la armonización del mercado hipotecario en la UE: proyecto de Directiva de armonización del mercado hipotecario, informe Vorms para armonización de la TAE en materia de crédito hipotecario e informe Empírica sobre las posibilidades de armonizar el crédito hipotecario.

La experiencia y resultados de los tres proyectos llevaron a la Comisión a abandonar la idea de armonización mínima e impulsar el diálogo entre las federaciones europeas de consumidores y del sector bancario, encauzando la armonización por la vía de la autorregulación.

La Comisión ha auspiciado la negociación entre las asociaciones que representan a los prestamistas y a los consumidores respecto a la información que aquéllos deben entregar a éstos. El resultado de estas negociaciones ha sido un acuerdo que constituye el fundamento de un «Código de conducta voluntario sobre información precontractual para los créditos vivienda».

Las condiciones de aplicación y supervisión del Código voluntario y el contenido del mismo se han recogido en la Recomendación mencionada, que viene a respaldar el Código.

El ámbito de aplicación de la Recomendación es la información precontractual que debe suministrarse a los consumidores de créditos vivienda nacionales y transfronterizos; entendiéndose por «crédito vivienda» un préstamo ofrecido a un consumidor para la compra o transformación del bien inmueble privado

que posea o aspire a adquirir, asegurado mediante hipoteca sobre el bien inmueble o mediante fianza utilizada habitualmente en un Estado miembro. Queda expresamente excluido el crédito al consumo, regulado por la Directiva 87/102/CEE.

La información precontractual estará constituida por:

· Listado de información de carácter general (información básica a incluir en la propaganda).
· Ficha Europea de Información Normalizada: información personalizada con formato normalizado.

Los prestamistas deberán facilitar, además, al consumidor información sobre el nombre, dirección y número de teléfono del organismo competente al que podrá dirigirse si se presentan dificultades en relación con la aplicación del Código.

La Comisión jugará un papel importante para evaluar el respeto de la Recomendación mediante (i) la supervisión del cumplimiento de la Recomendación y la evaluación de su eficacia transcurridos dos años y (ii) la creación de un registro central de prestamistas de créditos vivienda, en el que se indicará si se adhieren o no al Código

En caso de existir disposiciones nacionales que exijan una mayor información a los consumidores, se invita a los Estados miembros a tomar las medidas necesarias para que esa información pueda añadirse a la incluida en la ficha europea de información normalizada sin que perjudique su comparabilidad transfronteriza.

Dicha disposiciones nacionales sólo deberían ser aplicables a prestamistas de otros Estados miembros si se ajustan a la legislación comunitaria. En tal caso, deberían ser notificadas a la Comisión, con el fin de que pueda proceder a su examen.

Se invita a los Estados miembros y a los prestamistas a cumplir la Recomendación antes del 30 de septiembre de 2002.

Las entidades que se adhieran al Código deberán comunicar dicha adhesión en el plazo de seis meses a partir de la ratificación del mismo (antes del 1 de septiembre de 2001).

INICIATIVAS LEGISLATIVAS COMUNITARIAS EN ELABORACIÓN

A continuación se comentan, con algo más de detalle (dado que todavía no han sido publicadas ni incorporadas a nuestro ordenamiento), las dos normas actualmente en debate sobre los objetivos básicos del Plan de Accción de Servicios Financieros.

Propuesta de Directiva sobre servicios de pago

Se trata de una iniciativa legislativa no incluida en el plan original. La iniciativa de la Comisión se centra en los pagos electrónicos como alternativa a los pagos en efectivo, que se consideran mucho más costosos.

La creación del mercado único en 1992 y la introducción del euro en 1999 sentaron las bases para la integración de los mercados financieros de la Unión Europea. La iniciativa a favor de un mercado de pagos integrado y eficiente es una de las medidas fundamentales de la agenda comunitaria de Lisboa.

Para hacer realidad todo el potencial del mercado único de pagos, los proveedores de servicios de pago deberán hallar la mejor manera de integrar las fragmentadas estructuras de pago nacionales a fin de hacer realidad los ahorros potenciales y ofrecer servicios de pago nuevos, tecnológicamente avanzados y eficaces. El sector de servicios de pago se ha comprometido, en el programa SEPA, a efectuar las inversiones necesarias y a completar el programa antes del 2010.

A pesar de las iniciativas legislativas adoptadas (entre otras, la Directiva 97/5/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero, relativa a las transferencias transfronterizas y el Reglamento (CE) 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de diciembre, sobre pagos transfronterizos en euros), los mercados de servicios de pago de los Estados miembros están organizados de manera independiente según criterios nacionales y el marco jurídico de los servicios de pago se encuentra fragmentado en veinticinco regímenes nacionales. Por tanto, es necesario establecer a nivel comunitario un marco jurídico moderno y coherente.

Dicho marco debe garantizar la coordinación de las disposiciones nacionales en materia de acceso al mer-

cado de los nuevos proveedores de servicios de pago y sus requisitos prudenciales, requisitos de información y derechos y obligaciones de las partes.

Objetivo y alcance de la propuesta

La propuesta de Directiva, que fue aprobada por la Comisión Europea el 9.12.2005, trata de establecer un marco jurídico moderno y armonizado para la creación de un mercado de pagos integrado (mercado de pagos único) que permita realizar pagos por toda la UE de manera fácil y rápida.

En primer lugar, la propuesta tiene como objeto aumentar la competencia en el mercado de pagos, eliminando barreras de entrada y garantizando un acceso equitativo al mercado. Su segundo objetivo es establecer un conjunto simplificado, y totalmente armonizado, de normas sobre requisitos de información y derechos y obligaciones derivados de la prestación y uso de los servicios de pagos.

El ámbito de aplicación objetivo de la norma son los pagos realizados en cualquier moneda (no sólo de la UE), cuando el proveedor del servicio de pagos, el beneficiario de los pagos o ambos están domiciliados en la UE. No obstante, las obligaciones de transparencia y las normas sobre derechos y obligaciones se aplicarán sólo a los pagos vinculados a consumidores (en la propuesta de la Comisión a los pagos de menos de 50.000 euros).

La propuesta de Directiva regula (i) el derecho a prestar servicios de pagos al público y una nueva categoría de entidades financieras: las entidades de pago (título II); (ii) los requisitos de transparencia e información de los servicios de pago (título III); y (iii) los derechos y obligaciones de los usuarios y proveedores de estos servicios (título IV).

La norma pretende la armonización máxima en todas estas materias. Se asume por tanto el nuevo enfoque (frente al de armonización mínima) adoptado en otros ámbitos del derecho comunitario.

Se define operación de pago como la acción de depositar o retirar fondos, o la de transferirlos de un ordenante a un beneficiario, independientemente de las obligaciones subyacentes entre los usuarios del servicio de pagos. Como anexo se recoge una lista de servicios de pagos (cargos en cuenta, transferencias, tarjetas; pagos con dinero electrónico; remesas de fondos; etc.) que caen dentro de esa definición.

A *sensu contrario*, se delimitan diversas operaciones que no están cubiertas por la Directiva: transporte de fondos, cambio de moneda, cheques, tarjetas de compra, etc.

La propuesta viene a derogar la Directiva de 1997 sobre transferencias transfronterizas, y a recoger las recomendaciones de la Comisión sobre sistemas de pago electrónico y, en particular, sobre las relaciones entre emisores de tarjetas y tenedores de la mismas.

Licencia única para los proveedores de servicios de pagos (SP)

La propuesta reconoce la existencia de dos tipos básicos de proveedores de SP: las entidades de crédito (incluidas las entidades de dinero electrónico) y las entidades de pago (EP).

Se establece el régimen jurídico básico y de supervisión de la nueva categoría de EP, que podrán realizar todos los SP del anexo sin captar depósitos.

La actividad de las EP no está limitada a la prestación de SP, negocio que podrán simultanear con cualquier otro, sin más requisito que mantener contabilidad separada de los fondos que reciban de los usuarios del servicio y no usarlos para actividades distintas del mismo.

Las EP deberán contar con una autorización basada en un procedimiento y requisitos reglados (programa de actividades, procedimientos administrativos, contables y de control interno adecuados, idoneidad de accionistas significativos y altos cargos).

En base al principio de armonización máxima, los Estados miembros no pueden añadir nuevos requisitos.

La autorización en un Estado miembro implica la obtención de pasaporte comunitario.

En cada Estado miembro habrá una autoridad supervisora, cuya función se limitará a requerirles información, realizar inspecciones, emitir recomendaciones, imponer sanciones y retirar la autorización de las EP.

No obstante, se prevé que los Estados miembros podrán registrar EP sin someterlas a autorización, cuando tengan un volumen de SP que no exceda de cinco millones de euros. Estas EP no se beneficiarán de pasaporte comunitario.

Requisitos de transparencia e información de los SP

La propuesta de Directiva distingue entre requisitos de transparencia exigibles a operaciones individuales y a contratos marco (capítulos 1 y 2, respectivamente).

También distingue entre información precontractual, contractual y documentos de liquidación. La información deberá facilitarse en papel o en otro soporte duradero.

En todos los casos (salvo para SP inferiores a 50 euros donde se establece un régimen simplificado), la información es exhaustiva, en línea con el principio de armonización máxima, y aplicable por igual a entidades de crédito y a EP.

Por ejemplo, en las operaciones individuales se exige: la descripción de los derechos y obligaciones de las partes, la fecha de ejecución, los gastos aplicables, la ley aplicable y el tribunal competente, e indicación de los procedimientos extrajudiciales de resolución de conflictos.

Derechos y obligaciones de los usuarios y proveedores de SP

El título IV de la propuesta es el más largo y complejo, con normas muy diversas, entre las que destacan las siguientes:

· Reglas precisas sobre el régimen de autorización de las órdenes de pago, incluida la irrevocabilidad.
· Plazo de ejecución: D+1 para transferencias en euros.
· Distribución de responsabilidades entre proveedor del servicio y usuario. Por ejemplo: la atribución al proveedor en caso de no ejecución o ejecución defectuosa, salvo casos de fuerza mayor, o de la mayor parte de las operaciones no autorizadas (se aplica una limitación, hasta 150 euros, de la responsabilidad del usuario del medio de pago en caso del mal uso del mismo —salvo fraude o negligencia grave—); y la limitación de responsabilidad del proveedor en los abonos de transferencias por el número de cuenta en vez de por el nombre del beneficiario, o en los pagos a beneficiarios de terceros países.
· Principio de abono al beneficiario del importe íntegro de la orden de pago sin deducción alguna.
· Prohibición de cláusulas OUR y, por tanto obligación de que cada ordenante o beneficiario corran con los costes de su proveedor de SP.
· Régimen de los reembolsos de débitos directos no autorizados individualmente: basado en que el débito se aparte del que razonablemente podría esperar el pagador.
· Regulación de la fecha valor de ciertas operaciones y de la disponibilidad de los fondos abonados en cuenta.

Propuesta de Directiva sobre crédito a los consumidores

El 7 de octubre de 2005 la Comisión Europea publicó una propuesta que modificaba el texto originalmente propuesto el 11 de septiembre de 2002 con el objeto de facilitar un acuerdo con el Parlamento y el Consejo que habían sugerido enmiendas básicas a la propuesta inicial.

La Directiva sustituye la 87/102/CEE (modificada en 1990 y muy ligeramente en 1998), que estableció el marco comunitario del crédito al consumo, como primer paso hasta ahora para contribuir a crear un mercado común del crédito y establecer normas comunes de protección del consumidor.

La nueva propuesta supone un cambio sustancial en el enfoque de la Directiva de 1987. Ésta se basaba en una armonización mínima que permitía a cada Estado miembro, en el ámbito regulado, dictar disposiciones que implicasen una mayor protección al consumidor. Con ello ha sufrido el mercado único pues todo prestamista está ahora sometido a veinticinco normas distintas en la materia.

La nueva propuesta pretende que los prestamistas puedan quedar sujetos a una única normativa y para ello utiliza, simultáneamente, dos principios: el de la armonización total en ciertos aspectos y el del reconocimiento mutuo de las normas del país de origen de la entidad en otros (aquellos en los que la Comisión no considera posible la armonización total). Así, las normas más rigurosas que los Estados podrán adoptar en los ámbitos no armonizados totalmente no afectarían a los prestamistas de otros Estados miembros.

La propuesta supone también una reducción sustancial de la propuesta de 2002, de forma que los aspectos del crédito al consumo que ahora se someten a la regulación son muchos menos, en términos cualitativos y cuantitativos, de los inicialmente contemplados.

Los aspectos más destacables del proyecto son los siguientes:

· Se excluyen del ámbito de aplicación de la Directiva: los créditos personales de importe superior a 50.000 euros; los créditos hipotecarios sea cual sea su finalidad; los contratos de fianza y caución, y los aplazamientos de pago gratuitos que no excedan de tres meses.

· Precisa con extremo detalle la información precontractual y contractual que debe facilitarse al prestatario (la definición que se hace de la TAE a tales fines es perfectamente compatible con el modelo español), y se indica, de forma muy general, la obligación de la entidad prestamista de conceder créditos de manera responsable, e indicando al consumidor las ventajas y desventajas del crédito que esta pidiendo.

· Se mantienen unos requisitos informativos inferiores en el caso de los descubiertos.

· Se establece, y regula con detalle, el derecho incondicional, gratuito e irrenunciable del consumidor a rescindir la operación en un plazo máximo de catorce días. Si el crédito esta vinculado individualizadamente a la adquisición de un bien o servicio, la resolución puede extenderse también al contrato de adquisición; no obstante, no se modifica el requisito de exclusividad exigible, en materia de oposición del consumidor a pagar un crédito si el bien recibido no se ajusta a lo previsto, a las operaciones vinculadas.

· Se regula de una manera muy general el derecho del consumidor a cancelar el crédito anticipadamente; en esos casos, el prestamista podrá percibir una «indemnización justa y objetiva», siempre que no se trate de préstamos a tipo variable en períodos inferiores al año.

· Se prevé que todo prestamista (sea o no entidad de crédito) y todo intermediario (agente o corredor) profesional estén regulados o supervisados por los Estados miembros.

LA NUEVA DIRECTIVA DE ADECUACIÓN DE CAPITAL[1] (DAC)

Iker Beraza Pérez

SUBDIRECCIÓN GENERAL LEGISLACIÓN Y POLÍTICA FINANCIERA

DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA

INTRODUCCIÓN

El Acuerdo de Capital de Basilea de 1988, conocido como Basilea I, introdujo unas normas comunes para el cálculo de los requerimientos de recursos propios para hacer frente al riesgo de crédito, con los objetivos básicos de asegurar la igualdad competitiva y la estabilidad del sistema bancario internacional. Las entidades debían cubrir los riesgos de su actividad con recursos propios al menos iguales al 8% de los activos ponderados por el grado de riesgo de la contraparte (se fijaron ponderaciones simples en función del tipo de prestatario). El Acuerdo se amplió en 1996 para cubrir también el riesgo de mercado.

En un principio sólo se debía aplicar a los grandes bancos internacionalmente activos, pero en la práctica se impuso como base de la regulación de la solvencia de las entidades de crédito en más de cien países. En particular, la Unión Europea adoptó la Directiva 2000/12/EC, que trataba los riesgos para las instituciones debidos a su actividad de concesión de préstamos y la Directiva 93/6/EEC sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, que extendía las reglas tanto para el tratamiento del riesgo de crédito como para el tratamiento del riesgo de mercado a entidades de crédito y a empresas de inversión.

Basilea I dio respuestas sencillas y adecuadas al momento. El riesgo de crédito es ponderado en relación con el sector institucional del acreditado, sin muchas más matizaciones: las empresas no financieras suponen mayor riesgo que las entidades financieras sometidas a una estricta regulación de su solvencia, y éstas, a su vez, mayor riesgo que los Estados; todas las empresas no financieras privadas tienen igual riesgo. El capital exigido, tras aplicar estas reglas simples, es igual al 8% de los riesgos ponderados.

Estas reglas ahora en vigor han significado una importante contribución al Mercado Único y han elevado los estándares prudenciales de las entidades afectadas. Sin embargo, transcurridos diez años, Basilea I no se adaptaba bien a la medición y gestión de los riesgos de la banca, que iba introduciendo nuevos procedimientos y sistemas más sofisticados. En particular, algunos de los problemas detectados eran los siguientes:

· Las estimaciones del riesgo de crédito utilizadas para ponderar los activos eran exageradamente simplistas lo que tenía el peligro de producir sesgos no deseados y de desacreditar el acuerdo,

1 Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a la refundición de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio; propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la refundición de la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito

· Dejaba margen para el arbitraje. Las innovaciones en los mercados permitían vías de cumplir con la letra de los requisitos de capital mínimos, faltando a su espíritu.
· No se reconocían apropiadamente las técnicas de mitigación de riesgo que ya han pasado a ser práctica habitual de las entidades.
· La cobertura de los riesgos era incompleta, no incluyendo el riesgo operacional en los determinantes del capital mínimo.

Existía una sensación mayoritaria acerca de la insostenibilidad en el tiempo de dicha situación. De mantenerse la falta de alineamiento entre los riesgos y los requisitos mínimos de capital, ello resultaría en una menor efectividad de las normas prudenciales y en mayores riesgos para los consumidores y para la estabilidad financiera. Era, pues, necesaria una revisión.

Esta revisión es la que aborda Basilea II y la DAC, aproximando la medición de riesgos del supervisor a la forma de medir los riesgos de las entidades (aunque manteniendo el convencional 8% de los riesgos ponderados como exigencia de capital), reconociendo que el tratamiento de la solvencia bancaria debe consistir en algo más que en la simple fijación de unas ratios mínimas y estimulando el desarrollo de procedimientos internos adecuados de gestión de riesgos. De este modo, al objetivo principal de asegurar un nivel de solvencia suficiente y lograr una igualdad competitiva entre los bancos, Basilea II y las Directivas que lo transponen añaden además los siguientes:

· Hacer el capital regulatorio exigido más sensible a los riesgos reales, acercándolo así al capital económico (supone que los requerimientos de recursos propios dependan más directa y diferenciadamente de los elementos que definen el riesgo económico).
· Incentivar una mejor gestión de los riesgos por parte de las entidades.
· No alterar el nivel global de capital en el sistema bancario internacional.

Como es bien sabido, Basilea II consta de tres pilares que se refuerzan mutuamente. En las siguientes secciones nos detendremos en cada uno de los tres pilares para pasar posteriormente a analizar algunos de los puntos más problemáticos de la nueva Directiva de Adecuación de Capital y que suponen, en algún caso, desviaciones de esta frente al acuerdo de Basilea II con lo que su aplicación se reduce al ámbito comunitario.

Cada uno de estos pilares representa un enfoque diferente de la supervisión: el primer pilar pone énfasis en la adopción de reglas uniformes; el segundo se basa en una supervisión más personalizada y discrecional; y el tercero responde al efecto disciplinario que ejerce el escrutinio del mercado. El resultado óptimo se alcanza combinando los tres enfoques.

EL PRIMER PILAR

El primer pilar establece los requerimientos mínimos de capital para los riesgos de crédito, de mercado y operativos, es decir, Basilea I modificado sensiblemente y añadida la cobertura del riesgo operacional. Las entidades tienen a su disposición una serie de opciones para la forma en que se mide el riesgo de crédito, de diverso grado de complejidad:

· El modelo estándar: es el más sencillo y el más similar al modelo actualmente vigente. Las diferencias principales con el modelo de Basilea I son el uso de *ratings* externos como base para determinar las ponderaciones por riesgo de los activos y la mayor diferenciación entre las ponderaciones por riesgo posibles. Comparado con Basilea I que ponderaba todos los riesgos corporativos al 100%, ahora estos se ponderan en función de la calificación crediticia o *rating* de la empresa frente a la cual se tiene la exposición. De este modo la ponderación puede bajar hasta el 20% si el *rating* es AAA y subir hasta 150% si está por debajo de BB-. Además para algunas categorías, disminuye sencillamente la ponderación por riesgo con el objeto de darles un trato más ventajoso: las exposiciones minoristas, los préstamos hipotecarios y, bajo ciertas condiciones, las exposiciones frente a PYME.
· El modelo IRB básico: basado en los *ratings* internos calculados a partir de los modelos de gestión de riesgos de las propias entidades. Esta base de modelos teóricos académicos de evaluación del riesgo de crédito ponen en relación la probabilidad de impago con la diferen-

cia entre el valor de los activos y el valor nominal de la deuda de una entidad. El modelo teórico que le sirve de base al modelo IRB parte del supuesto de que el banco tiene ya una cartera suficientemente diversificada con lo que el riesgo específico o diversificable no necesita ser tenido en cuenta. Esto, pese a ser una simplificación frente a algunos modelos ya existentes permite que el modelo sea aplicable a entidades de tamaños diferentes y se evitan algunas complicaciones técnicas en la estimación de correlaciones. Una segunda nota destacable del modelo IRB es que cubre sólo las pérdidas no esperadas en caso de impago ya que se entiende que las pérdidas esperadas son cubiertas por los bancos a través principalmente de la dotación de provisiones.

· El modelo IRB avanzado: éste se diferencia del básico en que una mayor parte de los parámetros necesarios para calcular las ponderaciones por riesgo de los activos es estimada por la propia entidad. Los principales *inputs* del cálculo de las ponderaciones por riesgo de los activos son:

- PD: la probabilidad de impago.
- LGD: la pérdida en caso de impago,
- EAD: la exposición en el momento del impago.
- M: la madurez efectiva del préstamo.

En el modelo básico la entidad estima sólo la PD. En el modelo avanzado puede aplicar sus estimaciones a los otros tres *inputs* del proceso.

En los tres casos la mecánica de cálculo del capital regulatorio, o requerimientos mínimos de recursos propios, es la misma, es decir:

Requerimientos de recursos propios = 8% x ponderación de la contraparte u operación x cuantía de la operación

El riesgo operativo se ha añadido en Basilea II pero ello no supone necesariamente un aumento del nivel de recursos propios requerido ya que el nuevo tratamiento del riesgo de crédito y el reconocimiento de las técnicas de mitigación del riesgo conllevan un ahorro por ese lado. El riesgo operativo se define como el riesgo de pérdidas resultantes de procesos o sistemas internos inadecuados y de hechos externos. También para el riesgo operativo existen dos métodos de diferente complejidad para su cálculo: método del indicador básico y método de medición avanzada o AMA.

En términos medios, los enfoques más avanzados implican menores exigencias de capital que aquellos más simples. Esto último, junto con la interacción con los otros dos pilares, hace que Basilea II sea mucho más que una exigencia de capital: es también un instrumento que incentiva el desarrollo de mejores sistemas de medición y control de riesgos. Así, al promover una adecuada capitalización de los bancos e incentivar mejoras en la gestión del riesgo, Basilea II tendrá un impacto positivo sobre la estabilidad financiera. Un banco adecuadamente capitalizado y bien gestionado será más estable y más capaz de hacer frente a situaciones adversas.

Los puntos más problemáticos en las discusiones sobre el primer pilar han tenido poco que ver, lógicamente, con las partes menos alteradas de éste, es decir, la definición de recursos propios y el propio coeficiente de solvencia, y se han centrado tanto en cuestiones referidas al ámbito de aplicación que trataremos más adelante como en la ponderación de activos por el riesgo y el uso de técnicas de mitigación del riesgo. Se ha discutido hasta la saciedad sobre el posible perjuicio en términos de competitividad que los métodos más avanzados podrían suponer para las entidades de menor tamaño que no pudieran alcanzarlos. A este efecto se han recalibrado algunas partes de la Directiva para suavizarlo, pero sin olvidar que una de las intenciones de la nueva DAC es, precisamente, promover el uso de métodos más sofisticados para la evaluación de los riesgos por parte de las entidades. También es necesario aclarar que algunas pequeñas entidades escogerán con muy alta probabilidad trabajar juntas en un modelo IRB común o, al menos, compartirán los datos sobre impagos, etc., en diferentes sectores y negocios que les permitan poder utilizar el IRB. En España se espera algo en este sentido cuando menos de las Cajas de Ahorro de menor dimensión.

EL SEGUNDO PILAR

El segundo pilar es el llamado proceso de examen supervisor que, a través de un diálogo activo entre la entidad y la autoridad supervisora, garantiza un sólido proceso interno para evaluar los requerimientos de capital

que la propia entidad ha estimado tras un análisis del perfil de riesgos del grupo. El objetivo de este pilar es reforzar la conexión entre la estrategia de gestión del riesgo de la entidad y sus sistemas, y asegurar su integración con su planificación de capital. Este pilar está basado en cuatro principios:

· Las entidades de crédito deben tener un proceso para valorar su adecuación de capital global en relación con su propio perfil de riesgo y una estrategia para mantener los niveles de capital adecuados.
· Los supervisores deben revisar y evaluar los procedimientos internos de valoración de la adecuación de capital (ICAAP, en sus siglas inglesas) y sus estrategias, así como la capacidad de la entidad de crédito de hacer un seguimiento y de asegurar el cumplimiento de los ratios de capital regulatorio. Si no encuentran satisfacción, los supervisores deben tomar las acciones adecuadas a ello.
· Los supervisores esperarán que las entidades de crédito operen por encima de los ratios de capital mínimo establecidos en el primer pilar y tendrán la capacidad de requerir a dichas entidades que mantengan capital por encima de dichos mínimos.
· Los supervisores deben intervenir en fases tempranas a la hora de prevenir una caída del capital de una entidad de crédito por debajo de los niveles mínimos y deben exigir una rápida acción correctora si se produce dicha caída.

Dentro del primer principio podemos incluir el ICAAP, que está reflejado en el artículo 123 de la Directiva. Este principio pone la carga de la prueba sobre la entidad de crédito. Es la entidad la que está obligada a demostrar, durante su diálogo con el supervisor, que su valoración interna de la adecuación de capital es lo suficientemente amplia y comprensiva, así como que está adaptada a la naturaleza de los riesgos de sus actividades y a su entorno de operación. Este marco pone el énfasis en la planificación del capital que debe mantenerse en cada momento pero no se olvida de tener en cuenta también los aspectos de gestión del riesgo. Las entidades ya venían desarrollando diversas metodologías para evaluar su exposición al riesgo y establecer el capital adecuado a mantener frente a éstas. Con la introducción del ICAAP no se pretende que las entidades reemplacen los mecanismos existentes, pero sí que estos mecanismos sean revisados para ver si resultan adecuados.

El primer principio incluye también la exigencia de unos sólidos procedimientos de gobierno corporativo[2], incluida una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes, junto con mecanismos adecuados de control interno, incluidos procedimientos administrativos y contables adecuados. Se trata de dejar claro cómo la entidad define sus objetivos de negocio y su actitud hacia el riesgo en primer lugar, cómo se asignan las responsabilidades y la autoridad, cómo se establece la transmisión de información hacia arriba de la cadena jerárquica y qué contienen dichos informes, y por último cómo se organiza el control interno.

El resto de principios establecen que el supervisor debe examinar el ICAAP puesto en marcha por la entidad, realizar su propia evaluación del perfil de riesgo de ésta para detectar cualesquiera debilidades y tomar las medidas necesarias llegado el caso, incluyendo un requisito de capital superior al mínimo establecido en el primer pilar. Sin embargo, aunque los requisitos de capital son, sin duda, fundamentales, pueden no ser siempre la mejor respuesta para la mitigación de los riesgos y pueden combinarse con otras medidas de tipo cualitativo. Ejemplos de estas medidas pueden ir desde la mera petición de que mejore sus sistemas de control interno y gestión de riesgos hasta exigir la dotación de determinadas provisiones, establecer un tratamiento en términos de recursos propios específico para ciertos tipos de activos, restringir las líneas de negocio de una entidad o requerir de ella que disminuya su exposición a determinados riesgos.

En este segundo pilar se presta atención a tres tipos de riesgos además de los cubiertos por el primer pilar:

· Los riesgos considerados en el primer pilar (de crédito, de mercado y operativo) que no estén adecuadamente cubiertos por los requisitos mínimos establecidos. Bajo esta categoría incluiríamos la infraestimación de riesgos utilizando alguno de los métodos del primer pilar. Podemos destacar el riesgo residual en la mitigación del

2 Incluido en el artículo 22 y anexo V de la DAC.

riesgo de crédito (CRM) y en la titulización, es decir, el riesgo de que estas técnicas de transferencia del riesgo de crédito resulten menos efectivas de lo que se espera.

· Los riesgos del segundo pilar no contemplados en el primer pilar, fundamentalmente el riesgo de tipo de interés, pero también «otros riesgos»: los de concentración del crédito, de liquidez, jurídico, de reputación, etc. En particular, la consideración necesaria del riesgo de concentración de crédito se debe a dos cuestiones. La primera es que, como ya hemos mencionado, el modelo teórico en el que se basa el método IRB supone que las nuevas exposiciones al riesgo se producen en el entorno de una cartera ya suficientemente diversificada, lo que es un supuesto razonable para los grandes bancos activos internacionalmente a los que se dirige el acuerdo de Basilea II pero no necesariamente cierto en el entorno de la UE donde la DAC se aplicará también a las pequeñas entidades de crédito y a las empresas de servicios de inversión. La segunda, es el hecho de que numerosas crisis bancarias históricas han estado precisamente ligadas a grandes concentraciones de riesgos en las carteras de los bancos. No hay que irse precisamente lejos para encontrar ejemplos. Baste recordar la crisis bancaria que se produjo en nuestro país y que tuvo como desencadenante la crisis industrial de finales de los setenta y principio de los ochenta.

· Los factores de riesgo completamente externos a la entidad, como pueden ser el riesgo regulatorio o la situación cíclica de la economía y su impacto en la solvencia de la entidad. A este respecto se exige de las entidades que sus ICAAP sean sometidos a pruebas de tensión que tengan en cuenta diferentes escenarios de ciclo económico y cómo las acciones de legisladores y competidores pueden tener un impacto en sus resultados.

Adicionalmente, se llevará a cabo una valoración del cumplimiento del tercer pilar, sobre requisitos de transparencia informativa, especialmente en aquellas entidades que utilicen metodologías internas para el cálculo de las ponderaciones por riesgo.

EL TERCER PILAR

El tercer pilar obliga a las entidades a divulgar en el mercado información sobre los aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del riesgo. El tercer pilar se conoce a menudo como «la disciplina de mercado», ya que la divulgación y la presión de la competencia alentarán la adopción de las mejores prácticas y aumentará la confianza del inversor. Todas las entidades deberán publicar el alcance de su aplicación del nuevo acuerdo. Está previsto un tratamiento por separado del riesgo de crédito y del riesgo operativo.

En lo que concierne la divulgación del riesgo de crédito, se incluye la información sobre la estructura de la cartera, sobre los grandes tipos de exposiciones, su distribución sectorial y geográfica y datos sobre los préstamos en situación de dudoso cobro. Adicionalmente, se requiere suministrar información sobre la titulización llevada a cabo y sobre las técnicas de mitigación del riesgo de crédito (CRM) utilizadas.

En relación al riesgo de mercado, las entidades deben divulgar los detalles clave de sus modelos internos cuando proceda y describir su uso de pruebas de tensión. Los requisitos de divulgación alcanzan, por último, al riesgo operativo y al riesgo de tipo de interés de la cartera bancaria[3].

También comporta exigencias complementarias para algunas entidades, en función de la naturaleza de su exposición al riesgo, de su adecuación de capital o de los métodos adoptados para calcular los requisitos de recursos propios.

EL ÁMBITO DE APLICACIÓN

Éste, como ya hemos adelantado, es uno de los principales elementos de divergencia entre el nuevo Acuerdo de Capital de Basilea y su implementación en la Unión Europea a través de la nueva Directiva de Adecuación de Capital. El marco de Basilea II, al igual que el de Basilea I antes que él, está concebido para

3 *Banking book* o acciones mantenidas con vocación de permanencia frente al *Trading Book* o cartera de negociación que tiene objeto de compra/venta a corto plazo.

ser aplicado solamente a los bancos internacionalmente activos. En la Unión Europea, sin embargo, va a ser aplicado a todas las entidades de crédito y a las empresas de servicios de inversión independientemente de su complejidad o tamaño.

Este concepto no es nuevo para el Mercado Único. En la búsqueda de unas reglas de juego que asegurasen un punto de partida igual para todos, podemos encontrar los hitos de la antigua Directiva de Adecuación de Capital, la 93/6/CE, que ya sujetaba a ESI y bancos a los mismos requisitos de recursos propios; y la Directiva consolidada bancaria que establecía el modelo universal que permitía la combinación de actividad bancaria y de valores en una misma entidad legal.

La segunda diferencia que podemos encontrar entre Basilea II y la nueva DAC a este respecto es en el nivel al que se aplican las reglas. Basilea II no especifica requisitos para las entidades a nivel individual, sino que se aplica a las entidades que estén internacionalmente activas ya sean éstas grupos consolidables o filiales de un grupo. La DAC, sin embargo, sí que establece la aplicación de los requisitos de capital en los dos niveles: consolidado e individual. Eso sí, se ha introducido en el artículo 69 de la DAC una posibilidad de excepción.

Este artículo 69 de la DAC y, en particular, su apartado primero establece las condiciones que deben darse para que los Estados miembros puedan decidir no exigir a las filiales de una entidad de crédito el cumplimiento de los requisitos de capital mínimos a nivel individual. En ese caso, sólo se le exigirían dichos requisitos al grupo consolidado y la cantidad de capital propio en la filial sería irrelevante. Es importante aclarar que esto sólo es aplicable cuando tanto la entidad de crédito matriz del grupo como sus filiales están sujetas a autorización y supervisión en el mismo Estado miembro.

Los requisitos que se imponen para poder hacer uso de la excepción pretenden asegurar que la entidad de crédito matriz está verdaderamente comprometida a cubrir las obligaciones de la filial y que no dejará que quiebre sin asistirla.

El efecto que este artículo tiene sobre el sector financiero es doble. Por un lado se libera a todas las entidades de crédito que tienen filiales (la mayoría) de la necesidad de mantener mínimos de capital en todas ellas. Con ello, se reducen algunos costes de gestión y permite la gestión centralizada del capital del grupo consolidado. Por otro lado, se cede algo en la parte prudencial. Puede suceder que la filial no pueda afrontar sus obligaciones y tenga que recurrir a una transferencia de fondos por parte del grupo, lo que no es tan directo como tener un capital mínimo en la propia filial para estos casos. Es por ello que este artículo ha centrado una parte nada despreciable de la polémica en los tramos finales de la elaboración de la Directiva y aún hoy existen declaraciones formales en contra de algunos países, si bien esto no pone en ningún caso en peligro la firma de la Directiva ya que el acuerdo formal entre Consejo y Parlamento Europeos ya ha sido alcanzado.

En la misma línea, la opción nacional del artículo 80.7 ha creado también mucha polémica. Su contenido es relativo a la posible nula ponderación de las exposiciones intragrupo entre entidades que estén el mismo Estado miembro. Para hacer uso de esta excepción se requieren toda una serie de requisitos, que deben, en principio, garantizar que la entidad matriz del grupo responderá con sus recursos propios en el caso de un problema de solvencia en la filial y que por tanto deberían tratarse «como una sola entidad» y no tener en cuenta las exposiciones de una frente a la otra. Las discusiones se han centrado en si se debería o no limitar esta excepción a los casos en que matriz y filial estén situadas en el mismo Estado miembro o no. La decisión final ha sido sí limitarlo a ese caso, dado que las diferentes regulaciones relativas a insolvencia y otro tipo de cuestiones regulatorias hacen aún dudoso que no fuese a existir ningún problema si una entidad debiese suministrar sus propios recursos propios para rescatar a otra situada en un Estado miembro distinto. Aunque el uso o no de las opciones nacionales no está aún decidido en ninguno de los Estados miembros cabe prever que la mayoría de los Estados miembros sí hará uso de esta opción del 80.7, pues no hacerlo supondría una clara desventaja competitiva para las entidades de dicho Estado ya que la excepción puede suponer una bajada significativa en el consumo de recursos propios de ciertos grupos.

LA SUPERVISIÓN EN BASE CONSOLIDADA

Con el fin de reducir los obstáculos al mercado único, en la Directiva se da por sentado que las autoridades nacionales competentes colaborarán más estrechamente. La DAC establece mecanismos muy reforzados de cooperación entre supervisores europeos que se prevén muy útiles. Refuerza también de manera importante el papel del supervisor en base consolidada a la hora de supervisar grupos de entidades establecidos en varios Estados miembros. En particular, el artículo 129 de la DAC (otro de los centros de las discusiones más encendidas) atribuye al supervisor en base consolidada del grupo las siguientes competencias:

· Permitir a las entidades de crédito calcular sus exposiciones ponderadas por riesgo empleando el método basado en calificaciones internas (método IRB).
· Permitir que las entidades de crédito utilicen estimaciones propias de LGD y de los factores de conversión
· Permitir emplear métodos de medición avanzada basados en sus propios sistemas de medición del riesgo operativo
· Permitir a las entidades de crédito utilizar el método de los modelos internos (MMI) para tratamiento del riesgo de contrapartida.

En realidad, para todas estas funciones se establece un procedimiento de revisión conjunta entre el supervisor en base consolidada del grupo y el supervisor de acogida de las filiales, pero es imposible no reparar en el hecho de que en ausencia de una decisión consensuada durante seis meses, la última palabra se deja al supervisor en base consolidada.

No debe olvidarse, sin embargo, que la responsabilidad de asegurar la estabilidad financiera del mercado doméstico es del supervisor de acogida local en cada caso, y que, por tanto, sus competencias deben estar en línea con dicha responsabilidad. Esta idea es precisamente la base de que el cumplimiento de la Directiva se exija tanto a nivel individual como consolidado. El Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS en sus siglas inglesas) ayudará a mantener la coherencia de los enfoques de las distintas autoridades de control y con ello debe contribuir a que la mayoría de las decisiones se tomen de forma consensuada sin recurrir a la decisión final del supervisor en base consolidada.

LOS BONOS GARANTIZADOS

Los bonos garantizados o *covered bonds* entre los que se encuentran las cédulas hipotecarias y territoriales españolas o los Pfandbriefe alemanes son un elemento clave de los mercados de capitales europeos en cuanto a la financiación hipotecaria y del sector público. Es por eso que se ha generado para ellos un tratamiento específico que no existe en Basilea II. Las principales discusiones se han centrado en este tema en los requisitos a imponer a los activos que pueden formar parte de un *pool* de garantías sobre el que se emitan estos bonos y en el LGD que deben recibir bajo el modelo IRB básico. En el primer caso, lo fundamental era garantizar que sólo activos de muy alta calidad pudiesen formar parte del *pool* de garantías. En concreto, en el caso más relevantes de los préstamos hipotecarios que pueden servir como garantía, se exige un LTV máximo del 80% en los préstamos hipotecarios residenciales y de un 60% para los comerciales. En cuanto a la LGD, se ha llegado a una cifra realmente baja del 12,5% con el agravante de que se permite a una proporción muy grande de estos bonos aplicar una LGD del 11,25% hasta final de 2010.

LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

Las pequeñas y medianas empresas juegan un papel económico especialmente relevante en el entorno europeo, tanto en términos de creación de empleo como en la promoción del crecimiento económico y la iniciativa empresarial. Representan el 99% de todas las empresas europeas y el 70% del empleo total. Además, son especialmente dependientes del crédito bancario. Por ello una fuente de preocupación constante durante la tramitación de la Directiva ha sido cómo los métodos basados en *ratings* crediticios que ponen más énfasis en los ratios financieros de la empresa que en su habilidad de gestión o capacidad de innovación pudieran afectar a las PYMES. Para aliviar este problema se han incluido en este nuevo marco reglas

específicamente diseñadas para la financiación dirigida a pequeñas y medianas empresas (PYMES, en adelante) que suponen un menor consumo de capital propio al prestar a estas instituciones y un tratamiento preferencial para ciertos tipos de capital-riesgo. Bajo ciertas condiciones las exposiciones agregadas frente a una sola PYME hasta un límite de un millón de euros pueden tratarse como riesgos minoristas dentro del método IRB, y por tanto dar origen a menores requisitos de recursos propios[4]. E incluso las exposiciones mayores sufren un ajuste a la baja, con lo que puede decirse que este tipo de exposiciones ha salido bien parada en la Directiva.

El nuevo marco también reconoce los menores riesgos asociados con el préstamo minorista a personas físicas, tanto con destino a la compra de vivienda como sin él, y también le asigna menores requisitos de capital.

LA CUESTIÓN DE LA COMITOLOGÍA

Las negociaciones sobre la aprobación de la Directiva de Adecuación de Capital se han enfrentado en su último tramo a la diferencia de visiones del Consejo y el Parlamento Europeo acerca de la cuestión de la comitología.

La comitología es la forma de referirse al procedimiento instaurado a través de la Decisión del Consejo 1999/468/EC que establece la capacidad por parte de la Comisión, asistida por comités en los que participan los Estados miembros, de aprobar actos de ejecución de normas comunitarias. En particular, lo relevante en este caso es el procedimiento regulatorio contenido en dicha decisión que permite a la Comisión, si está de acuerdo el comité que le asiste, adoptar normas de desarrollo de normas comunitarias básicas. La DAC ha hecho uso de la posibilidad de referirse al procedimiento de comitología para dictar normas de desarrollo en diversos artículos, en particular con la finalidad de ir adaptando sus disposiciones a la experiencia del mercado en su aplicación, así como para hacer frente a las innovaciones financieras que lo requieran.

El Parlamento ha visto en el procedimiento de comitología una merma a su capacidad de colegislador en los temas que requieren codecisión de Parlamento y Consejo, ya que el Consejo se entiende representado en el Comité de Estados miembros que asiste a la Comisión y sin cuya opinión favorable la Comisión no puede dictar las normas de desarrollo (sino que debería presentarlas a aprobación del Consejo por mayoría cualificada). El Parlamento sólo obtiene en la decisión de 1999 la posibilidad de informar negativamente sobre la propuesta de la Comisión si entiende que se extralimita en sus desarrollos de la habilitación que concedía la Directiva de base o de primer nivel. En todo caso, la decisión pasaría al Consejo.

La situación actual provenía de un acuerdo interinstitucional de principios de 2002 por el que la Comisión se compromete a:

· Enviar los proyectos de normas de desarrollo al PE para que los revise y a revisarlos si recibe una opinión negativa.
· Introducir una cláusula *sunset* o de caducidad en las Directivas de base que hace que se suspenda la capacidad de la Comisión para dictar estas normas de desarrollo tras un período de cuatro años a menos que Parlamento y Consejo decidan renovarla por codecisión aprobando una Directiva que modifique a la Directiva de base original.

El Parlamento Europeo en sus negociaciones con la Presidencia pedía un derecho de revocación o *call-back* de la capacidad de dictar medidas de desarrollo de la Comisión y una cláusula *sunset* de solamente un año en lugar de los cuatro vigentes que, por otra parte, coincide con el momento de entrada en vigor de la DAC. Además deseaba sujetar la posibilidad de renovar la capacidad de dictar normas de desarrollo de la Comisión a que se produjera una modificación de la decisión de comitología vigente. La Presidencia británica, siguiendo el criterio de la mayoría de Estados miembros, incluida España, se opuso al derecho de revocación por motivos jurídicos y a la cláusula *sunset* de un año por motivos técnicos, ya que impediría utilizar los

4 Esto ocurre porque la agrupación de gran cantidad de exposiciones minoristas con probabilidades de impago independientes entre sí supone una disminución del riesgo por diversificación.

desarrollos de la DAC para ajustarla a las circunstancias del mercado al terminar el plazo para aprobar dichas normas de desarrollo antes de la entrada en vigor de la DAC. También con el respaldo de España y de la gran mayoría de Estados miembros, se propuso al Parlamento añadir a su derecho de revisión previa de las normas de desarrollo una cláusula *sunset* de dos años, o a más tardar el 1 de abril de 2008. Esta fue la propuesta que aceptó y votó el Parlamento el 28 de septiembre, junto a un amplísimo grupo de enmiendas técnicas previamente consensuadas entre Consejo y Parlamento, para asegurar la aprobación en primera lectura de la DAC por ser un elemento esencial del Plan de acción en materia de servicios financieros.

CONCLUSIONES

Claramente la nueva DAC presenta un panorama muy optimista para el futuro de la solvencia y, no puede olvidarse, la competitividad internacional del sistema bancario y financiero europeo. Probablemente es una de las primeras veces en que la regulación mantiene, e incluso en algunos aspectos supera, el ritmo de modernización del sector regulado. Esto, con tener sus ventajas, abre también ciertamente espacios de incertidumbre. La industria europea, claramente consciente de las ventajas que va a suponer el primer pilar en términos de menor consumo de recursos propios, se ha manifestado reticente en especial en lo referente a aquellos aspectos de la nueva normativa que suponen mayor discrecionalidad para el supervisor: el segundo pilar. Por ello resulta especialmente el trabajo de todos los supervisores reunidos en el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, CEBS, para alcanzar un doble objetivo. Dar desarrollo a las partes más discrecionales del segundo pilar para que desaparezca la sensación de posible arbitrariedad del supervisor sin entorpecer su necesaria capacidad de juicio, por un lado. Y por otro, garantizar un alto nivel de convergencia en la interpretación de las reglas y en la práctica supervisora en la Unión Europea.

El reto para nuestro sector financiero español comienza formalmente el 14 de junio de 2006 en que el Parlamento Europeo firmará la nueva Directiva y dará vía libre a los trabajos de transposición del Ministerio de Economía y Hacienda junto a Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores. La entrada en vigor se producirá, de forma voluntaria[5] para las entidades el 1 de enero de 2007, y de forma plena, el 1 de enero de 2008.

Bibliografía

CEBS: *Guidelines on the Application of the Supervisory Review Process under Pillar 2*, 25 enero 2006.

Dierick, Frank: «The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union», *ECB Occasional Paper* n.º 42, diciembre 2005.

Vargas, Fernando: «El marco general de la validación de los procedimientos internos en Basilea II: El enfoque IRB», *Estabilidad Financiera* n.º 4, Banco de España.

5 Voluntaria en el sentido de que podrán utilizar el método actual de cálculo de los requisitos de capital frente al riesgo de crédito en vez del método Standard.

PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS Y PREVENCIÓN DE BLANQUEO DE CAPITALES Y DE LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO

Jesús Mardomingo Cozas

SOCIO. CUATRECASAS ABOGADOS

INTRODUCCIÓN AL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS Y ENCUADRAMIENTO DE LA PREVENCIÓN Y REPRESIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES

A través de estas líneas es nuestra intención reflejar la importancia y la evolución que, dentro del llamado Plan de Acción de Servicios Financieros (en adelante, PASF) ha tenido y tiene, en la actualidad y en el ámbito normativo español, un tema tan candente y vital para la seguridad del tráfico jurídico como es la prevención y represión del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

Como de todos es sabido, el mercado único de servicios financieros lleva forjándose desde principios de la década de los setenta. Se han dado importantes pasos hacia el establecimiento de un marco cautelar seguro en el que las instituciones financieras pueden operar en otros Estados miembros de la Unión Europea (en adelante, UE) y las empresas y los consumidores puedan tener acceso directo a las instituciones financieras establecidas en otros Estados miembros.

Con la introducción del euro se abrió la oportunidad única de dotar a la UE de un moderno sistema financiero en el que los costes del capital y de la intermediación financiera se mantuviesen a un nivel mínimo. Con la introducción del euro las empresas y los demás usuarios de servicios financieros obtendrían ventajas significativas, y la inversión y el empleo se verían estimulados en toda la UE.

Los cambios estructurales impulsados por el euro también anunciaron nuevos desafíos para las autoridades cautelares y de supervisión financiera que requerían respuestas oportunas, con vistas a garantizar una distribución regional equilibrada de las ventajas derivadas de unos mercados de servicios financieros competitivos e integrados.

En este contexto y reconociendo este marco financiero cambiante, el Consejo Europeo de Cardiff, de junio de 1998, invitó a la Comisión Europea a presentar un marco de acción para mejorar el mercado único de servicios financieros. En respuesta a este mandato, la Comisión publicó una Comunicación en la que se indicaban diversos aspectos que requerían medidas urgentes para garantizar el pleno aprovechamiento de las ventajas derivadas de la moneda única y el funcionamiento óptimo del mercado financiero europeo, poniéndose de relieve la necesidad de cinco medidas diferentes:

- dotar a la UE de un dispositivo legislativo capaz de responder a los nuevos desafíos normativos;
- eliminar la fragmentación del mercado de capitales, lo que permitiría reducir el coste de constitución de capital en los mercados de la UE;

· necesidad de que los usuarios y prestadores de servicios financieros aprovechasen libremente las oportunidades comerciales ofrecidas por un mercado financiero único, al tiempo que disfrutasen de un elevado nivel de protección de los consumidores;
· fomentar una coordinación más estrecha de las autoridades de supervisión; y
· desarrollar una infraestructura de la UE integrada que sirva de base para las transacciones financieras al por menor y al por mayor.

En este contexto, el Plan de Acción de los Servicios Financieros adoptado por la Comisión Europea establece las medidas necesarias para conseguir la integración de los mercados financieros europeos. Concretamente, los Consejos Europeos de Lisboa y Estocolmo ratificaron el Plan de acción estableciendo dos fechas clave: el año 2005, para conseguir la integración de los mercados financieros, y el 2003, como fecha tope para la integración de los mercados de valores.

Lo verdaderamente relevante es que el PASF clasifica dichas medidas incluidas en el Plan de acción en tres niveles distintos de prioridad:

Medidas de prioridad 1

Respecto de estas medidas, existe un consenso general sobre su urgencia, que son esenciales para aprovechar plenamente las ventajas derivadas de la introducción del euro y para garantizar la competitividad del sector de servicios financieros y de la industria de la UE, salvaguardando a la vez los intereses de los consumidores.

Dentro de estas medidas de prioridad 1 se encuentra, precisamente, la de combatir el fraude y el blanqueo de capitales en el sistema financiero, mediante la modificación de la primera Directiva de blanqueo de capitales y la posterior aprobación de las dos Directivas restantes.

Medidas de prioridad 2

La Comisión considera importantes estas medidas para el funcionamiento del mercado único de servicios financieros. Se trata particularmente de medidas de modificación de la legislación vigente o de adaptación de las estructuras actuales para superar los nuevos desafíos.

Medidas de prioridad 3

Se trata de medidas en importantes ámbitos en los que existe un consenso claro y general sobre la necesidad de emprender nuevos trabajos encaminados a configurar una política coherente a finales del período de transición al euro.

SOBRE LA PREVENCIÓN Y REPRESIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES Y FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO EN LA UNIÓN EUROPEA

La prevención del blanqueo de capitales ha sido un asunto de primer orden en la Unión Europea, al considerar que el blanqueo de capitales influye de manera manifiesta en el aumento de la delincuencia organizada en general.

El procedimiento de prevención de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo se ha desarrollado, en la Unión Europea, a través de varias Directivas dictadas al efecto.

Las Directivas de la Unión Europea son instrumentos jurídicos que establecen un umbral mínimo de exigencias legales en la materia correspondiente. Por tanto, es posible, y hasta cierto punto, habitual, que los Estados miembros resuelvan implementar medidas que no hayan podido ser acordadas en las negociaciones previas a la elaboración de la Directiva en cuestión y que, por lo tanto, no se beneficiarán de su inclusión en el ordenamiento comunitario.

En 1991 se aprobó la Directiva del Consejo de 10 de junio, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales (91/308/CEE). En dicha Directiva (la primera en materia de blanqueo) se señala que los Estados miembros deben velar para que el blanqueo de capitales quede prohibido. En concreto, se establece como exigencia la de que los Estados miembros velen por que los sujetos obligados cumplan con las obligaciones de:

· identificación de clientes;
· conservación de documentos;
· examen especial de determinadas operaciones; colaboración plena con las autoridades;
· abstención de ejecución de operaciones hasta que no hayan informado a las autoridades responsables de la lucha contra el blanqueo de capitales;
· confidencialidad;
· exención de responsabilidad; y
· establecimiento de órganos y procedimientos de control interno y comunicación adecuados.

En el marco general establecido por el PASF, y dentro de las medidas denominadas «de prioridad 1» (que son las de verdadera urgencia) se encuentra, precisamente, la de combatir el fraude y el blanqueo de capitales en el sistema financiero, mediante la modificación de la primera Directiva de blanqueo de capitales y la aprobación de las dos Directivas que, posterioridad, han sido dictadas en materia de blanqueo de capitales.

En este contexto, el Parlamento Europeo y la Comisión aprobaron, y se traspuso al ordenamiento español, la Segunda Directiva de Prevención del Blanqueo de Capitales, Directiva 2001/97/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de diciembre de 2001, por la que se modifica la Directiva 91/308/CEE del Consejo relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales.

Esta Directiva fue dictada con la finalidad de seguir garantizando un elevado grado de protección del sector financiero y de otras actividades vulnerables frente a los efectos perjudiciales de las actividades delictivas y, en concreto:

· Debido a la posibilidad de que las actividades de las agencias de cambio y las empresas de envío de dinero sean susceptibles de ser utilizadas para el blanqueo de capitales, dichos tipos de entidades se incluyeron en el ámbito de aplicación de la Directiva. Estos dos tipos de empresas son definidas como instituciones financieras.
· Se amplió el ámbito de sujetos obligados, incluyendo a auditores, contables externos y asesores fiscales.
· Se amplió el ámbito de los delitos subyacentes a cualquier tipo de participación delictiva en la comisión de un delito grave.
· Los notarios y los profesionales independientes del ámbito jurídico deben estar sujetos a lo dispuesto en la Directiva cuando participen en operaciones financieras, empresariales o inmobiliarias, incluido el asesoramiento fiscal en las que exista el mayor riesgo de que se empleen indebidamente a fin de blanquear el producto de actividades delictivas.

Sin embargo, la Segunda Directiva, como consecuencia de determinados acontecimientos de inestabilidad mundiales, en especial, los atentados del 11 de septiembre, no fue lo suficientemente ambiciosa en su contenido por lo se que adoptó la decisión, por parte de la Unión Europea, de realizar la Tercera Directiva de prevención del blanqueo de capitales, concretándose en la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo.

SOBRE LA PREVENCIÓN Y REPRESIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES Y FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO EN ESPAÑA Y LA TRANSPOSICIÓN DE LA TERCERA DIRECTIVA

La valoración actual de la importancia de la prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo ha cambiado de forma sustancial en la mayor parte de los países con relación a la que se tenía hace algunos años, como consecuencia de determinados acontecimientos que han evidenciado la necesidad de reforzar el sistema de prevención del blanqueo de capitales en todo el mundo, para colaborar en la lucha contra las actividades delictivas relacionadas con el terrorismo, el narcotráfico, la delincuencia organizada y otros delitos graves.

El cambio producido está originando una reforma profunda del marco sobre prevención del blanqueo de capitales en la mayor parte de los países.

En España se modificó la Ley 19/1993, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, para transponer la nueva Directiva Comunitaria;

se aprobó la Ley 12/2003, de prevención y bloqueo de la financiación del terrorismo, y se están revisando o desarrollando las normas complementarias.

La normativa en esta materia tiene un carácter eminentemente preventivo, aspecto en el que es preciso hacer hincapié, con el objeto de evitar que los fondos que tengan su origen en actividades delictivas se canalicen a través del sistema financiero español y otros sectores obligados en la prevención del blanqueo de capitales. En la medida en que se obstaculice esta canalización, se logrará, por una parte, desincentivar la propia actividad delictiva y, por otra, salvaguardar a los sujetos obligados de los riesgos que les supone el ser utilizados para estas actividades de blanqueo. Por ello, es fundamental incrementar dos tipos de medidas:

· En primer lugar, las dirigidas a detectar las operaciones sospechosas antes de que se realicen para evitar que los fondos se introduzcan en el sistema.
· En segundo lugar, las que permitan profundizar en el análisis de las operaciones sospechosas, cuando resulte imposible detectarlas previamente, pues sólo a través de esta vía se dispondrá del conocimiento necesario para evitar este tipo de operaciones en el futuro.

En este contexto, el 25 de noviembre de 2005 se publicó en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo.

Dicha Directiva deberá ser transpuesta a los ordenamientos de los Estados miembros antes del 16 de diciembre de 2007.

Con carácter general, y desde un punto de vista sustantivo, las normas internacionales de prevención del blanqueo y financiación del terrorismo se suelen dividir en:

· Normas «prescriptivas»: dado que, salvo excepciones, todas lo son, lo que pretende esta adjetivación es señalar que, al usar este modelo, se regula con el máximo nivel de detalle toda obligación de los sujetos y se exige su cumplimiento de forma estricta y sin lugar a interpretaciones de alcance por parte del obligado.
· Normas basadas en la evaluación del riesgo: regula la metodología y procedimientos a aplicar por los obligados, permitiendo el ejercicio del juicio para delimitar el alcance de sus obligaciones.
· Normas mixtas: combinan características de las dos anteriores.

La Directiva que nos ocupa intenta equilibrar la prescriptividad con la aceptación de las metodologías basadas en el análisis de riesgos por parte de los sujetos obligados, por lo que cabría ser considerada una norma mixta. Si tenemos en cuenta la diversidad de enfoques en las legislaciones comunitarias, básicamente ordenamientos de tipo continental y de estilo Common Law, parece que la óptica comunitaria es lo suficientemente flexible como para que, en el proceso de transposición, se desarrollen enfoques más cercanos a las tradiciones jurídicas y regulatorias de los Estados miembros.

SOBRE LA TRANSPOSICIÓN DE LA TERCERA DIRECTIVA AL ORDENAMIENTO ESPAÑOL

Como es bien conocido, las Directivas de la Unión Europea deben ser traspuestas al ordenamiento de los Estados miembros dentro los plazos que el propio instrumento jurídico señala, gozando el correspondiente Estado de la facultad de elección del mecanismo jurídico para llevar a cabo dicha transposición. Dada la particular configuración de las reglas en la materia que nos ocupa, y antes de estudiar las potenciales vías de adaptación del Derecho interno a las reglas comunitarias, repasemos brevemente la actual situación.

Las normas en vigor

Los instrumentos jurídicos en vigor más relevantes en materia de blanqueo son los siguientes:

· Ley 19/1993, de 29 de diciembre, modificada por la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre medidas de prevención del blanqueo de capitales.
· Ley 12/2003, de 21 de mayo, de prevención y bloqueo de la financiación del terrorismo.

· Ley Orgánica 4/2003, de 21 de mayo, complementaria de la ley de prevención y bloqueo de la financiación del terrorismo, por la que se modifica la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial y la Ley 29/1988, de 13 de julio, reguladora de la jurisdicción contencioso-administrativa.
· Real decreto 925/1995, de 9 de junio, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, modificado por el Real decreto 54/2005, de 21 de enero. Real decreto 1080/1991 de 5 de julio, por el que se determinan los países o territorios a que se refieren los artículos 2, apartado 3, número 4, de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de medidas fiscales urgentes, y 62 de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para 1991.
· Orden ECO 2652/2002, de 24 de octubre, por la que se desarrollan las obligaciones de comunicación de operaciones en relación con determinados países al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias.
· Instrucción, de 10 de diciembre de 1999, de la Dirección de Registros y del Notariado sobre obligaciones de los notarios y registradores de la propiedad y mercantiles en materia de prevención de blanqueo de capitales.
· Orden EHA/2963/2005, de 20 de septiembre, reguladora del Órgano Centralizado de Prevención en materia de blanqueo de capitales en el Consejo General del Notariado.
· Finalmente, no se deben olvidar los denominados «catálogos de operaciones sospechosas», de indudable utilidad para la monitorización y detección de operaciones con tal característica.

Alternativas de transposición

Dada la profusión de normas, parece que pudiera ser conveniente que el legislador español reordenara la regulación en la materia y aprovechara la ocasión para unificar sustancialmente el cuerpo normativo ahora disperso. Alternativamente, podría realizarse una reforma de los instrumentos jurídicos en vigor, de tal suerte que la futura norma modificara distintos artículos, en un primer momento, de las leyes y, en una fase posterior, de sus reglamentos.

Libertad y seguridad

Con carácter general, llama la atención el poco debate que ha habido en la Unión Europea en relación con el *trade-off* libertad-seguridad. La pregunta que la ciudadanía europea debe hacerse, al igual que ya ocurre entre los ciudadanos de los Estados Unidos, es: ¿cuánta libertad podemos, o debemos, sacrificar con el fin de ganar en seguridad?

La respuesta dista de ser sencilla, pero parece claro que son necesarias más reflexiones de la sociedad civil que profundicen en este debate, que en la bibliografía académica ya se conoce como «los costes de la libertad».

Reflexiones

Antes de concluir, cabría reseñar una serie de aspectos que pueden contribuir a ubicar en sus justos términos las nuevas normas de blanqueo.

Análisis de la jurisdicción española y sus riesgos

Nuestra jurisdicción tiene una serie de características, geográficas, sociológicas, etc., que incrementan la vulnerabilidad al riesgo de blanqueo. Las más destacables son:

· Somos el primer territorio que encuentran en su camino las corrientes migratorias procedentes de África. Además, desafortunadamente, en los territorios vecinos del sur, el respeto por la ley presenta bastantes deficiencias, por lo que sufrimos parte de sus efectos en forma de inmigración ilegal.
· También somos un territorio natural de entrada de drogas con destino a Europa. A ellas se debe añadir el consumo interno que, en algunos tipos de droga, es muy preocupante.
· La economía sumergida, de acuerdo con los estudios del Banco de España, se podría acercar al 20% del PIB.
· La indisciplina tributaria también es tradicionalmente notable, con independencia de toda opinión sobre las características (manifiestamente mejorables) del régimen fiscal.
· La particular situación del mercado inmobiliario es otro factor de riesgo. Se echa en falta, especialmente, un

estudio riguroso sobre las recalificaciones de terrenos y su impacto en la generación de fortunas privadas.
· El terrorismo presenta múltiples manifestaciones y tiene sectores sociales que podrían ser calificados como cómplices. No sólo nos enfrentamos a los efectos del terrorismo nacionalista-separatista sino que también nos vemos azotados por las variantes islámicas que reclaman al-Andalus para sí.
· El régimen penal ha dado claras muestras de su agotamiento en el tratamiento de algunos delitos graves, en los que se echa en falta un componente retributivo mayor.
· El hecho de recibir más de cincuenta millones de visitantes por año no es un factor causal, pero sí facilitador, de la comisión de ciertos tipos de delitos.
· La existencia de bandas organizadas de distintas nacionalidades que han decidido bien instalar su centro de operaciones en España, bien venir a operar por temporadas, contribuye notablemente al incremento citado de riesgos.

La complejidad de la estructura institucional
Conjuntamente con los anteriores factores, debe considerarse la peculiar estructura institucional de la Administración pública en esta materia. Básicamente, las competencias administrativas se reparten entre los siguientes órganos:

· Secretaría de Estado de Seguridad.
· Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Informaciones Monetarias.
· Servicio Ejecutivo para la Prevención del Blanqueo de Capitales (SEPBLAC), dependiente de la anterior.
· Dirección General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Hacienda.
· Dirección General de Comercio e Inversiones del Ministerio de Economía y Hacienda.
· Banco de España.
· Comisión Nacional del Mercado de Valores.
· Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
· Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de Administración Tributaria.
· CNI, APD y comunidades autónomas, además de Policía y Guardia Civil, así como las fiscalías relacionadas (Tráfico Ilegal de Drogas y Delitos Económicos).

Es fácil observar que, a pesar del enorme grado de complejidad del blanqueo de capitales, contribuiría a la seguridad jurídica que el legislador hiciera un esfuerzo adicional por establecer algún grado mayor de claridad en esta materia. Dadas experiencias recientes, podría ser conveniente un reforzamiento del SEPBLAC, otorgándole un nuevo estatus jurídico y fortaleciendo sus competencias técnico-financieras.

El ámbito de aplicación deseable
Un punto que suscita un natural interés es conocer si el legislador español hará uso de la opción que permite considerar como sujetos obligados a las personas físicas y jurídicas que realicen pagos en efectivo de importe superior a 15.000 euros. Existen industrias (vehículos de lujo, compraventa de chatarra, etc.) que en otras jurisdicciones tienen obligaciones antiblanqueo reducidas, básicamente, la de informar de transacciones sospechosas. Dada la extensión del problema, no parece descabellado que, con ciertos matices, las obligaciones de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo se amplíen a un mayor número de sujetos.

Naturaleza de la obligación de no ejecución de transacciones sospechosas
A pesar de que es un tema enormemente polémico y en el que todas las partes implicadas tienen sus (buenas) razones, lo cierto es que podría ser provechoso que se incluyera en el régimen legal una norma al estilo de la francesa, es decir, que en determinadas ocasiones la decisión de la (no) ejecución de determinada transacción sospechosa pueda ser compartida o, al menos, que la Administración se pronuncie al respecto.

La discusión sobre fiscalidad
Nuevamente se debe llamar la atención sobre la heterogeneidad de reglas dentro de la Unión Europea en materia fiscal, pues países como Austria tipifican, en todos los casos, los eventuales incumplimientos de obligaciones con la Hacienda pública como faltas y, consecuentemente, no forman parte, en ningún caso, del delito precedente al de blanqueo de capitales. ¿Tiene sentido esta heterogeneidad dentro de la UE?

El llamado *fear factor*

En el Reino Unido ha existido recientemente lo más parecido a lo que podríamos llamar «un plante de obligados» contra la Financial Services Authority. ¿Su causa? La FSA ha sancionado a seis obligados en un período de aproximadamente un año. Es curioso observar cómo la FSA ha explicado que las sanciones no forman parte del bloque relevante de sus políticas y que espera no seguir haciendo uso tan profuso de dichas medidas. ¿Hay alguna lección que extraer? Creemos que sí y que puede haber existido algún caso de extralimitación que no debería haber llegado al orden jurisdiccional sin que la Administración pública trabajara más estrechamente con el sector privado en la implementación de medidas comunes.

El artículo 301 del Código Penal

Cabe recordar someramente que la tipificación penal del delito de blanqueo de capitales no exige necesariamente dolo, sino que, en determinadas circunstancias, cabría imputar el delito —en principio, a los administradores— por imprudencia grave.

Las profesiones jurídicas

De acuerdo con la Directiva, previo reconocimiento por parte del legislador, cabría establecer un sistema similar al notarial y que el Consejo General de la Abogacía actuara como un organismo de centralización de la información y, en su caso, de inspección.

CONCLUSIONES A LA TRANSPOSICIÓN DE LA TERCERA DIRECTIVA

El blanqueo de capitales y las actividades de financiación del terrorismo son terribles lacras que minan la moral social y afectan profundamente a la calidad del Estado de Derecho.

Bienvenida sea la continua mejora de las normas que contribuyen a su persecución y erradicación, aunque parece obligatorio analizar el equilibro seguridad-libertad de manera periódica, para evitar excesos.

El legislador español tiene ante sí un enorme reto, la transposición de la Tercera Directiva, que sería desea ble se gestionara de manera conjunta con los sujetos obligados para limar las aristas inapropiadas y potenciar la efectividad de las normas.

Finalmente, destacar dos preocupaciones desde el punto de vista de la normativa española:

Sobre la configuración de las entidades de capital-riesgo como sujetos obligados

El pasado 25 de noviembre de 2005 se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras (en adelante, Ley 25/2005), cuya entrada en vigor se produjo el 25 de diciembre de 2005.

Una de las novedades importantes que introduce la Ley 25/2005 es que las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (en adelante, SGECR) y las sociedades de capital riesgo (en lo sucesivo, SCR) autogestionadas, deberán contar con unos procedimientos y órganos para la prevención del blanqueo de capitales adecuados a las características y volumen de su actividad.

La cuestión que se plantea con la inclusión de esta novedad en la Ley 25/2005 es que la citada ley no parece haber previsto la circunstancia de que, a su vez, la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales no contempla, entre los sujetos obligados a cumplir las actuaciones y procedimientos para prevenir la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales, a ninguna de las ECR y, concretamente, a las SGECR o a las SCR autogestionadas.

Dicha falta de previsión en la Ley 19/1993 llevaría a la consecuencia de que el SEPBLAC no estaría obligado a supervisar la idoneidad de los procedimientos y órganos de control interno y de comunicación establecidos por las SGECR o por las SCR autogestionadas en materia de blanqueo de capitales de conformidad con lo dispuesto en la Ley 25/2005, ni a proponer, en su caso, las medidas correctoras correspondientes.

Puesto que la Tercera Directiva no parece, en principio, prever tampoco como sujeto obligado a las entidades de capital-riesgo, a través de estas líneas no es nuestro propósito convencer a ninguna autoridad sobre la necesidad, o no, de resolver en un determinado sentido esta «aparente contradicción normativa», sino

simplemente, reflexionar «en alto» sobre el estado de la normativa actualmente vigente en España en materia de ECR y de blanqueo de capitales, para llegar a alguna conclusión «normativamente razonable».

Sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre servicios de pago en el mercado interior y modificaciones a las Directivas Comunitarias 97/7/CE, 2000/12/CE y 2002/65/CE

La novedad más importante y trascendental de esta propuesta de Directiva es la práctica liberalización total de la actividad propia de las entidades prestadoras de servicios de pago.

Esta afirmación tiene su fundamento en el hecho de que la propuesta de Directiva, en el Titulo II dedicado a la regulación de los prestadores de servicios de pago, ha incluido una cuarta categoría de tales prestadores de servicios de pago (denominados «Instituciones de pago») a los que, entre otras peculiaridades, no se les exige requisito alguno de capital social, lo cual supone un gran atractivo para las personas físicas o entidades de nueva creación que pretendan constituirse como prestadores de servicios de pago y ejercer las actividades propias de las mismas, así como una novedad trascendental para las entidades ya constituidas bajo otra forma jurídica regulada, que presten alguno de los servicios propios de los citados prestadores.

Resulta paradójico, sin embargo, que la propia exposición de motivos de la propuesta de Directiva establezca que la autorización de esta nueva cuarta categoría de prestadores de servicios de pago está sujeta al cumplimiento de condiciones estrictas ya que, además de no exigirse, entre los requisitos generales para su autorización, requerimiento alguno de capital social, en los supuestos regulados en el artículo 21 de la propuesta de Directiva se produce una cierta relajación en el cumplimiento de las demás condiciones establecidas en el artículo 5 de la propuesta de Directiva (artículo este último en el que se regulan las condiciones necesarias para poder obtener la autorización). Esta relajación de requisitos podría también afectar al ámbito del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo.

ANÁLISIS DEL CONTENIDO DE LA DIRECTIVA 2005/60/CE

Una vez expuestas las principales cuestiones que nos preocupan sobre la transposición de la Tercera Directiva al ordenamiento jurídico español, pasamos a exponer las materias que consideramos más importantes de su contenido:

Definiciones

El artículo 1.º distingue las definiciones entre blanqueo de capitales y financiación del terrorismo:

«Se consideran blanqueo de capitales las siguientes actividades, realizadas intencionadamente y en cualquier jurisdicción:

a- la conversión o la transferencia de bienes, a sabiendas de que dichos bienes proceden de una actividad delictiva o de la participación en ese tipo de actividad, con el propósito de ocultar o encubrir el origen ilícito de los bienes, o de ayudar a personas que estén implicadas en dicha actividad a eludir las consecuencias jurídicas de su acto;

b- la ocultación o el encubrimiento de la naturaleza, el origen, la localización, la disposición, el movimiento o la propiedad reales de bienes o de derechos sobre esos bienes, a sabiendas de que dichos bienes proceden de una actividad delictiva o de la participación en ese tipo de actividad;

c- la adquisición, posesión o utilización de bienes, a sabiendas, en el momento de la recepción de los mismos, de que proceden de una actividad delictiva o de la participación en ese tipo de actividad;

d- la participación en alguna de las actividades mencionadas en las letras precedentes, la asociación para cometer ese tipo de actos, las tentativas de perpetrarlas y el hecho de ayudar, instigar o aconsejar a alguien para realizarlas o de facilitar su ejecución».

Adicionalmente, se entiende por financiación del terrorismo, «el suministro o la recogida de fondos, por cualquier medio, de forma directa o indirecta, con la intención de utilizarlos o con el conocimiento de que serán utilizados, íntegramente o en parte, para la comisión

de cualquiera de los delitos contemplados en los artículos 1 a 4 de la Decisión-marco 2002/475/JAI del Consejo, de 13 de junio de 2002, sobre la lucha contra el terrorismo».

En la UE los actos terroristas se definen como aquellos actos intencionales que pueden dañar gravemente a un país o a una organización internacional a través de:

· medidas de presión de distintos tipos que intimiden a la población o
· la desestabilización o destrucción de sus estructuras económicas fundamentales (políticas, constitucionales, económicas o sociales).

Y, específicamente, son actos terroristas los siguientes:

· Atacar a la integridad física, o a la vida, de una persona.
· Secuestrar o tomar rehenes.
· Causar daños masivos a edificios privados o públicos, incluyendo los sistemas de información.
· Capturar medios de transporte público, como barcos o aviones.
· Hacer, poseer, adquirir, transportar o usar armas ordinarias, explosivos, armas nucleares, biológicas o químicas.
· Liberar sustancias peligrosas, causando fuego, explosiones o inundaciones.
· Alterar o paralizar los servicios de agua corriente, electricidad u otros recursos naturales esenciales.
· Dirigir o participar en las actividades de un grupo terrorista (a su vez, definido como un grupo organizado de personas que actúan concertadamente para cometer actos terroristas, con independencia de su composición o del nivel de desarrollo de su estructura), incluyendo su financiación u obtención de recursos materiales.

Objeto

La Directiva obliga a los Estados miembros a velar porque el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo queden prohibidos. En consecuencia, una de las novedades más importantes de la nueva regulación comunitaria es que la financiación del terrorismo pasa a ser tratada en términos análogos al blanqueo de capitales.

Ámbito subjetivo

La Directiva, nuevamente, amplía los sujetos obligados, de tal forma que deben considerarse como tales los siguientes:

· Las entidades de crédito.
· Las empresas de servicios de inversión.
· Las aseguradoras del ramo de vida.
· Los establecimientos de cambio de moneda.
· Los establecimientos que realizan transferencias.
· Toda entidad que realice las actividades incluidas en los puntos 2 a 12 y 14 del Anexo I a la Directiva 2000/12/CE.
· Los intermediarios de seguros.
· Las instituciones de inversión colectiva que negocian sus participaciones o acciones.
· Los agentes de la propiedad inmobiliaria.
· Los proveedores de servicios de sociedades y fideicomisos (definidos como toda persona física o jurídica que preste con carácter profesional los siguientes servicios a terceros: (i) constituir sociedades u otras personas jurídicas; (ii) ejercer funciones de dirección o secretaría de una sociedad, socio de una asociación o funciones similares en relación con otras personas jurídicas, o disponer que otra persona ejerza dichas funciones; (iii) facilitar un domicilio social o una dirección comercial, postal, administrativa y otros servicios afines a una sociedad, una asociación o cualquier otra persona o instrumento jurídicos; (iv) ejercer funciones de fideicomisario en un fideicomiso expreso o instrumento jurídico similar, o disponer que otra persona ejerza dichas funciones; (v) ejercer funciones de accionista nominal por cuenta de otra persona, exceptuando las sociedades que coticen en un mercado regulado y estén sujetas a requisitos de información conformes con el Derecho comunitario o a normas internacionales equivalentes, o disponer que otra persona ejerza dichas funciones).
· Los casinos.
· Los auditores, contables y asesores fiscales.

· Los notarios y profesionales independientes del Derecho, en determinadas circunstancias, cuya delimitación no es pacífica.
· Toda persona física o jurídica que comercie con bienes, en la medida en que las transacciones se ejecuten con pagos en efectivo por importe igual o superior a 15.000 euros.

Como es observable, la lista de sujetos obligados se amplía nuevamente. La causa subyacente es la detección de múltiples, y nuevas, vías de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo y, consecuentemente, la tentativa por parte de legislador comunitario de cercenar tales posibilidades. Por tanto, es razonable considerar que la lista de obligados será sistemáticamente ampliada, de acuerdo con el descubrimiento de la utilización de nuevos canales por parte de los blanqueadores y terroristas.

Delitos graves

A los efectos de la Directiva, y con el fin de delimitar los hechos objetivos que constituyen el presupuesto de su aplicación, se considerarán delitos graves, al menos, los siguientes:

· los actos terroristas citados *ut supra*,
· los delitos contemplados en el artículo 3, apartado 1, letra a), de la Convención de las Naciones Unidas de 1988 contra el tráfico ilícito de estupefacientes y sustancias psicotrópicas,
· las actividades de las organizaciones delictivas definidas en el artículo 1 de la Acción Común 98/733/JAI del Consejo, de 21 de diciembre de 1998, relativa a la tipificación penal de la participación en una organización delictiva en los Estados miembros de la Unión Europea,
· el fraude según se define en el artículo 1, apartado 1, y el artículo 2 del Convenio relativo a la protección de los intereses financieros de las Comunidades Europeas, al menos en los casos graves,
· la corrupción,
· todos los delitos que lleven aparejada una pena privativa de libertad o medida de seguridad de duración máxima superior a un año o, en los Estados en cuyo sistema jurídico exista un umbral mínimo para los delitos, todos los delitos que lleven aparejada una pena privativa de libertad o medida de seguridad de duración mínima superior a seis meses. Este apartado, dependiendo de la decisión del legislador, puede llevar a una ampliación del perímetro de delitos precedentes y, en consecuencia, a una ampliación de los casos de blanqueo de capitales.

Diligencia debida: concepto y tipos

Se considerará como diligencia debida, el conjunto de las siguientes actividades de obligada ejecución, salvo excepciones autorizadas, por parte de los sujetos obligados:

· la identificación del cliente y la comprobación de su identidad sobre la base de documentos, datos o informaciones obtenidas de fuentes fiables e independientes,
· en su caso, la identificación del titular real y la adopción a fin de comprobar su identidad de medidas adecuadas y en función del riesgo tales que garanticen a la entidad o persona sujeta a lo dispuesto en la presente Directiva el conocimiento del titular real, incluida, en el caso de las personas jurídicas, fideicomisos e instrumentos jurídicos similares, la adopción de medidas adecuadas y en función del riesgo a fin de comprender la estructura de propiedad y control del cliente,
· la obtención de información sobre el propósito e índole prevista de la relación de negocios,
· la aplicación de medidas de seguimiento continuo a la relación de negocios, incluido el escrutinio de las transacciones efectuadas a lo largo de dicha relación a fin de garantizar que coincidan con el conocimiento que tengan la entidad o persona del cliente y de su perfil empresarial y de riesgo, incluido, en su caso, el origen de los fondos, y garantizar que los documentos, datos o información de que se disponga estén actualizados.

Los sujetos obligados aplicarán en los siguientes casos, en relación con su clientela, las medidas de diligencia debida:

· al establecer una relación de negocios,
· al efectuar transacciones ocasionales por un valor igual o superior a 15.000 euros, ya se lleven éstas a cabo en

una o en varias transacciones entre las que parezca existir algún tipo de relación,
· cuando existan sospechas de blanqueo de capitales o de financiación del terrorismo, con independencia de cualquier excepción, exención o umbral, y
· cuando existan dudas sobre la veracidad o adecuación de los datos de identificación del cliente obtenidos con anterioridad.

Asimismo, se podrá realizar una diligencia debida simplificada, salvo que existan sospechas de que la transacción pudiera estar asociada al blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, en lo siguientes casos:

· cuando el cliente sea una entidad de crédito o financiera autorizada a operar en la UE, o una entidad de crédito o financiera establecida en un tercer país que imponga requisitos equivalentes en materia de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (en adelante, PBCFT) y sea objeto de supervisión para garantizar el cumplimiento de esos requisitos,
· las sociedades con cotización en bolsa cuyos valores se admitan a negociación en un mercado regulado a efectos de la Directiva 2004/39/CE en uno o varios Estados miembros y las sociedades de terceros países con cotización en bolsa que estén sujetas a requisitos de información compatibles con el derecho comunitario, a voluntad del Estado miembro correspondiente,
· los titulares reales de cuentas agrupadas pertenecientes a notarios y demás profesionales independientes del Derecho de los Estados miembros o de terceros países, siempre y cuando estén sujetos a requisitos de lucha contra el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo compatibles con las normas internacionales y cuyo cumplimiento de las mismas se someta a supervisión y siempre que pueda solicitarse la información acerca de la identidad del titular real a las entidades que actúan como entidades depositarias de las cuentas compartidas, a voluntad también del correspondiente Estado miembro,
· las autoridades públicas nacionales, nuevamente, a voluntad de Estado miembro,
· cualquier otro cliente con respecto al cual, en opinión del Estado miembro, el riesgo de blanqueo de capitales o de financiación del terrorismo sea escaso,
· las pólizas de seguro de vida cuya prima anual no exceda de 1.000 euros o cuya prima única no exceda de 2.500 euros,
· las pólizas de seguros para planes de pensiones, siempre y cuando no contengan cláusula de rescate ni puedan servir de garantía para un préstamo,
· los planes de pensiones, jubilación o similares que contemplen el abono de prestaciones de jubilación a los empleados, siempre y cuando las cotizaciones se efectúen mediante deducción del salario y las normas del plan no permitan a los beneficiarios ceder su participación,
· el dinero electrónico cuando el importe máximo almacenado en el soporte electrónico, en caso de que éste no pueda recargarse, no exceda de 150 euros, o cuando, en caso de que el soporte electrónico pueda recargarse, el importe total disponible en un año natural esté limitado a 2.500 euros, salvo cuando el portador solicite el reembolso de una cantidad igual o superior a 1.000 euros en el curso de ese mismo año natural, y
· cualquier otro producto o transacción que comporte un riesgo escaso de blanqueo de capitales o financiación del terrorismo, con ciertos requisitos.

Por el contrario, se realizará una diligencia debida reforzada en los siguientes casos:

· Cuando el cliente no haya estado físicamente presente para su identificación, los Estados miembros exigirán a los sujetos obligados que adopten medidas específicas y adecuadas para compensar el incremento del riesgo (determinar la identidad del cliente por medio de documentos, datos o información adicionales; adoptar medidas complementarias a fin de comprobar o certificar los documentos facilitados; garantizar que el primer pago de la operación se efectúe a través de una cuenta abierta a nombre del cliente en una entidad de crédito, etc.).
· En las relaciones de corresponsalía bancaria transfronteriza con entidades clientes de terceros países, los Estados miembros exigirán a sus entidades de crédito:
  - reunir sobre el banco cliente, y su régimen de supervisión, información suficiente,
  - evaluar sus controles en materia de prevención del blanqueo y financiación del terrorismo,

- obtener autorización de la dirección antes de establecer nuevas relaciones de corresponsalía bancaria,
- documentar las responsabilidades respectivas de cada entidad,
- con respecto a las cuentas de transferencias de pagos en otras plazas, tener garantías de que la entidad de crédito representada ha comprobado la identidad y aplicado en todo momento medidas de diligencia debida con respecto a los clientes que tienen acceso directo a cuentas de la entidad corresponsal y de que, a instancias de ésta, pueden facilitarse los datos de un cliente que sean necesarios a efectos de diligencia debida.

· En relación con las transacciones o relaciones de negocios con personas del medio político (PEP) que residen en otro Estado miembro o en un tercer país, los Estados miembros exigirán a los obligados:

- disponer de procedimientos adecuados en función del riesgo, a fin de determinar si el cliente es persona del medio político,
- obtener la autorización de la dirección para establecer relaciones de negocios con dichos clientes,
- adoptar medidas adecuadas a fin de determinar el origen del patrimonio y de los fondos con los que se realizará la relación de negocios o transacción, y
- llevar a cabo una supervisión reforzada y permanente de la relación de negocios.

· En cualquier otra situación en la que, por su propia naturaleza, se pueda presentar un riesgo de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo superior al promedio.

Finalmente, queda prohibido:

· Establecer relaciones de negocio con bancos pantalla o con corresponsales que operen con dichos bancos.
· Aperturar cuentas corrientes, o similares instrumentos de ahorro, anónimas. Si existieran tales tipos de transacciones, deben ser sometidas a reglas de diligencia debida reforzada de manera inmediata.

Aplicación por terceros de las reglas de diligencia debida

Tendrán la consideración de terceros, a los efectos de la presente norma:

· Los sujetos obligados de naturaleza crediticia y financiera, con determinadas excepciones para empresas de cambios de moneda y de transferencias
· Los sujetos obligados y las personas físicas o jurídicas equivalentes situadas en un tercer país, si están sujetas a registro profesional obligatorio, legalmente reconocido, aplican requisitos de diligencia debida y de conservación de documentos equivalentes a los comunitarios y, adicionalmente, están sometidos a reglas de supervisión análogas a las de la Unión Europea.

En todo caso, debe añadirse que la delimitación de la aplicación de las reglas de diligencia debida por terceros es materia de los Estados miembros y, en su caso, no conlleva la transferencia de la responsabilidad entre entidades acreditantes y beneficiarias.

Obligaciones de información a las unidades de inteligencia financiera (UIF)

El artículo 21 de la Directiva exige que todos los Estados miembros creen una UIF, si no lo hubieran hecho todavía, responsable de la recepción, en su caso, solicitud, análisis y divulgación de la información en materia de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

Los sujetos obligados, y sus empleados, deben informar, por iniciativa propia y sin demora, a la UIF cuando sepan, sospechen o tengan motivos para sospechar que determinada transacción pudiera estar asociada al blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo. Adicionalmente, deberán facilitar la información que se les solicite por parte de la UIF, tanto de manera sistemática como excepcional.

Se exige la abstención de la ejecución de las transacciones de las que sepan o sospechen que están relacionadas con el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo. En efecto, el artículo 24 de la Directi-

va exige la no ejecución de dichas transacciones hasta que se haya informado a la UIF, estableciendo que «con arreglo a la legislación de los Estados miembros, podrán darse instrucciones para que no se ejecute la operación». Además, si resultara imposible la abstención o se pudiera ver perjudicado el procesamiento de los autores, se permite, al igual que en la actualidad, diferir la comunicación y realizarla a posteriori de la ejecución de la transacción.

Finalmente, la Directiva a la hora de fortalecer la protección de los obligados, o sus empleados, a través del mandato del artículo 27 a los Estados miembros, con el fin de que se tomen las medidas apropiadas para hacer ineficaz cualquier amenaza o acción hostil contra los citados.

Prohibición de revelación de la información

No hay novedades sustanciales en este apartado, si bien, además de la ya existente prohibición de revelación de la información al cliente o a terceros, se aclaran una serie de excepciones en las que tal prohibición decae (por ejemplo, entre entidades del mismo grupo, entre miembros de una misma red, entre entidades de los Estados miembros que cumplan ciertas condiciones, etc.).

Obligaciones de conservación de la documentación

Los Estados miembros exigirán a los obligados que conserven los siguientes documentos y datos para su uso en toda investigación o análisis, por parte de la UIF o de cualquier otra autoridad competente en virtud del derecho nacional:

· En los casos de diligencia debida con respecto al cliente, copia o referencias de las pruebas exigidas durante un período mínimo de cinco años desde que hayan finalizado las relaciones de negocios con su cliente.
· En los casos de las relaciones de negocios y transacciones, los justificantes y registros, que consistan en documentos originales o en copias que tengan fuerza probatoria similar ante su derecho nacional, durante un período mínimo de cinco años a partir de la ejecución de las transacciones o la finalización de la relación de negocios.

Supervisión, cooperación y otros

Como novedad, la Directiva exige a los Estados miembros que los establecimientos de cambio y los proveedores de servicios a sociedades y fideicomisos estén sujetos a la obligación de registro, y los casinos a la obligación de licencia. En España, la novedad sólo es relevante en el caso de los prestadores de servicios societarios.

Por último, la Directiva afirma que la Comisión Europea prestará toda la ayuda necesaria para facilitar la colaboración y el intercambio de información entre los Estados miembros, establece criterios de efectividad, proporcionalidad y efectos disuasorios en materia de sanciones y, finalmente, crea un nuevo órgano comunitario, el Comité sobre prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, con el fin de asistir a la Comisión Europea en sus trabajos.

LA INVERSIÓN COLECTIVA EN EUROPA. RETOS Y DESAFÍOS DE LA NORMATIVA VIGENTE

Gloria Hernández Aler

ABOGADO. CUATRECASAS

INTRODUCCIÓN

La inversión colectiva ha experimentado un desarrollo espectacular en los últimos años, siendo un sector en constante evolución. Baste recordar a este respecto que, según el Libro Blanco de Política Financiera en la UE (2005-2010)[1], el sector de los fondos de inversión actualmente administra más de cinco billones de euros de activos. Los fondos de inversión ocupan, por lo tanto, un lugar muy destacado en los mercados financieros europeos.

El objeto del presente capítulo es explorar si el entorno normativo de la Unión Europea permite a las instituciones de inversión colectiva desarrollar productos de inversión adecuadamente estructurados y bien gestionados, capaces de ofrecer a los inversores el máximo rendimiento, con una adecuada protección de sus intereses[2], así como la comercialización transfronteriza de dichos productos de inversión colectiva dentro de la Unión.

Con este objetivo en mente, examinaremos, en primer término, los instrumentos normativos europeos reguladores de las instituciones de inversión colectiva y los órganos que, a nivel comunitario, están desarrollando actuaciones en la materia. A continuación exploraremos, desde una perspectiva crítica y sobre todo práctica, el funcionamiento del pasaporte de producto y de sociedades gestoras que han de permitir, respectivamente, la comercialización transfronteriza de los productos de inversión y la prestación de servicios intracomunitaria por parte de las sociedades gestoras. Se dedicará, a continuación, un epígrafe específico a revisar el tema de la falta de definición de los activos aptos de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, que son la forma más común de instituciones de inversión colectiva. Por último, después de referirnos a cuáles son, a nuestro juicio, los retos futuros de la normativa comunitaria en lo que a los fondos de inversión respecta, ofreceremos nuestras conclusiones sobre la normativa comunitaria examinada.

EL ENTORNO NORMATIVO EUROPEO

Siendo, como hemos dicho, el objeto nuestro estudio explorar si la actual regulación de la Unión Europea permite al sector de los fondos de inversión desarrollarse adecuadamente, hemos de comenzar el mismo examinando dicho entorno normativo.

La norma que podríamos calificar como marco de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), es la Directiva 611/1985, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas

1 Dicho Libro Blanco se publicó en la web de la Comisión Europea, el 5 de diciembre de 2005.

2 En este sentido, ver el punto 4.4.4 del Libro Blanco de Política Financiera en la UE (2005-2010).

sobre determinados OICVM[3] (en adelante, Directiva 611/1985). La Directiva 611/1985, es una Directiva vieja, a sus ya veintidós años de vida, es además, una Directiva que puede calificarse como pre-PASF[4].

En efecto, la Directiva 611/1985, inicia la armonización de las legislaciones de los Estados miembros de determinadas categorías de OICVM[5]. Su objetivo era aproximar las condiciones de comercialización de los OICVM y el ejercicio de las actividades de las sociedades de gestión. Por consiguiente, la Directiva pretendía facilitar la comercialización de los fondos OICVM en Estados miembros distintos del que haya otorgado la autorización inicial, garantizando, al mismo tiempo, un elevado nivel de protección de los inversores.

Sin embargo, el desarrollo alcanzado por la inversión colectiva y el dinamismo que caracteriza a los productos de inversión, determina que dicha Directiva haya quedado obsoleta. Por falta de precisión y de flexibilidad, la Directiva 611/1985, no sigue satisfactoriamente la evolución de los organismos de inversión colectiva.

De esta forma, para responder a las nuevas necesidades de la industria, en el año 2001, se acometió su reforma a través de las Directivas 107 y 108/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifican la Directiva 611/1985, en materia de (i) la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados y (ii) en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM. Estas Directivas se conocen en la industria con el nombre de Directivas UCITS III.

Pese a las modificaciones acometidas por las Directivas UCITS III, en el año 2005, dos documentos publicados por la Comisión Europea identifican el sector de los fondos de inversión como uno de los aspectos defectuosos en el mercado financiero europeo.

En efecto, por un lado el Libro Blanco de Política Financiera antes citado, al ocuparse de la necesidad de simplificar, aclarar y codificar la normativa europea, expresamente dispone que «la inseguridad jurídica derivada de multiplicidad de normas e interpretaciones en los países de la Unión es especialmente aguda en el ámbito de la inversión colectiva. En la institución colectiva se aplican tanto normas sectoriales como transversales, en paralelo con normas locales residuales como en materia de publicidad. Según la información transmitida por el sector, esta situación esta obstaculizando la comercialización transfronteriza efectiva de los fondos de inversión. Asimismo, genera incertidumbre sobre la responsabilidad del promotor o distribuidor del fondo al vender o prestar servicios a los inversores. Con el fin de clarificar algunas de estas cuestiones, la Comisión publicará una normativa/recomendación en el curso del año 2006».

En segundo lugar, el Libro Verde de la Comisión, de 12 de julio de 2005, sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión, identifica numerosas barreras en el ámbito de la inversión colectiva que lastran la comercialización transfronteriza de los OICVM. Según el Libro Verde, los esfuerzos para salvar las barreas actuales han de ir dirigidos a:

· simplificar el procedimiento de notificación de los fondos con pasaporte;
· fomentar la aplicación de las recomendaciones de la Comisión sobre la utilización de instrumentos derivados y sobre el folleto simplificado;
· aclarar la definición de los activos que pueden ser adquiridos por los OICVM.

Dicho Libro Verde ha sido tomado en cuenta por el anterior Libro Blanco, ya que este último anuncia, para el segundo semestre del año 2006, la publicación por parte de la Comisión de un Libro Blanco en materia de fondos.

EL POTENCIAL DE LA LEGISLACIÓN EXISTENTE. EL PAPEL DEL CESR EN EL DESARROLLO E INTERPRETACIÓN UNIFORME DE LA ACTUAL NORMATIVA DE INVERSIÓN COLECTIVA

Examinada la vigente regulación europea, pasamos a estudiar su potencial y, como el Committee of European Securities Regulators (en adelante, CESR) está, en

3 Directiva modificada por la Directiva 2004/39/CE.

4 Como se ha mencionado con anterioridad en esta obra, el PASF se adopta en el año 2000.

5 No se hallan dentro del ámbito de la Directiva los OICVM del tipo cerrado, los que obtengan capitales sin promover la venta de sus participaciones o cuya venta de las participaciones no tenga un objetivo comercial y los establecidos en la legislación.

la actualidad, intentando explotar dicho potencial para suavizar las barreras e ineficiencias que esa legislación ha puesto de manifiesto hasta la fecha.

Hacer más eficaz la legislación relativa a los OICVM se basa, a nuestro juicio, en tres pilares básicos:

· la aclaración de la normativa vigente en materia de activos aptos;
· la aplicación uniforme de dicha normativa, en especial en lo relativo al procedimiento de notificación del pasaporte de producto, en los Estados miembros, y
· la armonización en la medida de lo posible de las disposiciones no reguladas por la Directiva, esto es, de las normas locales residuales en materia de publicidad a las que se refería el extracto del Libro Blanco antes citado.

Desde esta perspectiva de intentar mejorar la situación de los OICVM partiendo de la legislación actualmente vigente, el CESR ha creado un grupo de expertos en la materia, el denominado Expert Group on Investment Management[6].

En línea con los tres pilares antes mencionados, el Expert Group on Investment Management ha centrado sus esfuerzos en dos áreas que son objeto de estudio por el presente trabajo, a saber, la necesidad de dotar de una mayor claridad la definición ofrecida por la Directiva de los activos aptos y la mejora del procedimiento de notificación para hacer efectivo el denominado pasaporte de producto, este último esfuerzo, se refiere también a la necesidad de dar una mayor transparencia a las normas locales de publicidad, en aras a incrementar la seguridad jurídica de los participantes del mercado.

Para ello, el CESR ha realizado y, se encuentra en la actualidad desarrollando, trabajos que se enmarcan tanto en el Nivel 2 del denominado Procedimiento Lamfalussy, como en el Nivel 3 de dicho procedimiento. En el Nivel 2, el CESR ha prestando su asesoramiento a la Comisión en materia de activos aptos, ejerciendo una importante labor de consulta a los participantes del mercado, inversores y demás entidades afectadas, para facilitar la adopción por parte de la Comisión de medidas de carácter técnico que deban ser objeto de impulso. En el Nivel 3, el CESR sigue, en el momento actual, trabajando con vistas a obtener un compromiso por parte de los supervisores miembros de dicho Comité para agilizar y hacer más sencillo el procedimiento de reconocimiento del pasaporte comunitario de fondos de inversión[7].

El papel del CESR ha sido de capital importancia en el ámbito de los OICVM, sin embargo, debe recordarse que su actuación ha de enmarcarse en el ámbito de las Directivas vigentes, toda vez que las habilitaciones recibidas por el CESR por parte de la Comisión se refieren, como hemos indicado, a asesoramiento técnico de Nivel 2 y acuerdos entre reguladores de Nivel 3, que han de moverse, en todo caso, dentro de los límites impuestos por la normativa vigente.

Identificada la normativa vigente y los esfuerzos que, dentro de la misma, el CESR está realizando para dar respuesta satisfactoria a las necesidades de la inversión colectiva europea, pasamos a ocuparnos de los temas que entendemos son de mayor relevancia y que, desafortunadamente, no están bien resueltos lastrando, en muchas ocasiones, el adecuado desarrollo de la industria.

EL PASAPORTE EUROPEO DE PRODUCTO

La Directiva 611/1985 introduce el concepto del pasaporte europeo para los OICVM armonizados (lo que hemos venido denominando en el presente artículo como pasaporte de producto). Dicho pasaporte se fundamenta en el principio del reconocimiento mutuo entre Estados miembros. De esta forma, la Directiva 611/1985 establece que los OICVM de un Estado miembro pueden ser comercializados en otro

6 Grupo presidido por Lamberto Cardia, presidente de la CONSOB italiana. El grupo de expertos ha constituido a su vez dos subgrupos y está asistido por un grupo de trabajo consultivo compuesto por participantes del mercado y representantes de los usuarios de servicios financieros.

7 Asimismo, es de destacar el trabajo acometido por el CESR en febrero de 2005 (*The 'UCITS Guidelines'*) donde se formulaban recomendaciones para lograr la convergencia de las diferentes prácticas administrativas de los Estados miembros como consecuencia de las ambigüedades de las Directivas UCITS III. El 22 de mayo de 2006, el CESR ha publicado los resultados del *Review Panel* que se creo para verificar el seguimiento por parte de los Estados de las recomendaciones sobre las disposiciones transitorias del CESR en la materia.

Estado miembro, estando sujeta dicha comercialización al procedimiento de notificación establecido por la Directiva en su artículo 46.

En virtud del citado precepto, si una institución de inversión colectiva se propone comercializar sus participaciones en un Estado miembro diferente a aquél en que está situado, deberá informar de ello previamente a las autoridades competentes, así como a las autoridades de este otro Estado miembro. A la autoridad del Estado miembro deberá comunicar: (i) un certificado de las autoridades competentes, según el cual el OICVM reúne las condiciones enunciadas en la presente Directiva, (ii) su reglamento del fondo o sus documentos constitutivos, (iii) su folleto, (iv) en su caso, el último informe anual y el informe semestral sucesivo, (v) informaciones sobre las modalidades previstas para la comercialización de sus participaciones en este otro Estado miembro.

También, según el mismo artículo, el OICVM podrá iniciar la comercialización de sus participaciones en este otro Estado miembro dos meses después de la mencionada comunicación, a menos que las autoridades del Estado miembro interesado hagan constar mediante decisión motivada adoptada antes de la expiración del plazo de dos meses, que las modalidades previstas para la comercialización de participaciones no son conformes con las disposiciones a que se refiere el apartado 1 del artículo 44 y el artículo 45.

En definitiva, dicho procedimiento consiste, en teoría, como su nombre indica, en una mera comunicación, en el sentido de que el Estado de acogida o Estado notificado, no debe llevar a cabo una verificación de si la documentación recibida cumple o no con la Directiva, ya que es el Estado de origen que expide el certificado antes mencionado el competente para realizar esa comprobación. Sin embargo, los Estados de acogida conservan competencias residuales sobre publicidad de las instituciones de inversión colectiva que, en ocasiones, son utilizadas para evitar la comercialización de ciertos productos. En concreto, esas disposiciones locales han sido utilizadas por los Estados miembros para impedir que se comercialicen, dentro de su territorio, OICVM que invierten en activos que nos son considerados por el Estado de acogida como aptos. Esto se debe, como más adelante en este artículo se explorará, al tratar de la cuestión de los activos aptos, a la falta de definición, por parte de la Directiva, de dichos activos, lo que ha provocado distintas interpretaciones por parte de los Estados miembros.

Del aludido procedimiento de notificación convine estudiar, con mayor detalle, los siguientes aspectos: a) el plazo de los dos meses; b) la dinámica del procedimiento de notificación; c) la lengua de los documentos requeridos; y d) los motivos de la posible denegación del pasaporte europeo.

Aspectos estos que, como tendremos ocasión de examinar están siendo, en el momento de prepararse el presente trabajo, abordados por el CESR que está trabajando en la publicación de unos estándares para la armonización del procedimiento de notificación entre los Estados miembros (*CESR'S Gidelines to simplify the notification procedure of UCITS*[8]).

El plazo de los dos meses

El plazo establecido para el reconocimiento del pasaporte es de dos meses. La industria entiende, y así lo ha expresado de forma reiterada en los *Open Hearings* del CESR, que ese plazo es excesivamente largo. Y ello teniendo en cuenta la actividad que el Estado donde se pretende comercializar la institución tiene que acometer que es, en teoría, verificar que la documentación remitida por el Estado de origen es completa. Es decir, la autoridad del Estado donde la institución de inversión colectiva quiere comercializarse no ha de entrar a calificar el contenido de dicha información, ni a realizar verificación alguna de la misma. Por esta razón, el plazo de dos meses se juzga, pese a que sea un plazo máximo, excesivo.

Como decíamos, se trata de un plazo máximo, teniendo el silencio valor positivo, es decir, transcurrido dicho plazo sin recibirse comunicación por parte de la autoridad competente, la institución de inversión colectiva podrá comenzar a comercializar sus participaciones o acciones, según sea el caso. En la práctica, las autoridades de los países en la que la institución se comercializará dictan resolución expresa de registro, si bien también es frecuente recibir comunicaciones indi-

8 En el momento de prepararse el presente trabajo el 2nd Consultation Paper del *CESR's Guidelines to simplify the notification procedure of UCITS* se encuentra publicado en la página web del CESR www.cesr-eu.org.

cando que falta algún documento poco antes de que expire el plazo de los dos meses, interrumpiéndose así dicho plazo que se prolongaría a cuatro —toda vez que el plazo de los dos meses, no comienza a correr sino desde que la documentación está completa—. Además, también se ha puesto de manifiesto en los *Open Hearings* del CESR que las instituciones de inversión colectiva, en muchas ocasiones, no hacen uso del carácter positivo del silencio y no se encuentran cómodas comenzando la comercialización sin un acto expreso por parte de la autoridad del Estado de acogida.

El citado plazo de los dos meses contrasta con los plazos establecidos para el reconocimiento de pasaportes de otros productos financieros. Así, por ejemplo, el pasaporte de valores negociables regulado en la Directiva 71/2003, 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 (en adelante, Directiva de Folletos). El principio que subyace en la Directiva 611/1985 y en la Directiva de Folletos es el mismo, esto es, el reconocimiento mutuo del folleto verificado por uno de los Estados miembros de la Unión. Siendo el principio de ambos pasaporte idéntico, la Directiva de Folletos establece un procedimiento para hacer efectivo el pasaporte notablemente más efectivo y, sobre todo, introduce una celeridad máxima. En efecto, los valores pueden comenzar a comercializarse transcurridos tres días después de que la autoridad del Estado de origen haya hecho a la autoridad del Estado de acogida la comunicación de la solicitud del reconocimiento por parte del emisor de los valores.

La diferencia entre los dos meses y los tres días habla por sí sola. Pero esta no es la única diferencia entre ambos pasaportes sino que, además, el procedimiento recogido en la Directiva de Folletos es mucho más eficaz porque se realiza entre supervisores y, su coste más reducido para los emisores, ya que sólo se exige la traducción a la lengua del Estado de acogida o lengua habitual en las finanzas de un resumen del folleto completo. Estas diferencias nos sirven para pasar al estudio de los restantes aspectos del procedimiento de notificación que son excesivamente gravosos en la Directiva 611/1985.

La dinámica del procedimiento de notificación

Desde el año 1985 muchas cosas han cambiado en la Unión Europea. Tal vez uno de los cambios menos vistosos pero, sin duda, más relevantes para la consecución de un auténtico mercado único de servicios financieros, es el fortalecimiento de la cooperación que entre los reguladores de los distintos países miembros se ha producido en lo últimos años. En el año 1985, las comunicaciones y conocimiento entre las distintas Comisiones Nacionales era menos fluidas que en la actualidad. El nacimiento de foros de debate conjunto como el CESR a la sombra del Informe Lamfalussy ha supuesto, entre otros aspectos, un mayor acercamiento y entendimiento entre autoridades.

Por ello, parece que en el procedimiento de reconocimiento de un pasaporte para la comercialización transfronteriza de productos de inversión, los interlocutores más eficaces y válidos son los propios supervisores del país de origen y de destino. Así lo hace la Directiva de Folletos del año 2004, pero no la Directiva 611/1985.

Conocedores de este impedimento, los propios reguladores se han puesto a trabajar en el seno del CESR en el documento de estándares al que antes hacíamos referencia, para mejorar el procedimiento de notificación. Los aspectos más notables sobre los que se está trabajando, son los que se recogen a continuación:

· Establecimiento de un plazo máximo de un mes para notificar defectos u omisiones en la comunicación y en los documentos. Con la finalidad de evitar que se produzca la situación a la que antes hacíamos referencia consistente en que la autoridad de destino notifique a la institución de inversión colectiva defectos formales en la documentación presentada cuando el plazo de los dos meses esta a punto de vencer, los reguladores se han comprometido a notificar a la institución los defectos u omisiones detectados en el plazo máximo de un mes.

Si atendemos a la naturaleza del procedimiento de notificación, este compromiso es importantísimo. Es decir, si la documentación presentada al Estado de acogida está completa debería entenderse que la institución de inversión colectiva puede comenzar a

comercializar sus participaciones, ya que la autoridad de acogida no tiene competencias para entrar en el contenido de esa documentación. Habrá que esperar a ver el impacto que dicho compromiso tiene en la praxis, ya que podría derivar en que, efectivamente, el plazo de registro se recortara a la mitad en aquellos casos en los que la documentación presentada se encuentre completa.

· La adopción, por parte de los reguladores europeos, de un modelo normalizado que las instituciones de inversión colectiva podrán utilizar para comunicar su intención de comercializar sus participaciones a la autoridad de destino.

· Otro compromiso importante adoptado por los reguladores es el de la eliminación de la necesidad de emplear la Apostilla de La Haya para acreditar la autenticidad de los documentos presentados en el procedimiento (fundamentalmente, del folleto completo, folleto simplificado estatutos o reglamento de la institución).

· También es relevante, la supresión de la necesidad de que la documentación aportada con la notificación sea certificada por la autoridad de origen, bastando ahora que un representante de la institución de inversión colectiva sea quien certifique que los documentos que se acompañan son los últimos presentados y registrados con la autoridad de origen.

Se persigue, en definitiva, homogenizar entre los distintos reguladores, el procedimiento por ellos aplicados para proceder a la comercialización transfronteriza de los OICVM.

El idioma de la documentación a entregar a la autoridad de acogida

Otra de las novedades recogidas en el documento del CESR sobre el procedimiento de notificación es el uso del idioma inglés para realizar la notificación a la autoridad de acogida de la voluntad de la institución de inversión colectiva de comercializar sus acciones o participaciones en el Estado de acogida. El inglés se ha consolidado en Europa como el idioma del tráfico financiero y, por ello, el CESR ha recogido la demanda de los participantes del sector de potenciar su uso en el procedimiento de notificación. De esta forma, la comunicación a la autoridad de acogida podrá realizarse, según el documento de estándares del CESR, en una lengua común en la esfera de las finanzas, siempre que no sea contrario a la legislación doméstica del Estado de acogida[9].

También en relación con el uso del inglés se ha planteado, por los participantes de la industria, la posibilidad de que sólo el folleto simplificado, documento que, según la normativa vigente, se identifica como el documento fundamental que debe facilitarse al inversor, sea traducido a la lengua del Estado de acogida. Sin embargo, el CESR ha seguido, en este punto, un criterio más conservador y orientado a la protección del inversor y, ello pese a que la Directiva de Folletos sólo exige la traducción de un resumen del folleto completo, ha entendido que, en lo que a las instituciones de inversión colectiva se refiere, es conveniente que la totalidad de los documentos informativos de dichas instituciones (folleto completo, folleto simplificado, estatutos y/o reglamento) sean traducidos a la lengua del Estado de acogida.

Los motivos por los que se puede denegar el reconocimiento del pasaporte. Las normas locales de publicidad

Por último, en materia de pasaporte de producto, hay que recordar que los únicos motivos en virtud de los cuales el Estado de acogida puede denegar el reconocimiento del pasaporte europeo emitido por otro Estado, han de fundarse en que las modalidades previstas para la comercialización de las participaciones no son conformes con las disposiciones a que se refiere el apartado 1 del artículo 44 y el artículo 45 de la Directiva 611/1985.

Toda vez que la normativa relativa a la publicidad queda fuera de la Directiva 611/1985, las legislaciones nacionales en la materia son muy dispares. Con la finalidad de aumentar la seguridad jurídica en este campo, el CESR ha preparado un documento guía para que los

9 El borrador de circular puesto a consulta en la web de la CNMV que desarrolla el documento sobre el procedimiento de notificación del CESR, recoge esta posibilidad, y adjunta a la misma un modelo estándar de notificación en inglés.

supervisores de los distintos Estados miembros informen, en sus páginas web, sobre las normas nacionales de publicidad.

El CESR intenta, a través de las medidas antes estudiadas, facilitar los trámites del procedimiento establecido en la Directiva 116/1985. La eficacia de dichas medidas dependerá de su efectiva implementación a nivel local por los distintos reguladores.

Por ello, resulta muy importante que la adopción de estos compromisos por parte de los distintos supervisores sea objeto de seguimiento por parte del CESR. En este sentido, el CESR ha manifestado, en el último *Open Hearing* celebrado sobre la materia, su voluntad de crear de un *Review Panel* en su seno para hacer un seguimiento del grado de implementación, por parte de los supervisores nacionales, de los estándares del CESR para facilitar el procedimiento de notificación.

Finalmente, las ineficacias que se pongan de manifiesto en materia de comercialización transfronteriza de fondos de inversión, podrán dilucidarse a través del denominado *Mediation Mechanism*[10]. El *Mediation Mechanism* es un sistema de mediación que está siendo desarrollado por el propio CESR para crear un instrumento capaz de resolver las disputas que pueden surgir entre sus miembros, es decir, entre los supervisores en relación con las medidas adoptadas dentro del Nivel 3. Sin duda una vez que dicho mecanismo de mediación se ponga en práctica, constituirá una forma eficaz de fortalecer la cooperación entre supervisores dentro del Nivel 3, ayudando a la convergencia en la supervisión europea. Los representantes de las instituciones de inversión colectiva podrán solicitar de sus supervisores la posibilidad de hacer uso de este procedimiento de mediación.

En España, parece que la Comisión Nacional del Mercado de Valores se ha comprometido a implementar de forma inminente las recomendaciones sobre el procedimiento de notificación del CESR. En efecto, aun antes de que dicho organismo haya publicado su documento definitivo la CNMV ha puesto a consulta pública en su página web un borrador de circular que recoge las recomendaciones del CESR que han sido objeto de examen anteriormente[11].

EL PASAPORTE DE LAS SOCIEDADES GESTORAS

La Directiva 107/2001 recoge dos novedades de capital importancia en materia de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. En primer término, las modificaciones operadas por la Directiva 107/2001 sobre las sociedades de gestión han completado el pasaporte de producto con un pasaporte para las sociedades de gestión. En efecto, la Directiva 611/1985 no recogía normas uniformes aplicables a las sociedades gestoras. No regulaba tampoco la posibilidad de establecimiento, por parte de las sociedades gestoras, de sucursales en los distintos Estados miembros, ni la libre prestación de servicios en la Unión. Por ello, la Directiva 107/2001 ha procedido a acometer la armonización necesaria de las condiciones de funcionamiento y autorización de las sociedades gestoras que permitan garantizar el reconocimiento mutuo de la autorización otorgada por un Estado miembro en otro. Se crea, de esta forma, un pasaporte de sociedades gestoras que podrán prestar, en los distintos países miembros, los servicios para los que estén autorizadas en su país de origen. A pesar de las previsiones de la Directiva 107/2001, el pasaporte para las sociedades de gestión sigue, en la fecha actual, pendiente.

La otra novedad de la Directiva 107/2001 es la ampliación de las actividades que pueden realizar las sociedades gestoras. Mientras que las sociedades de inversión únicamente pueden gestionar los activos de sus carteras, las sociedades gestoras pueden ejercer, al amparo de la Directiva 107/2001, otras actividades que no se hallan dentro del ámbito de la misma. Estas son las actividades de inversión —gestión discrecional de carteras, incluidas las de los fondos de pensiones, asesoramiento financiero y custodia y administración de participaciones de organismos de inversión colectiva— que la Directiva 107/2001 dispone, se regirán por la Directiva 93/22/CEE, de Servicios de Inversión (en adelante, DSI). En otras palabras, la Directiva 611/1985 sólo se aplica a las actividades que se hallen dentro de su ámbito de aplicación. Con las modificaciones operadas por la Directiva 107/2001, las sociedades gestoras que

10 El denominado *Mediation Mechanism Task Force* es u grupo de trabajo creado en el seno de CESR liderado por D. Manuel Conthe, Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

11 Dicho borrador de Circular puede consultarse en www.cnmv.es.

realicen los servicios de inversión que quedan fuera del ámbito de la misma, han de sujetarse a la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MiFID) —norma que sustituye a la DSI—.

La necesidad de adaptar la actuación de las sociedades gestoras a la MiFID en todo lo relativo a la prestación de servicios de inversión, supondrá un cambio de radical importancia en el funcionamiento de estas sociedades. De esta forma, los principios de *best excusión*, el test de idoneidad para la nueva clasificación de la clientela, el control de riesgos, la gestión de los conflictos de intereses, la transparencia informativa y un largo etcétera de materias cubiertas por la MiFID, afectarán a estas entidades.

En consecuencia, las novedades operadas en materia de sociedades gestoras por la Directiva 107/2001 se hayan aún pendientes de desplegar todos sus efectos por lo que, sin duda, estas materias deben ser objeto de un seguimiento cuidadoso por parte de las distintas instancias comunitarias para garantizar su pleno desenvolvimiento.

LA PROBLEMÁTICA DE LOS ACTIVOS APTOS

El dinamismo de los mercados de financieros hace que los activos que se consideraban como aptos para la inversión de los OICVM en el año 1985 hayan quedado desfasados en la época actual. Por ello, la Directiva 108/2007/CE ha ampliado la gama de los activos que pueden ser gestionados por los OICVM.

Pese a ello, varias dudas han surgido a la hora de dilucidar si ciertos instrumentos financieros deben ser considerados como activos aptos por parte de los OICVM. En concreto, se han planteado dudas sobre la interpretación de valores negociable (*transferable securities*), derivados (*derivatives*), instrumentos del mercado monetario (*money market instruments*) e índices financieros —en concreto, si los índices sobre *Hedge Funds* han de ser considerados como activos financieros—.

A todas luces, es fundamental conseguir la armonización en la interpretación de los activos aptos en los distintos Estados miembros mediante su adecuada definición. En efecto, al transponer a los derechos locales la Directiva 108/2001 algunos Estados han interpretado la Directiva permitiendo una amplia flexibilidad de elección en materia de activos aptos, mientras que otros, han seguido criterios más conservadores, apelando a la necesidad de protección del inversor. Resulta necesario proceder a armonizar estas normativas nacionales ya que, en caso contrario, se fomentaría el arbitraje regulatorio de manera que los OICVM buscarían las jurisdicciones más flexibles para el registro de sus productos de inversión y, desde esos Estados, podrían hacer uso del pasaporte comunitario de producto para comercializar dichos productos en los restantes países de la Unión. Esta circunstancia no es teórica, sino que en la práctica, el lector familiarizado con la materia objeto de estudio será conocedor de la abundante actividad de registro de OICVM por parte de países tales como Luxemburgo o Irlanda. Por su parte, el lector menos familiarizado ya habrá supuesto que los citados países cuentan con una legislación que interpreta de manera laxa la Directiva 108/2001.

La anterior circunstancia hace peligrar también, tal y como se apuntaba al estudiar el pasaporte de producto, la efectividad del mismo. Esto es, aquellos Estados que han optado por una transposición de la Directiva más restrictiva, no están dispuestos a permitir la comercialización de dichos productos extranjeros dentro de sus fronteras, máxime cuando la utilización de esos activos no está permitida a los participantes locales del Estado de acogida. Por ello, en la práctica, los Estados de acogida, en muchas ocasiones, entran a examinar el contenido de los documentos objeto de la notificación para verificar la política de inversión del fondo.

Consciente de este problema, la Comisión ha entendido que la necesidad de clarificar las definiciones de los activos aptos es un tema prioritario. Por ello, en los meses venideros hará uso del procedimiento previsto en el artículo 53 a) de la Directiva 611/1985 para clarificar a través de instrumentos de comitología esos conceptos. En el desarrollo de esta tarea, la Comisión ha solicitado el asesoramiento técnico del CESR. Dicho asesoramiento técnico se ha concretado en el documento del CESR titulado: *CESR's Advice to the European Commission on Clarification of Definitions concerning Eligible Assets for Investments of UCITS*[12].

12 Documento publicado en la página web del CESR: www.cesr-eu.org.

Antes de entrar en materia de los activos que ofrecen dudas interpretativas, pasamos a recordar cuáles son los activos en los que, en virtud de la Directiva 108/2001 puede invertir los OICVM, ello sin entrar en el concreto detalle de los porcentajes permitidos de inversión, ya que la naturaleza del presente artículo no permite ese detalle.

Las inversiones de los OICVM podrán estar constituidas, de forma exclusiva, por:

· valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario, tanto si cotizan en Bolsa o se negocian en un mercado oficial nacional o de otro Estado, o recientemente emitidos con una solicitud de admisión a cotización oficial en una Bolsa o en un mercado oficial y realizada en el plazo de un año a partir de la fecha de la solicitud;
· depósitos en una entidad de crédito reembolsables previa solicitud o que puedan retirarse con un vencimiento inferior o igual a doce meses;
· participaciones de otras OICVM autorizadas con arreglo a la Directiva 611/1985 o de otros organismos de inversión colectiva cuyas normas aplicables sean equivalentes a los requisitos aplicables a un OICVM;
· instrumentos financieros derivados negociados en un mercado oficial o no (OTC);
· otros instrumentos del mercado monetario que cumplan los requisitos de protección de los inversores y del ahorro, emitidos o garantizados por determinadas categorías de emisores.

De estos activos, pasamos, a continuación a examinar, brevemente, aquellos que ofrecen dudas interpretativas y cómo han sido resueltas las mismas por el asesoramiento técnico que el CESR ha evacuado para ayudar a la Comisión en la adopción de la normativa. Evidentemente, habrá que esperar a la publicación de la norma comunitaria para ver cómo queda definitivamente resuelto el tema.

Los aspectos más relevantes de las recomendaciones técnicas del CESR en materia de activos aptos son las que siguen:

· El uso de derivados:
  - Se admitirá la inversión en derivados cuyo subyacente consista en un activo apto, esto es, los activos mencionados en el artículo 19 (1) de la Directiva: (i) los índices financieros, (ii) tipos de interés e instrumentos financieros que reúnan las características para ser activo apto.
  - No serán aptos los derivados sobre índices no financieros ni los derivados sobre materias primas *commodities*.

· Se ofrece una definición de índice financiero:
  - Se podrán replicar índices financieros que cuenten con publicidad y diversificación suficientes.
  - Los índices de *hedges funds* no se consideran índices financieros. Sin embargo, el tema de los derivados sobre índices de *hedges funds* no queda definitivamente cerrado por parte del CESR, ya que se sigue trabajando en la obtención de más información sobre la materia y se podría llegar a la conclusión de su admisibilidad como índice financiero. Las conclusiones de esta revisión se prevé que se hagan públicas el mes de octubre del año 2006.
  - En principio, se prevé la posibilidad de invertir en *closed end real estate funds* y en fondos de *private equiy* si cumplen determinados requisitos. Por el contrario, parece que los fondos *Hedge* no se considerarán aptos, ya que no ofrecen información suficiente al mercado.

LOS RETOS DE LA INVERSIÓN COLECTIVA A LARGO PLAZO. ¿ES NECESARIA UNA REGULACIÓN EUROPEA DE LOS *HEDGE FUNDS*? ¿DEBE TENDERSE A LA ARMONIZACIÓN DE LOS FONDOS INMOBILIARIOS Y DE CAPITAL-RIESGO?

La complejidad creciente de los productos de inversión y la aparición de estrategias de inversión alternativas hace conveniente plantearnos la posibilidad de regular, a nivel comunitario, los nuevos productos de inversión libre (*Hedge Funds*).

La aparición de instrumentos de inversión alternativos más complejos constituyen la respuesta a la demanda de inversores cada vez más sofisticados, pero

también podrían suponer una fuente de riesgos para los inversores menos informados. Dichos productos de inversión alternativa están siendo desarrollados rápidamente a escala local en los distintos Estados miembros. En España, por ejemplo, recientemente se ha dictado la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre. No existe, sin embargo, norma alguna comunitaria que aborde la realidad de la inversión alternativa. Consecuencia de ello, es que no hay uniformidad alguna al respecto en las distintas legislaciones nacionales de los países miembros.

La cuestión que se plantea es clara: ¿Deben regularse a nivel europeo estas nuevas formas de gestión alternativa?

Después de la publicación del Libro Verde de fondos de inversión en diciembre de 2005, que establecía las prioridades en materia de inversión colectiva, la Comisión Europea designó, el 31 de enero de 2006, dos grupos de expertos con la finalidad de analizar las mejoras que deben acometerse en la normativa europea para incentivar el desarrollo de la inversión colectiva[13]. Uno de estos grupos es el denominado Expert Group on Alternative Investment Funds que, en la actualidad, está analizando la organización del negocio de la inversión alternativa en Europa. En concreto, el encargo que este grupo ha recibido de la Comisión, es estudiar si los gestores de este tipo de activos se encuentran barreras en el desenvolvimiento de sus actividades en el mercado europeo y si esas dificultades deben se objeto de actuaciones por parte de las instituciones de la Unión Europea.

A nuestro parecer, la cuestión de la necesidad o no de contar con una norma comunitaria reguladora de los *Hedge Funds* no tiene una respuesta unitaria. Por una parte, en la mayoría de las jurisdicciones comunitarias, los productos de inversión alternativa no están destinados al inversor minorista o *retail*[14], sino a inversores sofisticados. Se asume, por lo tanto, que este tipo de inversores cualificados tiene el suficiente conocimiento para afrontar el riesgo asociado con los productos de inversión alternativa. Por lo tanto, parece que, desde la perspectiva de la protección del inversor, la regulación a nivel europeo de los *Hedge Funds* no sería necesaria o, por lo menos, distaría de ser una materia prioritaria. Otro argumento en contra de una regulación europea de los *Hedge Funds*, es el hecho de que, de abordarse la codificación de la material de forma poco flexible, se correría el peligro de limitar la innovación en el desarrollo de estos productos, caracterizados por su constante cambio, flexibilidad y dinamismo, pudiendo lastrar el futuro desenvolvimiento del mercado europeo de gestión alternativa.

Por otra parte, sin embargo, a nuestro juicio, sí sería conveniente abordar, a nivel comunitario, ciertos aspectos de los *Hedge Funds* en aras a facilitar la oferta transronteriza de los productos de inversión alternativa dentro de la Unión.

En la actualidad, las distintas legislaciones nacionales se están mostrando excesivamente celosas respecto de la comercialización, dentro de sus fronteras, de productos alternativos procedentes de otras jurisdicciones. Ello con la finalidad de fomentar el talento local y el desarrollo doméstico de esos productos. Dicha política proteccionista, si bien puede ser incluso aconsejable en el inicio de las actividades, no ha de prolongarse en el tiempo ya que, en caso contrario, los *Hedge Funds* europeos difícilmente podrán competir con los estadounidenses y afrontarían limitaciones innecesarias en su actividad de captación de fondos que, a su vez, les impedirá adquirir un tamaño adecuado para maximizar sus inversiones.

Finalmente, otro aspecto que debería ser examinado por las instancias europeas es, a nuestro juicio, la conveniencia de armonizar la regulación de ciertos productos de inversión que están adquiriendo, en los últimos tiempos, una importancia muy notable en el mercado europeo de le inversión colectiva. Nos referimos a los Fondos Inmobiliarios[15] (*Real Estate Funds)* y a los Fondos de Capital-Riesgo[16] (*Private Equity*). La falta de una regulación armonizada de estas figuras provoca que su procedimiento de registro en los distintos

13 En junio de 2006, dichos grupos de expertos emitirán sus informes sobre sus conclusiones. Estos informes serán tenidos en cuenta para que la Comisión elabore el Libro Blanco sobre fondos de inversión que se estima sea hecho público en octubre de 2006.

14 En España, por el contrario, las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión libre (IIC de IIC de IL) pueden comercializarse también al inversor minorista sin limitación alguna.

países miembros para su comercialización transfronteriza sea excesivamente gravoso, impidiendo, de esta forma, la formación de un mercado europeo para estos productos que cuentan con un buen acogimiento por parte de los inversores.

CONCLUSIONES

Como se ha visto a lo largo del presente capítulo, los retos que la normativa europea en materia de inversión colectiva tiene por delante, son abundantes. La veterana Directiva 611/1985 es una norma que, por el trascurrir de los años, no ofrece en la actualidad respuesta satisfactoria a las necesidades de la industria. Los esfuerzos legislativos acometidos posteriormente para proceder a su actualización no han conseguido tampoco desplegar todos sus efectos. Por su parte, el trabajo del CESR para, sobre la base de esta legislación, potenciar su mejora y acercar las legislaciones de los Estados miembros ha sido encomiable y, con toda probabilidad, ofrecerá sus frutos en los tiempos venideros.

En nuestra opinión, los trabajos del CESR para continuar la aproximación de las legislaciones nacionales han de proseguir. Sin embargo, debe recordarse que el CESR sólo puede actuar dentro de la normativa vigente o Nivel 1.

Por ello, sería necesario que, además de los trabajos del CESR, la legislación europea pudiera hacer frente a la rápida evolución de los mercados financieros. En efecto, la regulación comunitaria debería poder afrontar las siguientes realidades:

· la rápida evolución de los mercados financieros;
· la aparición de estrategias de inversión alternativas más complejas, de nuevos productos y de nuevos riesgos;
· las expectativas de los inversores y la necesidad de protegerlos.

Por lo tanto y, pese a los esfuerzos llevados a efecto por el CESR, la posibilidad de una revisión integral de la Directiva del año 1985 parece que está ganando adeptos dentro de la Comisión. Así, en enero de 2006, la Comisión ha creado un grupo de expertos —el Expert Group on Market Efficiency— que tiene como misión la revisión de las ineficiencias puestas de manifiesto por el desenvolvimiento de la Directiva 116/1985, en materias como el procedimiento de notificación, las sociedades gestoras, fusiones entre instituciones de inversión colectiva, etc., para identificar las principales barreras y explorar soluciones legales o regulatorias que tengan en cuenta esas circunstancias. No es infrecuente que los trabajos de dichos grupos desemboquen en un informe donde se identifique la conveniencia de dictarse una nueva Directiva.

Esta dualidad de líneas de actuación —por una parte, el CESR tratando de facilitar el procedimiento actualmente existente y, por otra, la Comisión haciendo encargos a grupos de expertos— pone de manifiesto una cierta competencia entre los distintos niveles definidos por el Procedimiento Lamfalussy. Efectivamente, el CESR se encuentra bajo la presión de ofrecer una respuesta satisfactoria a la industria ya que, en caso contrario, la eliminación de las barreras que impiden el libre desarrollo de los OICVM podría ser asumido por el nivel legislativo.

15 La importancia que la inversión diversificada en inmuebles a nivel global se refleja, en la actualidad, en la potenciación de figuras como los *Real Estate Investment Trust* (REITS) que están sufriendo un autentico auge en los mercados europeos —productos, por su parte ya consolidados en los Estados Unidos—.

16 Por su parte, el fomento de los Fondos de Capital Riesgo podría fortalecer el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas europeas con buenos potenciales de crecimiento.

EL PASF Y LOS SEGUROS

Pilar González de Frutos

PRESIDENTA DE UNESPA

PROPÓSITO DE ESTE DOCUMENTO

Este documento pretende resumir los principales materiales que, a juicio de UNESPA, deberían incluirse en el trabajo previsto por la Fundación de Estudios Financieros con la creación del Observatorio de Mercados Financieros.

A tal efecto, este documento va a respetar el índice de cinco grandes áreas de trabajo que la FEF ha facilitado como documento previo para la primera reunión del Observatorio, el 7 de febrero del 2006. Por lo tanto, la ambición de este documento es servir de guía para aquellos materiales que tengan que ver con el seguro y que se analicen en esta y posteriores reuniones.

INTRODUCCIÓN. ESTADO GENERAL DE LAS DIRECTIVAS INCLUIDAS EN EL PASF, EN EL MARCO DEL INFORME LAMFALUSSY

Directivas aprobadas en el marco del PASF

El Plan de Acción de Servicios Financieros tiene un planteamiento muy ambicioso que ha generado una importante actividad regulatoria en el ámbito del seguro[1]. Más concretamente, se pueden considerar como plenamente integradas dentro del PASF las siguientes normas:

· Directiva de conglomerados financieros (2002/87/CE).
· Directiva de fondos de pensiones de empleo[2] (2003/41/CE).
· Directiva de mediación en los seguros (2002/29/CE).
· Directiva de reaseguro (2005/68/CE).

A continuación, estas disposiciones se comentarán una a una.

Conglomerados financieros

En sí se trata de una norma de elevada complejidad, hecho este que queda en evidencia con el dato de que modifica siete Directivas. En cualquier caso, presenta la dificultad añadida de su cohabitación jurídica con otra Directiva de parecido contenido, la de supervisión de grupos de seguros (98/78/EC). Nos encontramos en una situación en la que la regulación vertical y horizontal secan de forma no totalmente coherente, generando dificultades al mercado.

La Directiva de conglomerados financieros excluye explícitamente de su ámbito a las entidades que per-

1 Como se verá pronto, en todo este documento la expresión «ámbito del seguro» no se refiere únicamente a los aspectos de directa y exclusiva afección a la actividad, sino a aquellas regulaciones horizontales con influencia en el sector.

2 Aunque en este documento se respeta la nomenclatura elegida en España para la norma, cabe resaltar la distancia existente entre esta traducción oficial y el contenido que el título de la Directiva tiene en su origen, puesto que, lejos de limitarse a los fondos de pensiones de empleo, la norma pretende abarcar toda gestión de ahorro de segundo pilar al referirse en su título original a las *institutions for occupational retirement provisions*.

tenezcan a un conglomerado financiero que sea, asimismo, un subgrupo de otro conglomerado financiero. Esta medida es muy positiva por lo que supone de eliminación de constricciones administrativas más allá de lo necesario. Sin embargo, perteneciendo la Directiva de supervisión de grupos de seguros a una generación regulatoria anterior, carece de esta provisión, por lo que se produce una diferencia que distorsiona el normal funcionamiento y desarrollo del mercado, objetivo último del PASF. Otro aspecto en el que la Directiva de conglomerados muestra una mayor evolución regulatoria es en los mecanismos que incluye tendentes a evitar la duplicación de exigencias en el caso de entidades sometidas a supervisión suplementaria; provisiones inexistentes en la norma de grupos.

Por último, la Directiva de conglomerados introduce un elemento que está llamado a tener un gran protagonismo en la supervisión financiera europea: el supervisor-coordinador de grupo, normalmente ubicado donde lo está la cabecera, y que ya no sólo puede observarse en dicha Directiva, sino en desarrollos posteriores, tales como los denominados *Calls for Advice* emitidos por el comité de supervisores europeos de seguros (CEIOPS) en interpretación de los futuros mecanismos de Solvencia II; y en los que, explícitamente, se desarrolla el modelo teórico de una supervisión de la solvencia a escala de grupo que debe ser asumida, en su mayor parte, por un coordinador. La Directiva de grupos aseguradores carece de estos desarrollos.

Fondos de pensiones de empleo

Esta Directiva es una buena muestra de las limitaciones que en ocasiones presenta el propio sistema jurídico comunitario respecto de los elevados objetivos macroeconómicos de la Unión Europea. Quiere ello decir que tanto el propio PASF como sus consecuencias estratégicas (nos referimos aquí al Libro Blanco sobre la política de servicios financieros 2005-2010) son bastante claros al apostar por un desarrollo acelerado y armónico de un único mercado financiero europeo; pero, sin embargo, las diferencias entre legislaciones operan como freno objetivo para ello, sobre todo teniendo en cuenta que las propias Directivas han de reconocerlas.

Esto es lo que ocurre con la Directiva europea de fondos de pensiones de empleo la cual, dado que debe gestionar una realidad europea muy variopinta, con diferentes Estados en cuyos sistemas de ahorro-previsión colectivos el seguro tiene papeles muy distintos, opta por dejar libertad a los Estados miembros sobre la inclusión o no del sector asegurador bajo el paraguas normativo de dicha Directiva, habitualmente menos restrictivo que la regulación específicamente aseguradora.

La propia asunción de esta diferencia nacional es un freno objetivo al desarrollo de las operaciones trasnacionales de segundo pilar. Aun superando el obstáculo primario de este tipo de operaciones, es decir la territorialidad fiscal, queda este segundo que, con facilidad, puede devenir insalvable. Tomando como ejemplo dos Estados europeos en los que el tratamiento normativo del seguro de segundo pilar sea distinto (dentro o fuera de la Directiva), cualquiera de los vectores que imaginemos comporta una elevada, y prescindible, complejidad. Sea un asegurador regulado en su país fuera de la Directiva que trate de vender en un mercado donde el seguro sí está sometida a ella; sea un asegurador sometido a dicha regulación que pretende vender en un mercado donde las aseguradoras deben respetar normas más restrictivas, el resultado es, en todos los casos, la distorsión. Todo ello sin mencionar que la convergencia supervisora es tanto un objetivo explícito del Libro Blanco como una demanda *sine qua non* del propio proceso Solvencia II[3].

Finalmente, cabe mencionar un último argumento en contra de esta disparidad, de orden, si se quiere, filosófico: dado que uno de los objetivos principales, desde luego de la normativa pero sobre todo de la supervisión aseguradora, es la protección de tomadores, asegurados y beneficiarios (en el caso del segundo pilar, especialmente estos dos últimos), cabe preguntarse la razón de estas diferencias. La única razón válida para someter a un instrumento de ahorro —en este caso, el seguro— a una norma más restrictiva que otros es que la que se aplica a éstos es insuficiente para las características del seguro. Sin embargo, el propio hecho de

3 La amplia literatura ya generada sobre Solvencia II revela, en este sentido, la elevada prevención de los supervisores hacia el efecto *cherry picking*, o de arbitraje normativo/supervisor entre mercados.

que la Directiva admita la posibilidad de que los Estados miembros establezcan un *level playing field* normativo para todo instrumento de ahorro de segundo pilar, contiene la asunción del principio de que dicho *surplus* normativo y supervisor no es, en puridad, necesario. Por lo tanto, no nos encontramos ante supuestos de *minusrregulación* en el caso de los países que aprovechan las posibilidades de la Directiva para colocar todo el segundo pilar bajo un mismo esquema normativo; muy al contrario, lo que se produce es una *plusrregulación* en el resto.

Mediación de seguros

La Directiva de mediación, como se repite varias veces en este documento, es, desde el punto de vista del sector asegurador, el mayor ejemplo de cómo un objetivo principal puede verse seccionado o comprometido por sí mismo. Quiere ello decir que en esta norma se percibe con claridad el efecto por el cual la búsqueda de un mercado fluido de dimensiones europeas acaba por frenar el desarrollo de dicho mercado o, como poco, comprometiendo su desarrollo en el corto plazo.

Sucintamente, la mediación de seguros trata de solventar un problema teórico: si bien las terceras Directivas de seguros crean sólidas condiciones para que las entidades aseguradoras operen en un solo mercado en toda el área económica, dicha desregulación no existe para los mediadores. Hemos dicho, sin embargo, que el problema enfrentado era teórico, cuando menos en buena parte de su esencia.

Así como la actividad de las entidades aseguradoras, sobre todo las de gran tamaño, propende a la expansión geográfica más allá de las fronteras, la de los mediadores de seguros está fuertemente vinculada a su mercado. Esto es así porque al mediador, en tanto que profesional cuyos principales elementos competitivos residen en la confianza del cliente y en su capacidad de asesoramiento (cualquiera que sea la gama de productos que venda, ofrezca o intermedie), le cuesta más, por así decirlo, ser trasnacional. Esto se refleja claramente en el hecho de que la trasnacionalidad de las operaciones de mediación de seguros está vinculada a dos fenómenos en los que bien podría entenderse que el que se «mueve», más que el mediador, es el cliente:

· Operaciones en territorios fronterizos cuyos clientes de seguros, por razones de coste, capacidad de servicio, diseño de los productos, etc., tienen un interés en adquirir seguros «al otro lado».
· Operaciones que tienen como cliente a una persona desplazada, permanentemente o por temporadas, fuera de su domicilio habitual (los seguros patrimoniales ligados a segundas residencias turísticas o de jubilación en las costas españolas son buen ejemplo de ello).

La coherencia del PASF marcaba que era necesario regular estas operaciones trasfronterizas para dotar de seguridad jurídica a la mediación *off-border*. Sin embargo, la práctica demuestra cómo dicha corrección jurídica, que como hemos dicho afecta a una estricta minoría de operaciones de seguro, ha supuesto un grave problema de adaptación para el mercado en su conjunto.

En este terreno, es casi imposible regular la parte sin tocar, y mucho, el todo. La mediación de seguros es muy varia en Europa. Hay mercados dominados por los agentes, mientras que hay otros en los que el seguro telefónico tiene cuotas muy elevadas. El canal bancoasegurador, asimismo, tiene distintos niveles de importancia. Son naturalezas muy distintas y su inclusión en una sola norma ha tenido como resultado una regulación que, en la práctica, fuerza a todo el mercado a adaptarse.

La propia materia sobre la que actúa la Directiva crea su necesidad. Al estar regulando una actividad que, como se ha dicho, es definida de muy diversas formas según los países, la definición que de mediador contiene la norma es, por fuerza, genérica. Esto supone que la mayoría de los mercados, por definición, deben, al recibir dicha Directiva en su normativa interna, regular figuras de mediación de seguros que hasta el momento no existían en dichos mercados. Tal ocurre, en España como en muchos otros casos, con la figura del agente de seguros ligado o vinculado, inexistente en el acervo español hasta la transposición de la Directiva.

En términos generales, la Directiva obliga a revisar y reestructurar modelos de comercialización que en todos los mercados eran ya maduros y estaban en funcionamiento *con más que razonables dosis de protección al consumidor*; motivo por el cual el argumento de que esta regulación introduce beneficios genéricos está lejos de ser discutible.

Para colmo, la norma ni siquiera es totalmente exitosa en el terreno que impulsó su creación. Recuérdese que el reto primigenio no era otro que facilitar la mediación transfronteriza. Pues bien, uno de los elementos que queda apenas definido en la Directiva es, precisamente, cuándo se produce para una operación de mediación de seguros esa condición, y cuándo estamos ante una mediación de seguros en el mercado local. Dudas estas que las entidades aseguradoras no sufren, pues éstas tienen claro en su normativa cuándo el estado de localización del riesgo, o el de residencia, o el de establecimiento habitual del asegurador, son el catón por el que ha de regirse la calificación de la operación aseguradora.

La Directiva carece de definiciones netas que permitan establecer, sin lugar a dudas, dónde empieza la libre prestación de servicios en materia de mediación. Esta indefinición abre la puerta, como no puede ser de otra manera, a la discrecionalidad de cada país; con lo que, paradójicamente, se cierra el círculo y estamos donde estábamos al principio: en un entorno en el que las operaciones transfronterizas de mediación de seguros corren el peligro de ser pasto de la inseguridad jurídica (derivada de distintas definiciones para las mismas operaciones según el mercado de que se trate); es decir, tenemos una Directiva alumbrada en el marco del PASF cuyo posible resultado es exactamente el contrario del que dicho PASF pretende.

Directiva de reaseguro

Aunque no se encontraba entre las prioridades fijadas en el marco de actuación diseñado en el PASF, esta medida fue añadida con posterioridad como necesaria para la consecución del mercado interior de los servicios financieros. La armonización de la actividad reaseguradora en la Unión Europea ha sido hasta la fecha una de las grandes lagunas existentes pues paradójicamente, frente a las más de treinta disposiciones adoptadas por las instituciones europeas tendentes a armonizar la actividad de las aseguradoras directas, en materia de reaseguro sólo existe una Directiva adoptada en 1964, que no estableció un control armonizado (ni si quiera de mínimos) sobre la actividad de reaseguro, si no que se limitaba a obligar a los Estados miembros a que suprimieran determinadas medidas existentes en sus ordenamientos que suponían restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios de las entidades reaseguradoras.

Una vez se comenzó a analizar la posible modificación de la normativa comunitaria en materia de solvencia, además de llegarse a la conclusión de que era necesaria una revisión más profunda de todo el sistema de supervisión prudencial del sector asegurador (Solvencia II), se hacía asimismo necesario investigar sobre las posibilidades de crear un marco armonizado de supervisión del reaseguro. Por todo ello, finalmente se siguió el criterio de adoptar una regulación en la materia a corto plazo, puesto que la laguna existente estaba poniendo en peligro la credibilidad del reaseguro europeo de cara a sus competidores más próximos y el Proyecto Solvencia II sin duda se iba a prolongar en el tiempo. Este planteamiento no obstará para que dentro del mencionado proyecto se revise nuevamente la regulación en la materia y se analice en profundidad el papel que el reaseguro está llamado a desempeñar en el nuevo sistema de de solvencia que se diseñe.

La Directiva prevé un marco regulador basado en el régimen actual introducido por las tres generaciones de Directivas en materia de seguro directo. Por lo tanto, se hace extensible a las reaseguradoras el sistema de autorización única y de supervisión financiera de la entidad por el Estado miembro en el cual ésta tenga su oficina central («control por el país de origen»). Este sistema permite a las reaseguradoras prestar sus servicios en toda la UE con la autorización obtenida en su Estado miembro de origen.

La experiencia del Procedimiento Lamfalussy

Asumiendo que en estas notas, que se conciben como el «apoyo asegurador» a un desarrollo de orden más general, no deben detenerse en la descripción del Procedimiento Lamfalussy, nos limitaremos en ellas a señalar los aspectos valorativos que el seguro puede aportar sobre su aplicación.

Tal y como el sector ha tenido ocasión de aseverar en diversas ocasiones, el juicio completo sobre los

hechos del Procedimiento Lamfalussy deberá esperar un tiempo en lo que se refiere al seguro. Un tiempo necesario para que las normas aprobadas en su entorno se desarrollen y eso permita que los cuatro niveles previstos en el sistema desplieguen su actividad. Sin embargo, esta prevención inicial no es óbice para análisis algo más detallados, que tienen que ver con las expectativas que el Procedimiento ha generado y las incertidumbres que en éstas ya se ven.

El elemento fundamental que genera el nacimiento del Procedimiento Lamfalussy es la necesidad de que el proceso de diseño y desarrollo normativo le gane tiempo al tiempo, especialmente en el ámbito financiero, donde la incorporación jurídica de novedades y cambios de entorno es imperativa para la competitividad. Sin embargo, la rapidez y eficiencia normativas no tienen por qué sacrificar la seguridad jurídica; y éste es el punto en el que el Procedimiento Lamfalussy, sin poder recibir el reproche de haber mellado dicha seguridad jurídica, tampoco ha espantado por completo, cuando menos de momento, ese fantasma.

El Procedimiento Lamfalussy se aplica ya en el entorno de las normas derivadas del PASF y, lo que es tan importante como lo anterior, el desarrollo de la Directiva marco de Solvencia II y sus desarrollos. Y, a pesar de que en este proceso la consulta con el sector privado está, debe admitirse, funcionando adecuadamente, parece racional exigir actuaciones e instrumentos que garanticen un mantenimiento futuro de este nivel, motivo por el cual las dudas aquí expresadas deben entenderse en el sentido de buscar una mayor protocolización de los mecanismos por los cuales el Procedimiento Lamfalussy debe lograr su desarrollo acorde con el sentir de los agentes económicos.

Como primera incertidumbre, cabe citar la existencia de una línea neta y clara que separe los Niveles 1 y 2 Lamfalussy. Como es bien sabido, estos dos guarismos están definiendo, *grosso modo*, lo que hasta ahora conocemos como nivel de ley (regulación genérica e imperativa) y nivel reglamentario (desarrollo técnico de los principios establecidos en el nivel anterior). Así pues, el regulador europeo se reserva la batuta del proceso por el cual se crean las grandes líneas de la regulación europea, mientras que los reguladores nacionales (o, como se los conoce en el ámbito de los seguros, el EIOPC, European Insurance and Occupational Pensions Committee, emanado del Ecofin) asumen la parte del león del trabajo en el siguiente nivel.

Aun superando la clara tentación a sobrevalorar los poderes de un segundo nivel técnico (recuérdese el archifamoso «haga vuecencia las leyes, que ya haré yo los reglamentos», atribuido por unos a Romanones y por otros a Maura), aún queda la cuestión, antes apuntada, de la diferenciación entre ambos. Es necesario poner esa frontera porque las audiencias son distintas, las tomas de decisiones están en diferentes cabezas y, por lo tanto, el desarrollo de negocio, que no otra cosa está detrás de la regulación de la actividad económica privada, debe saber, en cada momento, a qué atenerse. Lejos de ello, el Procedimiento Lamfalussy ha echado a andar sin que esté totalmente claro qué es, por así decirlo, política, y qué, técnica. Incluso, en el ámbito del proceso Solvencia II la Comisión Europea, impulsora máxima de su Nivel 1, a la hora de avanzar en la reflexión sobre qué aspectos deben aparecer en la futura Directiva (esto es, qué es Nivel 1), se basa en los análisis a este respecto de... el Nivel 3, es decir, los supervisores (CEIOPS: Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors).

El segundo pecado (o sería mejor decir, pecado presunto) que se le puede adjudicar al Procedimiento Lamfalussy sus titubeos respecto de la transparencia. Tal y como está regulado el propio procedimiento, éste será capaz de mantener el mismo nivel de interacción con los agentes privados del mercado que existía anteriormente, incluso mejorándolo, en niveles inferiores, mediante la existencia de paneles de mercado a los que es imperativo conceder audiencia. En este punto, debe recordarse, estamos tocando el elemento que el sector asegurador europeo considera de mayor importancia respecto del PASF (su transparencia y capacidad de consulta con el mercado).

Sin que sea justo, en modo alguno, hablar de opacidad sistemática por parte del regulador europeo, los reguladores nacionales y los supervisores, hay una serie de problemas detectados:

· Aplicación de calendarios de consulta que dificultan en la práctica un natural proceso de capilaridad por parte de las asociaciones representativas, que deben de llegar a toda la industria para pulsar una opinión.
· Generación de una estructura de grupos de trabajo y mandatos de desarrollo que sea manejable.

· Estructuración adecuada del enorme volumen de material que se produce durante las consultas vinculadas a los procesos de desarrollo normativo[4].
· Otorgamiento a la industria de un peso adecuado dentro de la representación de los actores privados. En este sentido, la Comisión Europea se ha mostrado no pocas veces partidaria de un uso cada vez mayor de los denominados foros FIN-USE (contacto entre los proveedores financieros y sus clientes) y la presencia de los consumidores en estos paneles de consulta. Hecho este que es, en sí, virtuoso y deseable; pero que no puede esconder el hecho palmario de que, tratándose como se trata en la mayor parte de los casos en el seguro de reglas de fuerte contenido técnico, son los interlocutores técnicos, y muy especialmente de entre éstos los que realizan actividad de negocio, los que deben de conformar una voz suficientemente, que no exclusivamente, escuchada.

Como tercer gran reproche genérico que, en nuestra opinión, puede recibir hoy el Procedimiento Lamfalussy, debemos citar la inexistencia de una definición clara y diáfana sobre el valor jurídico de sus actos en niveles inferiores (3 y 4). Así como en los dos elementos anteriores hemos hablado de sospechas, esto es elementos cuya disfunción hoy no se puede aseverar del procedimiento, en este tercer caso sí conviene hablar de reproche presente, pues el mero hecho de que esta aclaración no penda ya sobre el mercado y, en general, los hechos que se regulan, es una declaración de la urgencia de dicha definición.

Si hablamos de un nivel-ley y un nivel-reglamento, como definición básica, adquirimos razonable conciencia sobre el valor de los actos emanados de cada nivel y la interacción entre ellos (sin que, debe recordarse, todavía sepamos bien qué va a ser abordado dónde, que ahí está el problema como se señalaba antes). Sin embargo, los Niveles 3 y 4... ¿qué son? Se nos dice que el Nivel 3 se ocupa de coordinar a los supervisores financieros para garantizar una trasposición armónica a las normativas locales de los dos niveles anteriores; y que el Nivel 3 alumbra guías para la aplicación práctica de todo el acervo. Esta definición, sin embargo, es muy genérica y, como casi todas las definiciones genéricas, plantea más preguntas que respuestas. ¿Cuál es el nivel de discrecionalidad que un análisis de correcta transposición (Nivel 3) puede tener a la hora de formar una determinada interpretación de la norma (Niveles 1 y 2)? ¿Cuál es la dosis de coerción jurídica que llevarán implícitas las «guías» de Nivel 4? ¿Podrán ser matizadas o incluso sustituidas por un análisis propio sin por ello colocar al agente que así lo haga más allá del ámbito normativo (con lo que las «guías» pasarían a ser «recomendaciones», cuando no «interpretaciones obligatorias» de la norma)? ¿Se resolverán de forma automática eventuales conflictos interpretativos entre niveles a favor del superior, o existirá algún tipo de instancia decisoria? ¿Dónde se introduce exactamente el factor de la singularidad de un mercado local, y con qué consecuencias? ¿Tendrán naturaleza comunitaria o nacional?

Volvemos a la cuestión de que la rapidez normativa no puede estar reñida con la seguridad jurídica. El autor del proyecto de Constitución europea era evidentemente consciente de esta problemática cuando introdujo en su seno el denominado mecanismo de *call back* para los reglamentos delegados desarrollados por la Comisión por delegación del Parlamento Europeo y el Consejo[5]). Sin embargo, la Constitución Europea no ha visto la luz. En este punto, se ha dado un paso atrás.

El último elemento que debe de tenerse en cuenta a la hora de valorar el valor jurídico de los diferentes niveles Lamfalussy es el concepto de desarrollo normativo en paralelo. Este hecho, sin el cual el procedimiento difícilmente tiene sentido, multiplica exponencialmente los peligros de un sistema mal gestionado.

El Procedimiento Lamfalussy trabaja con el concepto de que, por así decirlo, ninguno de los diferentes niveles «espera» al anterior o anteriores. Cada nivel, desde el momento que sabe lo que tiene que hacer,

4 En este punto, cabe recordar que sólo el proceso Solvencia II, que no espera su Directiva marco sino hasta el otoño-invierno del 2007, y que aún podría tardar un año más en tener plenamente operativa la nueva fórmula europea de cálculo del capital de solvencia, ha generado ya, como cualquier persona que visite los espacios web de la Comisión o del CEIOPS podrá comprobar, centenares y centenares de análisis, reacciones, contestaciones, documentos de consenso, etc.

5 Y, en realidad, ¿qué es el Procedimiento Lamfalussy sino un proceso de delegaciones en cascada?

se pone a trabajar. Esto es así para dotar de agilidad al proceso de generación de normas. Sin embargo, combinado con el hecho de que desconozcamos el valor jurídico de los actos de sus niveles inferiores, el trabajo en paralelo adquiere tintes preocupantes. La cuestión es: en un supuesto en el que dispongamos de un Nivel 1 desarrollado pero muy genérico, un Nivel 2 en desarrollo y un Nivel 3 plenamente elaborado y, por lo tanto, basado en criterios sólidos, ¿qué capacidad tiene el Nivel 2 de desmentir, matizar o modificar aspectos de dicho Nivel 3? Pero si la respuesta es poca o ninguna, ¿acaso no nos enfrentamos a un supuesto de regulación reglamentaria *de facto* por parte de un nivel originariamente concebido para otra cosa y mediante actos jurídicos de menor valor?

La solución pasa, obviamente, por la definición. Pero, más allá de dicha definición, pasa también por la consolidación, como antes se ha dicho, de foros de discusión y análisis conjunto. En otros ámbitos financieros, como el bursátil, se señala al CESR, su comité de supervisores, como elemento fundamental para dicha audiencia. El sector asegurador no puede sino apoyar esta posición en lo que se refiere a su CEIOPS. Los supervisores de seguros, que han adoptado ya claramente (véase el proceso Solvencia II) el papel de consultores de alto nivel de la propia Comisión Europea, son los responsables de dos elementos de gran importancia, la virtud de cuya unión debe transmitirse al Procedimiento Lamfalussy. Estos dos elementos son: capacidad de coordinación (léase armonización) entre ellos; y capacidad de consulta y diálogo con el sector privado.

ESTADO ACTUAL DE LA TRANSPOSICIÓN DE LAS DIRECTIVAS DEL PASF

En lo que al sector asegurador se refiere, a mediados de mayo del 2006 las Directivas alumbradas en el ámbito del PASF y aún no totalmente transferidas a la normativa española eran:

- Directiva de mediación de seguros.
- Directiva de reaseguro.

Capacidad de supervisión y coordinación entre supervisores

Respecto de este contenido (nos referimos al parágrafo (iii) del punto 3 del índice facilitado por la FEF), no disponemos de datos sobre medios y capacidades de los supervisores de seguros. Sin embargo, sí nos gustaría llamar la atención sobre un reciente análisis llevado a cabo por el propio CEIOPS en su denominado Papel de Consulta 11, *Draft recommendation on independence and accountability*. Y la importancia de este análisis es porque, en él, los supervisores reflexionan sobre sí mismos y sobre cómo debe, en su opinión, desarrollarse su labor. Análisis en el que avanzan ideas que, en ocasiones, no se compadecen con la situación real experimentada.

El supervisor, según el CEIOPS, debe realizar su labor con total libertad respecto de interferencias tanto políticas como gubernamentales o procedentes del sector privado que supervisa (parágrafo 32[6]). Este principio general es desarrollado con ejemplos (parágrafo 7) aseverando que dicha independencia no está asegurada en los casos que «el supervisor es requerido para reportar regularmente a una autoridad superior, por ejemplo sometiendo las acciones supervisoras individuales a probación; o en casos en los que los discursos públicos del máximo responsable del supervisor están comúnmente sujetos a veto por un parte de una autoridad superior».

La decisión del supervisor de llevar a cabo una acción no debe estar sujeta a la aquiescencia o acuerdo de otras autoridades sectoriales (parágrafo 8), y añade el CEIOPS que se está refiriendo a intervenciones tanto explícitas como implícitas, aunque no aclara ejemplos de ello, sobre todo de estas últimas.

Muestra el CEIOPS una preocupación específica por los problemas que al supervisor le causan los momentos de especial tensión político-económica, señalando que son aquellos en los que es más probable que la interferencia política se dé (parágrafo 9).

Asimismo, aboga por una transparencia clara en las relaciones entre el supervisor y los poderes ejecutivo y judicial (parágrafo 10), en el sentido de que exista una frontera claramente definida de hasta dónde llega el ámbito

6 El documento del CEIOPS está estructurado por parágrafos numerados. Por lo tanto, las citas del mismo se refieren al parágrafo, no a la página.

de acción del supervisor y hasta dónde el de estos dos poderes (sin mayor definición, ni genérica ni casuística).

Un aspecto en el que el CEIOPS es especialmente categórico es la independencia institucional del supervisor. Como puede leerse en (parágrafo 15), considera fundamental la existencia de procedimientos para el nombramiento y cese del máximo responsable y los miembros del órgano de gobierno de la autoridad de supervisión. Más allá, el CEIOPS se muestra a favor de que «la autoridad superior [al supervisor] no tenga poder para cesar al máximo responsable de la autoridad de supervisor» *(ibídem)*; así como que, en cualquier caso, las razones para sustituir a la persona en este cargo sean hechas públicas.

También hay una vaga apuesta (parágrafo 14) por la integración en la labor del supervisor de metodologías de gobierno corporativo y auditoría interna.

Un tercer elemento de la independencia del supervisor es el financiero, aspecto en el que se señala que ésta deberá ser, además de suficiente para sobrellevar las labores necesarias, de una naturaleza que «no permita a las fuerzas políticas, gubernamentales o de la industria ejercer influencias que puedan erosionar la independencia y competencia del supervisor», lo cual significa que «otras autoridades o la industria no deben tener influencia indebida sobre los procesos de toma de decisiones del supervisor o sobre sus recursos financieros» (parágrafo 16). Los únicos límites explícitos a esta independencia que reconoce el parágrafo son la participación de esas otras autoridades en los órganos de gobierno del supervisor, y la obligación de rendición de cuentas al Parlamento y a la opinión pública. El CEIOPS es explícito al recomendar la discrecionalidad del supervisor a la hora de gestionar sus recursos financieros y de personal (parágrafo 17).

Representantes o personas habituadas a trabajar en otros sectores financieros, tales como la banca o los mercados de valores, tal vez encuentren estos conceptos manidos o de escasa novedad. Sin embargo, en el caso del seguro este *nihil novum sub solem* es más que relativo, teniendo en cuenta que en no pocos países, entre ellos España, la tradición señala hacia una vinculación estrecha entre el supervisor de seguros y las autoridades económicas; algo que los principios enumerados en el *consultation paper* del CEIOPS, cuando menos, ponen en duda.

En cualquier caso, la coordinación entre supervisores de seguros es algo que se viene produciendo de tiempo atrás (y las terceras Directivas no han hecho sino imperativo este proceso) aunque, desde un punto de vista privado, justo es señalar que aún hay elementos que esperan mayor concreción. Tal y como establece el propio esquema de implicación del CEIOPS en el Procedimiento Lamfalussy desarrollado por el comité de supervisores[7], uno de los principales ingredientes del Nivel 3, que es el nivel, por así decirlo, exclusivo de los supervisores, es lo que se denominan *peer reviews*, esto es, revisiones entre colegas de mismo nivel. Las *peer reviews*, combinadas con la simple y pura coordinación, adquieren, para el sector asegurador y probablemente para el resto de las actividades financieras, una importancia capital. Ello porque, en el entorno de la creación de un mercado financiero lo más unificado posible (objetivo último del PASF) se presentan dos grandes riesgos:

· Desde el punto de vista del regulador, la distorsión generada por la generación de regulaciones específicas que vendrían a sumarse a la general de ámbito europeo (práctica conocida como de *goldplatering*).
· Desde el punto de vista del supervisor, la generación de prácticas lo suficientemente disímiles como para tener consecuencias de negocio y, por lo tanto, que muevan a los operadores privados al arbitraje de supervisión o *cherry picking*.

La responsabilidad de un desarrollo adecuado en este terreno tiene que ver con la existencia de comunicación entre los supervisores, coordinación y armonización.

Por decirlo de alguna forma, si la obligación del Nivel 1 es generar regulaciones suficientemente flexibles como para permitir el desarrollo de negocio, la del Nivel 2 es ser capaz de adaptarse y recoger con rapidez las novedades del mercado. La principal obligación del Nivel 3, por su parte, es ser capaz de llevar la labor de los dos niveles anteriores a la práctica del día a día de sectores fuertemente supervisados en condiciones de unidad de mercado, eliminando todas las trabas innecesarias (lo cual incluye, por cierto, impulsar la desaparición o

7 Véase, a este respecto: http://www.ceiops.org/content/view/2/2/

modernización de toda normativa redundante, obsoleta o contraria a la filosofía de mercado).

DESAFÍOS ACTUALES DEL PASF

A continuación, tratamos de enfocar aquellos desafíos actuales percibidos en el Plan de Acción de Servicios Financieros, que tienen afección para el seguro.

Legislación *versus* desarrollo

La experiencia vivida en el sector asegurador respecto del PASF demuestra, con claridad, que la intensidad regulatoria no es, necesariamente, el camino para la consecución de los objetivos que el plan se ha marcado. En realidad, la demanda del sector asegurador privado, español y europeo, es clara en el sentido de conseguir una «pausa normativa».

No por mucho regular, los mercados se desarrollan más. Como se ha explicado ya en estas notas a cuenta de la Directiva sobre mediación, la regulación *per se* de las actividades transfronterizas y el desarrollo por lo tanto de la actividad financiera, no conduce ni mucho menos a una «euroglobalización» de los sectores. Lejos de ello, la consecuencia de alguna de estas iniciativas es una *plusrregulación* a la que ahora los Estados miembros deben adaptarse, cada uno a su ritmo y dentro de sus capacidades.

Las «vacaciones regulatorias» deberían incluso más allá, pues lo racional sería abordar un proceso de reducción de normas. El propio CEIOPS ha reconocido que la competitividad de la industria aseguradora europea está afectada por su excesiva regulación[8]. A lo que cabe añadir, según nuestro punto de vista, todo lo antedicho sobre las dudas que siguen pendiendo sobre el Procedimiento Lamfalussy.

No se trata, por tanto, de responder a los desajustes o carencias (si es que hay alguna) de la regulación actual, sino de responder a los excesos de la misma. Revisar la normativa desde el punto de vista de las constricciones a la competitividad sectorial; algo que el CEIOPS admite, de forma un tanto eufemística, reclamando «consistencia y uniformidad» en la transposición de las medidas de los Niveles 1 y 2[9].

Por supuesto, nada está más lejos de nuestra intención que negarle a las instituciones comunitarias la pulsión de regular. Pero lo que sí es cierto es que dicha regulación debería cumplir con dos criterios:

· La demostración fehaciente, en cada caso, de que la regulación comporta un beneficio en términos de competitividad y eficiencia.
· El concurso de aquellos servicios de la Comisión que deben entender de seguros (DG Mercado Interior) en el diseño de normas que afecten al sector.

Por otro lado se hace necesario evitar que a la hora de transponer Directivas comunitarias las autoridades nacionales «aprovechen» el procedimiento legislativo así iniciado para introducir modificaciones en sus legislaciones no exigidas por la normativa comunitaria (el ya mencionado *goldplatering*). Esta tendencia observada en algunos Estados miembros, además de producir los efectos adversos de la sobrerregulación, distorsiona en gran medida la efectividad de la normativa comunitaria que debe introducirse en el ordenamiento nacional.

Expansión geográfica y seguridad jurídica

Con claridad: extender la actividad más allá de las fronteras locales y convertirse en un *carrier* a escala europea, del sector que sea, no puede suponer asumir mayores cotas de inseguridad jurídica o, en el peor de los casos, condenarle a enfrentarse a una miríada de regulaciones y supervisiones sustancialmente diferentes[10]. El PASF se convierte en un proyecto en duda si su consecuencia lógica, las trasnacionalidad, es una fuente de problemas.

Que esto no sea así no es una cuestión, una vez más, de regulación. Las regulaciones impulsadas por el PASF

8 Véase, a este respecto, el reciente documento *CEIOPS medium-term work programme*, página 2.

9 Ibídem, página 2.

10 Véase, a este respecto, *The CEA policy report on the European retail insurance market(s)*, página 13.

en el sector seguros (mediación, fondos de pensiones de empleo y, lógicamente, conglomerados financieros) demuestran claramente que el problema está en la manga ancha que necesariamente tiene que demostrar la ley respecto de casuísticas muy variadas. El reto está varios escalones más abajo porque, por muy variados que sean los mercados, si el concepto de actuación solvente y de corrección de mercado es razonablemente homogéneo, entonces los operadores financieros saben que pueden operar con puntos de vista globales sin que su territorialidad original les suponga un problema.

A todas luces, en un grupo financiero la cúpula impregna a sus filiales y participadas de su propia filosofía. En la medida, pues, que para esa cúpula su supervisor, aquel con el que está habituado a trabajar, sea su interlocutor primero y principal (porque tenga la condición de supervisor coordinador de entre todos los supervisores implicados en las actividades de este grupo), su actuación tendrá a ser más fluida. Pero eso pasa por dos condiciones previas. La primera, que dicha figura del supervisor coordinador exista y sea respetada. La segunda que, en cualquier caso, las prácticas y planteamientos de los supervisores europeos estén razonablemente armonizadas pues, de lo contrario, las entidades pertenecientes a un grupo ubicado en un mercado con un supervisor, digamos, más «proclive», encontrarán en ello espurias ventajas competitivas; exactamente lo contrario que les ocurrirá a aquellas entidades vinculadas a un grupo cuya cabecera se sitúa en un mercado con supervisión más estricta.

Reducción de barreras implícitas

Más que buscar terrenos para eso que podríamos llamar la «gran regulación financiera», que como ya hemos sostenido no nos parece el camino más adecuado para el desarrollo del PASF en lo que a seguros se refiere, debiera pensarse a fondo en una adecuada eliminación de barreras para la actividad transfronteriza y, muy especialmente, la libre prestación de servicios, ya que la LPS es el elemento del mercado financiero único que está llamado a ser utilizado por las PYMES aseguradoras, también dueñas de una parte significativa del negocio como en otros sectores de la economía.

Esta eliminación de barreras innecesarias pasa, en primer lugar, por una visión restrictiva, es decir completamente identificada con su objetivo primigenio, del interés general. Por decirlo con un pleonasmo tan sólo aparente, los requerimientos de interés general deben ser, verdaderamente, de general interés.

El mercado único de seguros admite con claridad la posibilidad de que un mercado pueda imponer determinadas barreras (en el caso de la LPS, en forma de requisitos adicionales) basándose en el interés general. Sin embargo, este concepto es, cuando menos teóricamente, fuente de interpretaciones laxas que, en la práctica, pueden llevar a un freno objetivo de las operaciones transfronterizas. Así pues, como principio general, los requisitos para operar en LPS deben ser proporcionalmente sencillos, lo suficiente para que incluso en planteamientos de crecimiento lento y acompasado de la actividad, ésta encuentre lógica económica.

Aspectos como las características y responsabilidades del representante fiscal de la entidad en LPS no han sido todavía armonizados, ni en la norma ni en la práctica, causando una situación en la que el nombramiento de este tipo de representantes es una historia completamente diferente en distintos mercados. A ello hay que unir que, según cálculos de la Asociación Europea de Aseguradores[11], hoy por hoy el plazo existente entre la solicitud de LPS por parte de un asegurador y el comienzo propiamente dicho de la actividad es de cinco meses.

Aspectos exógenos: fiscalidad y cultura financiera

El PASF no descansa únicamente sobre sí mismo. El aumento de la competitividad del sector financiero europeo no es algo que se consiga con el mero recogimiento de dicho objetivo en un articulado legal. Son necesarias otras acciones y esfuerzos paralelos y relacionados. En lo referente al seguro, vamos a ocuparnos aquí de dos: la fiscalidad y la cultura financiera.

Que la fiscalidad del ahorro no está armonizada en Europa no es algo que se deba descubrir en este

11 Ibídem, página 22.

texto. Que la armonización absoluta es utópica, tampoco. Sin embargo, ninguna de estas dos apreciaciones esconde, a nuestro parecer, la necesidad de avanzar en una armonización fiscal del ahorro en Europa. No es ésta una barrera crítica (las operaciones transfronterizas pueden producirse en su presencia), pero es lo cierto que la excesiva especificidad fiscal hace que los mecanismos tópicos del desarrollo de negocio transfronterizo (el establecimiento y, sobre todo, la prestación de servicios) muten en la compra o fusión de entidades (cuotas de mercado) ante la necesidad que tienen las entidades aseguradoras de contar en su penetración en un mercado distinto del suyo con alguien que domine plenamente las *technicalities* fiscales de cada caso.

Sin dejar de reconocer la dificultad de la labor, tampoco se puede negar que es posible avanzar en la creación de estándares que vayan mejorando la capacidad de exportación de *know-how* asegurador. Hoy por hoy, la extensión de un determinado producto de ahorro a un mercado europeo remoto no provoca primero la pregunta de si dicho producto será bien recibido por la idiosincrasia de los aseguradores. La primera pregunta es, siempre, si es coherente con la fiscalidad. Esta «prelación fiscal» es lo que se debe limar dentro de lo posible.

Respecto de la necesidad de una mayor cultura financiera, ha sido la propia OCDE quien le ha dedicado recientemente una parte importante de su literatura[12], preocupada por la distancia existente hoy entre amplias capas de la sociedad y el conocimiento de las características intrínsecas de cada producto financiero, problema que afecta muy de cerca a los productos de seguro. Si bien no estamos hablando de un ámbito que deba remediarse por vía jurídica, es bien cierto que la Administración comunitaria puede y debe dar pasos importantes en este terreno.

12 Véase, principalmente: http://www.oecd.org/document/44/0,2340,en_2649_15251491_35115820_1_1_1_1,00.html

EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS

Inmaculada Riera i Reñé
Gema Moral
LANDWELL-PWC

INTRODUCCIÓN

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF, o FSAP en su denominación anglosajona), fue lanzado en 1999 y respaldado por los Consejos Europeos de Colonia, Lisboa y Estocolmo, y prácticamente completado antes de su fecha de finalización prevista para final de 2004, siendo su principal objetivo la mejora y potenciación del mercado único de los servicios financieros.

El origen del Plan se sitúa en el interés del Consejo Europeo de diciembre de 1998 en el que se invitó a la Comisión a presentar un marco de acción para mejorar el mercado único de servicios financieros y se solicitó la elaboración de un programa de trabajo urgente con objeto de hacer frente a los objetivos detectados dentro del marco de acción en el que los Estados miembros habían alcanzado un consenso. Este impulso también se debió a la deliberación del grupo de política de los servicios financieros del que formaban parte los representantes de los ministros de Hacienda y del Banco Central Europeo.

El PASF responde a las necesidades detectadas por la Comisión Europea de garantizar un mercado europeo de capitales sólido, consistente y líquido, que permita (i) la satisfacción de los objetivos y necesidades de emisores e inversores, (ii) la eliminación de las barreras existentes en la prestación transfronteriza de servicios financieros al público con objeto de asegurar las posibilidades de elección de los consumidores y unos niveles adecuados de protección de éstos.

Las medidas que en concreto que se detectaron como relevantes o necesarias para la consecución del mercado único son las siguientes:

· Debe dotarse a la Unión Europea de un dispositivo legislativo capaz de responder a los nuevos desafíos normativos.
· Debe eliminarse la fragmentación del mercado de capitales que sigue persistiendo entre los diferentes Estados miembros, con el objetivo de reducir el coste de constitución de capital en los distintos mercados de la Unión Europea.
· Debe existir un elevado nivel de protección del consumidor de servicios financieros dentro del mercado financiero único, en el que las diferentes oportunidades comerciales que ofrecen los prestadores de servicios financieros estén al alcance de todos los usuarios de los mismos;
· Debe fomentarse la coordinación más estrecha entre supervisores con objeto de conseguir un nivel homogéneo de supervisión y ordenación de los mercados;
· Debe implementarse una infraestructura integrada dentro del territorio de la Unión Europea que sea la plataforma para las diferentes transacciones al por menor y al por mayor.

Terminada la fase legislativa del Plan de Acción de Servicios Financieros, la Comisión debe diseñar su

estrategia futura en el sector de los servicios financieros

El PASF ha supuesto la exitosa aprobación de un gran paquete de medidas legislativas en un corto período de tiempo, aplicando un nuevo procedimiento de promulgación de la legislación financiera, según lo establecido por el Informe Lamfalussy, así como una nueva dinámica de cooperación en la adopción de la legislación entre la Comisión, el Consejo y el Parlamento europeos.

DISPOSITIVOS LEGISLATIVOS BAJO EL PASF

Técnica legislativa: Informe Lamfalussy

Las medidas previstas en el Informe Lamfalussy han sido, en nuestra opinión, fundamentales para la ejecución del PASF, y en especial, para el cumplimiento del plazo y de los objetivos del PASF.

Las medidas del Nivel 1 y del Nivel 2 resultan muy relevantes para conseguir no sólo la definición de los principios normativos de la materia a regular, sino en especial, desarrollar, concretar y uniformar las medidas de ejecución de los principios normativos del Nivel 1; con ello evitar que en la implementación de la Directiva se observen, por parte de los diferentes Estados, diferencias sustanciales que acaban obstaculizando la existencia de un verdadero mercado único financiero. Así, las peculiaridades locales de cada país no impiden que exista una armonización de requisitos mínimos para desarrollar las actividades con un ámbito europeo y no sólo local, sin perjuicio de que puedan reforzarse dichos requisitos mínimos en aras del interés general. Todo ello sin perjuicio de que, en ocasiones, debe existir el compromiso de los Estados miembros de modificar los regímenes legales nacionales correspondientes, en el supuesto de que fuera necesario.

Respecto al Nivel 3, la idea que subyace en que los diferentes reguladores unifiquen criterios y garanticen la puesta en vigor más sólida de la Directiva, a través del CESR, en aquellos aspectos que todavía no estén definidos, o respecto a los que quepan diferentes interpretaciones, a través del CESR es muy loable, sin embargo, en nuestra opinión, no siempre dichos criterios aunados son luego importados a cada país por su respectivo regulador, y en ocasiones, dado que dicho regulador puede no estar de acuerdo con el criterio unificado del CESR, no defiende su aplicación. Por ello, deben analizarse mecanismos para que los criterios del CESR sean de directa y obligatoria aplicación en cada país.

Finalmente, respecto al Nivel 4, nuestra impresión es que es el nivel que está menos desarrollado, por ahora, y que necesitaría una evolución y avance importante, dado que es el cierre necesario y conveniente para que las normas se acerquen y ajusten a la realidad del mercado y de las entidades participantes en el mismo.

Sin perjuicio de todo lo dicho, debe mencionarse que en el área financiera, la normativa que la Unión Europea está promulgando y desarrollando a través de los diferentes niveles con objeto de crear un mercado de servicios financieros único, tiene un claro origen anglosajón (americano e inglés), dado que son dichos mercados los que lideran la evolución del sector. Ello suele provocar que la implementación de la normativa sea realmente sencilla en el Reino Unido y en países similares, pero que en países latinos, en los que nuestra esencia y raíces jurídicas difieren sustancialmente de las del mundo anglosajón y, sobre todo, en los que nuestros mercados no son tan evolucionados y sofisticados financieramente como los sajones, encuentre mayores obstáculos.

Participación de la industria en los procedimientos de consulta

En nuestra opinión es en la participación de la industria donde existen más carencias en la implementación del PASF y en donde se deben reforzar los mecanismos de su participación en los procedimientos de consulta.

Así, en relación con la industria de nuestro país, es nuestra opinión que es, en general, muy poco participativa en los procedimientos de consulta que lanzan los organismos; no sienten que su participación pueda ser útil o estiman que sus recursos no pueden estar dirigidos a ello. En nuestra opinión esta actitud es errónea dado que se desaprovecha la oportunidad de que

las medidas de detalle y los criterios de desarrollo de los grandes principios normativos se ajusten a sus necesidades, o la oportunidad de informar al legislador de los temas que son relevantes para su negocio y que legislativamente no estén bien regulados. Su actitud es reactiva, y no participan hasta que el supervisor, en base a la norma ya aprobada, comunica su criterio, y suelen enfocar sus esfuerzos en cumplir con los requerimientos exigibles, y no intentan extraer de dicha obligación alguna oportunidad, o incluso, una ventaja competitiva diferenciadora.

Creemos que dado la necesidad de que las entidades financieras cuenten con una unidad de cumplimiento (*compliance*) independiente y con facultades y recursos asignados, es una oportunidad única para que a través de dichas unidades, una de sus funciones sea estar «por delante» en los nuevos cambios legislativos e instaurar unos canales de comunicación directos con el supervisor y participar activamente en los procedimientos de consulta.

Transposición de las Directivas en los distintos Estados miembros

Entendemos que es fundamental a los objetivos del PASF que exista un estricto cumplimiento del plazo de transposición de las Directivas por cada uno de los Estados miembros, dado que, de otro modo, el incumplimiento puede provocar diferencias regulatorias y conflictos, incluso, entre Estados miembros que, hasta la fecha, son de difícil solución, y sobre todo afectan al propio sector financiero, restando su credibilidad y evolución. Deben instaurase los mecanismos posibles en derecho al objeto de ser muy estrictos en que se cumplan los plazos de transposición, y si ello no es así, defender la aplicación directa de la norma y poder requerir, incluso, penalizaciones a aquellos que no cumplan los plazos.

Respecto a España, único país del que podemos opinar, la calidad de la transposición es muy buena y, en general, respeta rigurosamente los principios mínimos de la normativa europea.

MERCADO ÚNICO DE SERVICIOS FINANCIEROS: DESARROLLOS LEGISLATIVOS DERIVADOS DEL PASF

Mercados mayoristas

A raíz de la constitución de la Unión Monetaria y el establecimiento del euro, la modernización de los mercados de valores recibió un impulso decisivo en la consolidación de las bolsas de valores y de los sistemas de compensación y liquidación de valores. Esta modernización debe ir acompañada de las medidas necesarias para eliminar obstáculos jurídicos y administrativos todavía existentes con objeto de desarrollar un mercado de capitales de dimensión comunitaria. En este sentido, las áreas claves en el mercado mayorista son las que a continuación se detallan:

Normativa común para los mercados de valores y derivados integrados

La creación de una plataforma de mercados de valores y derivados integrados debe partir de la mejora de la antigua Directiva sobre Servicios de Inversión a través de la aprobación e implementación de la Directiva de Instrumentos Financieros (MiFID) que instaura las bases para la prestación efectiva de servicios de inversión en otros país, clarificando la aplicación de las normas del país de acogida (normas del conducta en función del conocimiento y experiencia del cliente-inversor, experto o simple consumidor) y ampliando los instrumentos financieros sujetos a su aplicación (derivados).

Asimismo, aspectos tales como la necesidad de que los operadores de los mercados de capitales puedan participar en todos los mercados regulados a distancia y asimismo prestar los servicios auxiliares como miembros de los mismos y la homogeneización de determinados requisitos de transparencia de los mercados regulados, de las bolsas de valores y de otros sistemas de negociación multilateral alternativa, deben ser objeto de tratamiento específico.

Finalmente, debe exigirse en cada Estado miembro la instauración de los mecanismos necesarios para evitar la manipulación del mercado mediante la utilización de información privilegiada, entre otros, u por cua-

lesquiera otras vías que afecten a la eficiencia y buen funcionamiento del mismo.

Constitución de capital dentro de la Unión Europea

Se ha observado que la necesidad de elaborar diferentes documentos oficiales por parte del mismo emisor de valores antes de ofrecer o emitir públicamente valores negociables o instrumentos financieros en los diferentes Estados miembros ha limitado sustancialmente la apelación al ahorro público a través de dicho mecanismo en la Unión Europea; de ahí la necesidad de que exista un verdadero reconocimiento transnacional de los folletos informativos y de los procesos de verificación de una oferta u emisión pública de valores, como elemento fundamental para la consecución del mercado único de capitales. Debe conseguirse que el acceso a los mercados de capitales constituya, de facto, una alternativa viable de financiación para las empresas.

Información financiera

Un mercado de capitales único, integrado y eficiente, requiere la existencia de una información financiera fiable, comparable y transparente emitida y publicada por los diferentes emisores/oferentes de valores, de ahí que sea necesaria una normativa única en la materia ajustada a las mejores prácticas internacionales (Normas Internacionales de Contabilidad), la homogeneización en la verificación de dichas normas (Normas Internacionales de Auditoría), así como mecanismos que permitan el tratamiento y supervisión de dicha información de forma uniforme, a través, por ejemplo, de la implantación del lenguaje XBRL entre los diferentes operadores del mercado de capitales, entre sí, y frente al supervisor.

Mercado único de fondos de pensiones complementarias

Dentro del objetivo del mercado único de servicios financieros, parece conveniente que los fondos de pensiones complementarios (sin afectar a la capacidad de cada Estado miembro de establecer sus propios regímenes de pensiones según sus circunstancias y exigencias nacionales) sean objeto de una regulación uniforme con objeto de que operen en el marco de un mercado único. Con ello, se permitirá, manteniendo la seguridad y protección de los beneficiarios del mismo, que los gestores de dichos fondos puedan mejorar su rendimiento, y se les permita la libre movilidad de los mismos y su oferta transnacional.

Garantías

La instauración de normas comunes en materia de garantías para los sistemas de pagos y de negociación de valores parece asimismo prioritario, con objeto de perseguir una firmeza en la liquidación que no pueda verse afectada por normas locales que frustren el objetivo de internacionalización perseguido.

Ello implica que exista un reconocimiento mutuo por los distintos Estados en la efectividad de las garantías y en sus mecanismos de ejecución a nivel internacional, todo ello para reforzar la solidez del sistema financiero europeo; no pueden seguir existiendo riesgos de anulación de los acuerdos en materia de garantías internacionales porque afectarán a las propias operaciones financieras en el ámbito europeo.

Reestructuración de las actividades internacionales

En el marco de la Unión Europea se están produciendo, y se prevé que se producirá en mayor medida, reestructuraciones internacionales que afecten a entidades sitas en diferentes Estados miembros, de ahí que debería existir una normativa que no impide o obstaculice dichas reestructuraciones y que instaure garantías suficientes para los afectados por las mismas (principalmente accionistas minoritarios).

Debe perseguirse un marco jurídico seguro y transparente para cualquier reestructuración, y en el caso de requerirse autorizaciones administrativas, que los procedimientos de las mismas se basen en criterios objetivos y no discrecionales que puedan ser conocidos de antemano por las entidades. Esta seguridad jurídica parece fundamental para garantizar la libre circulación de capitales y la libertad de inversión.

Armonización de la inversión colectiva

El 6 de noviembre de 2003 la Comisión Europea lanzó un paquete de medidas con objeto de extender el proceso Lamfalussy a los mercados de crédito (banca), seguros y pensiones, así como ampliar las competencias y funciones del Comité Europeo de Valores y del Comité de Supervisores Europeos de Valores (CESR) al ámbito de la inversión colectiva (UCITS). Dicha extensión del papel del CESR al ámbito de la inversión colectiva

representa una racionalización de la estructura de los servicios financieros establecida bajo el proceso Lamfalussy. Asimismo, permitirá una mejor posición de los supervisores de valores europeos en su labor de garantizar una regulación común y armonizada de los derechos y obligaciones de la industria de inversión colectiva tanto en el lado de la oferta como en el de la demanda de estos productos.

Los principios que inspiran el trabajo del CESR en su contribución al entorno armonizado de instituciones de inversión colectiva implican un evidente compromiso con la necesidad de asegurar que sus trabajos resulten plenamente coherentes con el marco normativo comunitario, proyectar sus funciones más allá de las actividades de inversión tradicionales de los organismos de inversión colectiva, y tomar en consideración la labor ya realizada por IOSCO.

En el desarrollo del marco armonizado aplicable a los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM), el rol del CESR ha sido especialmente intenso en sus trabajos sobre aplicación práctica de las disposiciones de aplicación transitoria de las transcendentales Directivas UCITS III (i.e., 2001/107/CE y 2001/108/CE), facilitando las pautas de actuación coordinada y consistente entre los diferentes reguladores locales, de un lado (Nivel 3). De otro, en el Nivel 2 prestando su asesoramiento a la Comisión en materia de activos aptos, ha ejercido una labor de consulta a los participantes del mercado, inversores y demás personas y entidades afectadas, para facilitar la adopción por la Comisión de medidas de carácter técnico que deban ser objeto de impulso.

Desde la adopción de las mencionadas Directivas UCITS III, el CESR ha venido demostrando un significativo impulso en la asistencia técnica a la Comisión, recabando de forma activa las consideraciones de los diferentes agentes de la industria financiera, elemento de indudable valor para la mayor efectividad de las medidas legislativas comunitarias en la materia. Esto es una prueba del efecto material que el proceso Lamfalussy está teniendo en el ámbito de los mercados de valores en Europa.

En el marco de armonización de la inversión colectiva en Europa, el impulso del CESR se ha materializado en un patrón de trabajo que se concentra en los siguientes aspectos:

· Áreas donde los esfuerzos técnicos de supervisión de los reguladores europeos debe converger (técnicas y estándares comunes de supervisión mediante intercambio de experiencias en áreas críticas; cooperación entre supervisores en el ámbito de sociedades gestoras que operen de forma transfronteriza; Nuevas actividades y servicios prestados por los UCITS).
· Áreas donde la asistencia técnica para asegurar la armonización parece esencial (depositarios, externalización y delegación de funciones, alcance del pasaporte comunitario, aptitud de determinados productos y activos).
· Áreas no armonizadas a nivel comunitario donde se requiere o, al menos resulta aconsejable, una importante alineación comunitaria (vehículos inmobiliarios, *hedge funds*, *private-equity funds*).
· Áreas donde la consistencia con otras Directivas comunitarias es importante (MiFID, Directiva de comercialización a distancia, Directiva de comercio electrónico, entre otras).

Mercados minoristas

El objetivo principal y *leitmotiv* de los desarrollos legislativos del PASF en este ámbito están centrados en la protección de los consumidores de los servicios financieros dentro del mercado único europeo.

En las diferentes áreas del sector financiero, los consumidores deben estar suficientemente protegidos frente a la quiebra de las entidades proveedoras de los servicios financieros, y deben contar con suficiente información al objeto de valorar la idoneidad del producto que se les ofrece, máxime cuando por la globalización del mercado, tendrán la oportunidad de acceder a una variedad mayor de productos y servicios financieros.

Debe conseguirse que el consumidor confíe en la integridad del servicio prestado y en los métodos de venta de los proveedores en los que presuma la necesaria credibilidad; en última instancia, el consumidor debe confiar en la disponibilidad y eficacia de los procedimientos de recurso en caso de queja o reclamación.

En definitiva la confianza y la seguridad jurídica, en un ámbito de negocio armonizado y con reconocimiento mutuo de los requisitos fundamentales, es clave al objeto de conseguir una armonización plena de los mercados minoristas.

Información y transparencia
El consumidor de servicios financieros necesita recibir una información del producto o servicio de inversión que solicita suficientemente amplia, clara y comprensible, con objeto de que pueda evaluar las características de la inversión propuesta antes de su contratación, máxime si puede recibir ofertas de productos de otros Estados miembros diferentes a los que él se encuentra.

Esta exigencia de información mínima y transparente ayudará también a los diferentes proveedores de productos y servicios a homogeneizar los requerimientos de información en los diferentes Estados miembros en los que actúen.

Procedimientos de reparación judicial
De forma adicional al nivel adecuado de información, el consumidor debe tener la suficiente garantía y seguridad jurídica que en el caso de que se vea obligado a reclamar o formular una queja por el producto contratado, existen mecanismos suficientes en derecho que le permitan, no sólo de forma judicial sino también extrajudicialmente, resolver sus diferencias o litigios de forma rápida y eficiente, incluso y especialmente, en los supuestos en que el proveedor del producto o servicio se encuentre en otro Estados miembro.

Aplicación equilibrada de las normas de protección del consumidor
Debe perseguirse que la normativa de protección del consumidor sea, en la medida de lo posible, homogénea en los diferentes Estados miembros, garantizando un nivel mínimo de protección para que los proveedores de servicios no vean obstaculizada su actividad por requerimientos adicionales y gravosos en cada Estado al que acudan, y para que los clientes, consumidores de productos y servicios financieros obtengan un razonable nivel de protección en todo el ámbito de la Unión Europea.

Servicios financieros minoristas a través de medios electrónicos
El marco jurídico europeo debe incluir disposiciones que proporcionen una regulación suficiente que garantice la plena salvaguardia del interés del consumidor, —quien se beneficiará de una gama más amplia de productos— en aquellos supuestos en que reciba ofertas de productos y servicios y contrate los mismos, a través de los nuevos canales de distribución de productos como es el caso del comercio electrónico.

Mediadores de seguros
La libre prestación de servicios en el ámbito asegurador debe reforzarse a través del reconocimiento del pasaporte europeo a favor de los mediadores de seguros de los diferentes Estados miembros, persiguiendo una armonización de condiciones de autorización y ejercicio necesarias para la instauración del principio de licencia única entre los mediadores de seguros.

Pagos transfronterizos al por menor
Las transferencias internacionales de fondos así como la utilización de tarjetas de crédito fuera del Estado miembro del usuario suele conllevar la existencia de comisiones y gastos sustancialmente superiores a los locales, con lo que se solicita que se instauren las estructuras técnicas pertinentes al objeto de que exista un sistema integrado de pagos de escasa cuantía, competitivo y comparable a los sistemas de pagos nacionales.

ESTRUCTURAS DE SUPERVISIÓN

Coordinación de las autoridades supervisoras a través del CESR

Bajo el esquema Lamfalussy, el Nivel 3 está referido al fortalecimiento de la cooperación entre reguladores nacionales para asegurar una transposición coherente y equivalente de las normas de Nivel 1 y 2. Esto, en nuestra opinión, exige que el rol del CESR en el ámbito de la transposición común y uniforme de la legislación comunitaria debe desplegarse de forma efectiva a través de los instrumentos que el propio Informe Lamfalussy provee, como son: pautas administrativas, recomendaciones en materia interpretativa, estándares comunes y análisis comparativos sobre las diferentes prácticas regulatorias en los diferentes Estados miembros en aras a asegurar un mayor efecto de la legislación comunitaria.

La figura del CESR ostenta básicamente dos competencias: (i) actuar como asesor de los organismos

europeos en su función de promulgación legislativa y regulatoria, y (ii), en el Nivel 3 actuar como comité independiente formado por reguladores nacionales con el fin de garantizar una puesta en vigor de la normativa más consistente y uniforme.

Entendemos que el CESR es uno de los principales pilares para impulsar los objetivos del PASF (mercado único de servicios financieros al por mayor, accesibilidad de los mercados al por menor y el reforzamiento de las normas de control prudencial) dado que garantiza que la aplicación de la normativa sea efectiva y tenga efectos en los diferentes Estados miembros de la UE.

EL CESR, junto con los restantes comités de Nivel 3 (el Comité de Supervisores Bancarios y el Comité de Supervisores de Seguros y Planes de Pensiones), ejercen una labor esencial para conducir las diferentes aproximaciones locales y, en particular, despliegan un efecto sustancialmente importante en facilitar los medios para la necesaria consistencia en la implantación de las medidas legislativas comunitarias del Nivel 1 y 2; dado que cada Estado miembro ya cuenta con uno o varios reguladores en los diferentes mercados financieros, la propuesta de constituir un comité europeo de reguladores es, a nuestro juicio, muy adecuada y en las experiencias que ya ha participado activamente el CESR han sido muy positivas (p. ej., criterios para la implantación de la Directivas UCITS III).

Supervisión funcional (especialización del supervisor) *versus* supervisión consolidada (de valores, bancarias o de seguros)

Deberían valorarse las tendencias actuales respecto a los organismos supervisores, o bien su integración en uno o dos supervisores, o bien su mantenimiento como supervisores independientes. Respecto a esta última posibilidad, en dicho caso, en nuestra opinión deberían existir mecanismos de cooperación entre ellos dado que en el PASF, y en nuestra propia normativa local, los tres sectores se han ido asimilando en cuanto a los requisitos de organización y de funcionamiento de las diferentes entidades financieras en sus respectivos sectores, de ahí que sería bueno que no sólo en la normativa (como ya existe), sino en los ámbitos de supervisión y de asesoramiento al sector, los diferentes reguladores cooperen con objeto de que los niveles de supervisión y ordenación de los tres sectores, banca, valores y seguros, sean similares.

Por otra parte, debe también analizarse si es conveniente la independencia total del supervisor respecto al poder ejecutivo, o si deben estar vinculados al mismo, dado que son las dos tendencias que existen también en Europa; los mercados de origen anglosajón son los que cuentan con supervisores, que básicamente derivan de estructuras de «autorregulación», con un alto grado de independencia de los restantes poderes del Estado. Por el contrario, existen países en los que los reguladores son una parte más de las estructuras de gobierno (de origen latino). Debería analizarse bajo cuáles de las dos formas, las funciones de un supervisor, que cada vez se acercan más a ser organismos asesores y consultivos y no sólo supervisores, se cumplen de manera más efectiva y ajustada al mercado.

Colaboración entre los supervisores locales *versus* establecimiento de una SEC europea

En nuestra opinión, el establecimiento de una SEC europea no es una buena alternativa, dado que los mercados locales de cada Estado miembro tienen muchas peculiaridades y, sobre todo, deben perseguir el interés y protección de los inversores. Por ello, creemos que deberían existir supervisores en cada Estado miembro e instaurar mecanismos suficientes para que exista una colaboración activa entre ellos que, además de crear criterios uniformes en el ámbito de la Unión Europea, puedan trasladar a sus diferentes países los desarrollos legislativos acordados.

CONCLUSIONES: EL PASF Y EL PROCESO DE TRANSPOSICIÓN DE LAS DIRECTIVAS BAJO EL PASF

Según datos del Informe de Evaluación del PASF (p. ej., FSAP *Evaluation Report de la Comisión Europea*, octubre de 2005) 39 de las 42 medidas que contemplaba habían sido adoptadas antes del plazo de finalización previsto para el PASF. Un éxito en términos de

proceso de generación de disposiciones legislativas a nivel europeo, el cual sin duda ha facilitado un nuevo marco regulatorio que debe dar respuesta a cambios en el mercado de los servicios financieros sin precedentes.

A pesar de los esfuerzos evidentes de los diferentes Estados miembros en el proceso de transposición de las Directivas promulgadas bajo el PASF, existe todavía mucho trabajo por hacer. Si observamos el número de notificaciones a la Comisión Europea practicadas por los Estados miembros informando acerca de la efectiva transposición de las Directivas PASF, observaremos como sólo cinco Directivas han sido efectivamente transpuestas en todos los Estados miembros. En particular, la Directiva 2000/64/EC modificando las Directivas sobre seguros y la Directiva sobre servicios de inversión facilitando el intercambio de información con terceros estados, la Directiva 2002/13/EC modificando los requerimientos de margen de solvencia en las Directivas de seguros, la Directiva del ahorro 2003/48 y las dos Directivas UCITS (2001/107/EC y 2001/108/EC) que incorporaron cambios sustanciales en la Directiva sobre armonización de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Con respecto a las restantes Directivas promulgadas en el marco del PASF, al menos un Estado miembro no ha llevado a cabo la efectiva transposición o no ha informado a la Comisión Europea acerca de la efectiva transposición (lo cual es también considerado como un incumplimiento[1], ya que los Estados miembros están obligados a informar a la Comisión acerca de las medidas legislativas que han adoptado para transponer a su ordenamiento las diferentes Directivas comunitarias).

Hasta finales de 2004 el proceso Lamfalussy (establecido en 2001) se proyectó exclusivamente sobre el ámbito de la legislación comunitaria de los mercados de valores. En particular, sobre cuatro de las medidas legislativas preparadas bajo el PASF: la Directiva de Abuso de Mercado (i.e. Directiva 2003/6/EC), la Directiva de Folletos (i.e. Directiva 2003/71/EC), la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (i.e. Directiva 2004/39/EC) y la Directiva de Transparencia (i.e. Directiva 2004/109/EC).

Sin embargo, no debemos olvidar que el plazo de puesta en práctica de algunas iniciativas legislativas adoptadas bajo el PASF ha estado influenciado significativamente por la naturaleza global de los servicios financieros. Un ejemplo notable es la Propuesta de la Comisión Europea para la Directiva de Requerimientos de Capital.

En suma, resulta todavía difícil alcanzar conclusiones sobre los beneficios globales que el PASF ha supuesto en el sistema financiero europeo a nivel global en la medida en que el impacto real de muchas de las medidas adoptadas todavía debe percibirse. Indudablemente, el incumplimiento de los plazos de transposición por los Estados miembros es un aspecto clave para considerar la eficiencia de las medidas lanzadas bajo el PASF (a pesar de la nueva actitud de la Comisión mucho más severa en la utilización de los procesos de incumplimiento, que sin duda supondrá mejores resultados que en el pasado).

Durante los últimos seis años, el método Lamfalussy ha permitido alcanzar unos niveles mayores de transparencia y de mayor alcance de las consultas practicadas en el proceso de generación legislativa, lo cual sin duda ha supuesto resultados positivos. No obstante, como antes hemos indicado, no todas las medidas propuestas bajo el PASF han sido adoptadas todavía. Así, las Directivas sobre Requerimiento de Capital y sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) fueron adoptadas al final del plazo previsto para el PASF pero su transposición en los Estados miembros está por completar.

1 En abril de 2006, la Comisión Europea decidió iniciar procedimientos de infracción contra 19 Estados miembros por no haber incorporado a su legislación nacional una o varias de las ocho diferentes Directivas en materia de mercado interior. La Comisión ha decidido remitir a los siguientes Estados miembros al Tribunal de Justicia Europeo por no haber comunicado las medidas nacionales por las que se aplican una serie de Directivas: Alemania, Grecia, Francia, Malta, España y Portugal en lo que respecta a la Directiva sobre la mediación en los seguros; Letonia y Países Bajos en relación con una Directiva relativa a la supervisión adicional de conglomerados financieros; Suecia sobre una Directiva relativa al reconocimiento de las calificaciones profesionales; y Luxemburgo en relación con una Directiva sobre normas contables. Asimismo, la Comisión ha decidido pedir formalmente a Bélgica, Chipre, la República Checa, Finlandia, Francia, Italia, Lituania, Eslovaquia, Eslovenia, España y el Reino Unido que completen su aplicación de una Directiva sobre pensiones profesionales, y a Bélgica e Italia que completen su aplicación de la Directiva sobre el folleto. Estas peticiones se realizan en forma de «dictámenes motivados», la segunda fase del procedimiento por incumplimiento establecido en el artículo 226 del Tratado CE. En caso de no recibir ninguna respuesta satisfactoria en un plazo de dos meses, la Comisión puede remitir el asunto al Tribunal de Justicia Europeo. Por último, la Comisión ha decidido, con arreglo al artículo 228 del Tratado CE, enviar otro «Dictamen motivado» a España en el que le pide que cumpla inmediatamente una sentencia anterior del Tribunal relativa a la no aplicación por este país de la Directiva sobre los derechos de autor de 2001. En caso de que España no tome las medidas pertinentes, la Comisión puede en última instancia pedir al Tribunal la imposición de multas diarias.

En este proceso de intensa producción legislativa comunitaria, la Comisión Europea ha insistido en su intención de mejorar la iniciativa legislativa para los próximos cinco años (p. ej., Libro Blanco de la Comisión Europea). Sin embargo, son muchos quienes manifiestan su preocupación por un riesgo de sobrerregulación comunitaria que asfixie a la industria financiera europea, de forma que resulte difícil de digerir el elenco de normas comunitarias que el PASF está suponiendo.

Ahora bien, es innegable el positivo efecto del PASF como plataforma para la convergencia de las prácticas regulatorias/supervisoras dentro de la UE y la mejora en la transparencia gracias al importante papel de los comités de Nivel 3 del esquema Lamfalussy (CESR en el área de valores, CEBS en el sector bancario y CEIOPS en el ámbito de los seguros y fondos de pensiones). Dado que el mayor reto de las instituciones financieras que operan de forma transfronteriza es la falta de certeza en la práctica regulatoria en cada jurisdicción, el PASF es reconocido como un instrumento muy positivo, sin olvidar que aún falta un largo camino por recorrer, tal y como demuestran —entre otros ejemplos— la pobre transposición alcanzada en los Estados miembros de la Directiva de Conglomerados Financieros y el permanente debate acerca del enfrentamiento entre el principio Estado de origen/Estado de destino.

El Proceso Lamfalussy fue diseñado para hacer de la legislación comunitaria en el mercado de valores un instrumento normativo más flexible, que pueda ser acordada y adaptada con rapidez dando respuesta a la constante innovación y cambios tecnológicos en los mercados financieros; que permita a los operadores de los mercados beneficiarse de la experiencia regulatoria y técnica de los supervisores de valores europeos y de una mayor implicación de los *stakeholders* externos; y hacer más fácil la transposición y aplicación de las diferentes medidas legislativas comunitarias en cada uno de los Estados miembros.

Cualquier evaluación del proceso Lamfalussy debe medir el nivel de satisfacción alcanzado en estos objetivos. Desde esta perspectiva, estamos plenamente de acuerdo en considerar que el proceso Lamfalussy ha cumplido la agenda inicialmente planeada lo que ha ayudado en buena parte al cumplimiento de aquellos objetivos; esto sin duda ha permitido extenderlo al ámbito bancario, seguros y pensiones.

En nuestra opinión, la valoración final es muy positiva y los efectos del PASF se han percibido en el mercado en los últimos años, sobre todo con una apertura relevante de entidades comunitarias prestando servicios en España; y en el ofrecimiento de nuevos productos financieros, mucho más evolucionados y sofisticados, para los que, no en todos los casos, los inversores están preparados para su comprensión; a estos efectos, con la transposición en España de la Directiva MiFID, podrá conseguirse una adecuación de los productos ofrecidos a los clientes, al conocimiento y experiencia de dichos clientes.

Por otra parte, dos pueden ser los problemas que, no obstante lo dicho, podrían afectar a la constitución de un verdadero mercado de servicios financieros. Uno primero es que siguen existiendo diferencias en el tratamiento fiscal de los productos financieros en los diferentes países de la Unión Europea, es decir al no existir una armonización fiscal, ello impide que exista una verdadera oferta transnacional de productos.

Así, por ejemplo, el tratamiento de la renta fija en los diferentes países es diferente, y en España tiene un régimen fiscal menos favorable; otro ejemplo puede ser el IVA, que a pesar de que deriva de una Directiva comunitaria, la transposición de la normativa a la legislación local de cada país, y en especial, la interpretación de las diferentes administraciones tributarias, provoca que existan diferencias relevantes en la aplicación del impuesto. Mientras que el proceso de coordinación fiscal en el ámbito de los mercados financieros esté inacabado, será en efecto, políticamente muy difícil, realizar un merado único de servicios financieros.

El segundo aspecto que puede afectar negativamente al PASF es la avalancha normativa y regulatoria que ha provocado durante los últimos años el Plan, que puede impedir que las entidades financieras asimilen dichos nuevos requerimientos y se vean «desbordados» en su adaptación, lo que puede «deslucir» los objetivos del PASF; por ello convendría revisar que las adaptaciones que cada Estado miembros exija a sus entidades, en los diferentes aspectos, se vean armonizadas y coordinadas, en la medida de lo posible, y que los grandes proyectos de adaptación no estén solapados.

2 *Ibídem*, página 22.

OBSTÁCULOS FISCALES AL MERCADO ÚNICO EUROPEO DE CAPITALES Y SERVICIOS FINANCIEROS: 2003-2006

Luis Briones Fernández

SOCIO. BAKER & MCKENZIE

OBJETIVOS

El principal objetivo que persigue esta nota es analizar las acciones acometidas por la UE desde el año 2003 que afectan directamente a los mercados de capitales y de servicios financieros, actualizando los comentarios que realizamos en el «Estudio sobre la Reforma de los Mercados de Capitales Europeos» (en adelante, el Estudio)[1].

En este período ha concluido el plazo para la adopción de las medidas contempladas en el Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF), con un éxito considerable en lo relativo al ámbito legislativo y se ha puesto en marcha la política de servicios financieros para los años 2005 a 2010[2].

Paralelamente, en estos años se han producido hechos de distinto signo que afectan sustancialmente al futuro de la armonización y coordinación fiscal entre los países de la Unión Europea, tales como la paralización, probablemente temporal, del proceso de aprobación de la Constitución europea, el recrudecimiento de la competencia fiscal entre los países europeos, sobre la base esta vez de reducir con carácter general los tipos efectivos de gravamen sobre sociedades, y el aumento de la acción institucional, por parte de la Comisión y del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE), en la lucha contra las ayudas de Estado y las medidas que atentan contra las libertadas básicas protegidas en el Tratado de la UE.

Nos proponemos, por tanto, seguir el hilo conductor marcado en aquel primer análisis para, en primer lugar, resumir y evaluar brevemente los pasos y medidas adoptadas y, en segundo término, revisar la validez de las conclusiones que en aquel momento enunciamos.

EJECUCIÓN DEL PASF

Medidas fiscales contempladas en el PASF

Como consecuencia de la reticencia de los Estados europeos a ceder competencias en el ámbito fiscal, el PASF nació resignado a ejercer una influencia reducida sobre la política fiscal, pese a reconocer que la creación de un auténtico mercado único de servicios financieros requerirá llevar a cabo un proceso de coordinación tributaria. Por ello, el PASF contemplaba exclusivamente cuatro acciones en materia fiscal: dos con prioridad 1 y que ya formaban parte del paquete fiscal previamente aprobado (la adopción de una Directiva sobre la imposición

1 Capítulo 25 «La Fiscalidad Financiera en un Mercado Único Financiero»

2 Libro Blanco Política de los Servicios Financieros 2005-2010 (el Libro Blanco) COM(2005) 629 final.

del ahorro y la aplicación del código de conducta sobre la fiscalidad de las empresas), una con prioridad 2 (la coordinación de las disposiciones tributarias relativas a las pensiones complementarias de empleo) y otra con prioridad 3 (la revisión de la tributación de los servicios financieros en el Impuesto sobre el Valor Añadido).

El limitado énfasis del PASF en los aspectos fiscales perdió aún más fuerza a su paso por el Parlamento Europeo, que consideró que el PASF no estaba *ab initio* vinculado a los efectos desarrollados para avanzar en materia de armonización fiscal, y en el Informe Lanfalussy, que concedió escasa relevancia a los temas fiscales en el ámbito de la creación de un mercado unificado de servicios financieros, limitándose a mencionar los temas fiscales como un factor que puede retrasar la integración de los mercados y refiriéndose a este respecto a algunos temas tales como la retenciones en origen, los impuestos de timbre y el menor tipo de gravamen que en diversos Estados se aplica a los bonos públicos frente a los privados.

Con tan escaso entusiasmo, no es de extrañar que en los distintos documentos de seguimiento del PASF o en las evaluaciones efectuadas por la Comisión, brillen por su ausencia las menciones a los temas fiscales. Así en el décimo informe de seguimiento del PASF[3] se realiza una única mención a los aspectos fiscales[4] al hilo del caso Parmalat, señalando la necesidad de aumentar la transparencia de los sistemas fiscales.

De la misma forma, en el documento de trabajo de la Comisión sobre la evolución del mercado único de servicios financieros en los años 2004-2005[5], tampoco se menciona la fiscalidad salvo para señalar la creación del grupo de Fiscal Compliance (FISCO) en relación con las acciones fiscales a acometer para la mejora de los servicios de compensación y liquidación.

En la práctica, las acciones previstas en el PASF en relación con la materia fiscal han sufrido las dificultades y retrasos que han caracterizado el proceso de armonización y coordinación fiscal en el ámbito europeo desde la creación de la Comunidad Económica. De las cuatro acciones previstas, sólo dos han sido desarrolladas y ello con sustanciales limitaciones y dificultades.

Directiva sobre la fiscalidad del ahorro

La publicación del Estudio coincidió prácticamente con la aprobación de la Directiva en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses[6]. Tras una prórroga, la Directiva entró en vigor el 1 de julio de 2005[7]. Su entrada en vigor suponía que la Unión Europea alcanzase acuerdos con algunos Estados que compiten directamente con Europa en la captación de capitales para que establecieran mecanismos de control semejantes a los previstos en la Directiva. El caso más significativo es el de Suiza[8] y junto a él se encuentran diversas jurisdicciones con sistemas financieros sofisticados, baja tributación y una larga tradición de opacidad, tales como San Marino, Andorra, Mónaco, Liechtenstein, Antillas Holandesas o Aruba, y numerosas jurisdicciones asociadas y dependientes del Reino Unido. La Comisión concluyó con éxito acuerdos con estas jurisdicciones[9], lo que permitió la entrada en vigor efectiva de la Directiva en todo el territorio de la Unión Europea. Como ya indicábamos en el Estudio, el texto que finalmente se aprobó fue fruto de una transacción entre visiones distintas en relación con la interacción entre los mercado financieros y el sistema fiscal, lo que llevó a la aprobación de un período transitorio de larga duración en el que, de hecho, se mantiene el secreto bancario en diversos Estados miembros de la Unión Europea. Este hecho, unido a las limitaciones de alcance de la Directiva hace que su eficacia práctica sea muy reducida desde la perspectiva de control fiscal. Al mismo tiempo, la Directiva produce una segmentación del mercado, tanto en relación con los inversores como con los

3 «Turning the Corner», Bruselas, 2 de junio de 2004.

4 Sección III.a), página 11, punto 3.

5 «Single Market in Financial Services, Progress Report 2004-2005», Bruselas 5-1-2006, SEC (2006) 17.

6 Directiva 2003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, cuya azarosa gestación ya fue objeto de comentario en el Estudio.

7 Decisión del Consejo 2004/587/EC, de 19 de julio de 2004.

8 Acuerdo firmado el 26 de octubre de 2004.

9 IP/04/1445.

instrumentos financieros, que podría crear distorsiones y supone, en todo caso, un aumento de complejidad y coste que no es seguro esté suficientemente compensado por los beneficios obtenidos.

En nuestra opinión, debe realizarse un seguimiento cuidadoso de la reacción de los mercados ante las medidas contenidas en la Directiva, con vistas a detectar a tiempo cualquier distorsión y a adoptar medidas correctoras que permitan establecer un nivel homogéneo de tributación sobre las rentas del ahorro, evitando el fraude fiscal, sin afectar negativamente a la competitividad de los mercados de servicios financieros europeos. Si el comportamiento de los mercados pone de manifiesto que la Directiva favorece la utilización de vehículos societarios de terceros países para canalizar las inversiones o la creación de instrumentos específicos de captación del ahorro a los que no afecte la Directiva, sin que se produzca un efectivo aumento del control tributario, la Unión Europea deberá plantearse la modificación de su contenido.

Seguimiento del Código de Conducta

Nuevamente en este caso, las medidas de seguimiento del código de conducta para evitar la competencia fiscal dañina estaban ya en plena ejecución cuando se publicó el Estudio. Como indicábamos, «la respuesta dada por los Estados miembros a los trabajos del Grupo Primarolo permite ser optimistas y considerar que, vigilando la actividad legislativa de los miembros de la Unión y poniendo de manifiesto la existencia de prácticas nocivas, puede avanzarse significativamente en su eliminación, sin necesidad de aprobar medidas armonizadoras o tuitivas».

El Grupo de trabajo creado para el seguimiento de las medidas consideradas dañinas por el Informe Primarolo ha emitido diversos informes en los que se pone de manifiesto cómo la mayor parte de dichas medidas han sido modificadas por los Estados miembros en términos bastante satisfactorios.

Desde el punto de vista de la competencia fiscal, los últimos años han sido testigo de un proceso de competencia fiscal entre los Estados miembros relativamente distinto al que se produjo a finales del siglo pasado y comienzos del presente. Frente a medidas encaminadas a establecer un tratamiento diferencial a las operaciones efectuadas por residentes y no residentes con vistas a atraer las inversiones de los no residentes sin dañar la base fiscal nacional, en los últimos años se están aprobando sustanciales reducciones, cercanas en algunos casos a la eliminación, de la imposición sobre sociedades, aplicables a la totalidad de los contribuyentes, encaminadas a atraer a las empresas, que se verán más favorecidas en la medida en la que los bienes o servicios que produzcan se comercialicen fuera del Estado en que residan, ya que la reducción de la imposición directa tiene como contrapartida el aumento de la indirecta.

La nueva línea de competencia entre los países de la Unión probablemente tenga su origen, entre otras causas, en el propio Informe Primarolo, ya que, al definir las notas características de las medidas que deben considerarse dañinas, abría el camino para definir medidas que, concediendo ventajas competitivas, no fueran calificables como dañinas. Al mismo tiempo, al tratarse de medidas generales dentro del ámbito territorial del Estado miembro, no pueden ser calificadas como ayudas de estado. Por último, la incorporación de nuevos Estados miembros, algunos de los cuales tenían sistemas fiscales altamente atractivos para las empresas, pudo llevar a que algunos de los Estados miembros de la UE de los quince entrasen en este proceso de reducción del tipo del Impuesto sobre Sociedades[10], cuyas consecuencias aún no están suficientemente claras, pero no parecen ir en la dirección propuesta por los diversos comités de expertos que han asesorado a la Comisión.

Gravamen de las pensiones ocupacionales transfronterizas

El PASF ha logrado un importante éxito en el área regulatoria en lo referente a las pensiones de empleo, que se ha plasmado en la aprobación de la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo,

10 Véase, a título de ejemplo, la normativa irlandesa, que establece un tipo del 12,5% sobre los beneficios de la actividad empresarial o la nueva normativa belga, que permite la deducción de un interés nocional sobre los capitales propios, reduciendo con ello el tipo efectivo de gravamen.

relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo[11]. Esta Directiva establece conceptos y definiciones homogéneos en el ámbito de la Unión Europea y un marco regulatorio que favorece las actividades transfronterizas. El contenido de la Directiva ha sido incorporado a la legislación española mediante la Ley 11/2006, de 16 de mayo.

Ni la Directiva ni la norma española hacen referencia alguna a la fiscalidad de tales pensiones, lo que mantiene sin solucionar buena parte de los problemas previamente existentes, sobre todo en relación con las prestaciones de los planes de pensiones. En la medida en que las legislaciones locales extiendan a los planes de pensiones registrados y gestionados en terceros países los beneficios concedidos a los planes de pensiones nacionales, habrá desaparecido uno de los elementos clave de discriminación que está en la base de las medidas adoptadas por la Comisión contra varios Estados europeos[12]. La incorporación de la Directiva a las legislaciones nacionales puede eliminar este problema. Sin embargo, las dificultades subsisten en relación con los supuestos de posible doble imposición o doble desimposición que pueden producirse tras un cambio de residencia y que son consecuencia de los distintos modelos tributarios contemplados por la legislación de los Estados miembros. Aunque mantener tales diferencias puede tener consecuencias muy negativas tanto sobre el mercado de trabajo como sobre la residencia de los pensionistas en el futuro, no parece previsible que vaya a adoptarse medida alguna para evitarlo en los próximos años.

Tributación de los servicios financieros

El PASF contemplaba la adopción de acciones relativas a la tributación indirecta de los servicios financieros, especialmente en lo relativo al IVA que grava las operaciones intragrupo, como una prioridad 3. Los avances en esta área han sido prácticamente nulos. Como veremos posteriormente, las distorsiones y dificultades derivadas de la imposición indirecta en el ámbito de los servicios financieros son consideradas por los sectores afectados como uno de los principales problemas a la hora de la creación de un mercado único de servicios financieros.

La Comisión ha considerado prioritario actuar en este ámbito durante el período 2005-2010, lo que ha llevado a la apertura de un período de consultas que concluye el 9 de junio de 2006[13] y a organizar una conferencia al respecto en Bruselas que tuvo lugar el día 11 de mayo de 2006. Ambas iniciativas están encaminadas a emitir una propuesta legislativa durante el ejercicio 2006 que elimine los obstáculos que el sistema de exención del IVA genera en la prestación de servicios financieros, reduzca los costes administrativos de la aplicación del IVA, aumente la seguridad jurídica en la definición de los servicios y elimine las distorsiones a la competencia que existen entre diversos Estados miembros. Con esta finalidad, el documento consultivo propone cinco posibilidades de actuación desde la perspectiva técnica que reduzcan o eliminen el impacto del IVA oculto en la prestación de servicios financieros (derivado de la imposibilidad de deducir el IVA soportado en las adquisiciones de bienes o servicios por parte de las entidades financieras como consecuencia de la exención concedida a los servicios financieros). La Comisión analiza las ventajas e inconvenientes de cada una de estas alternativas y solicita opiniones al respecto.

Política de los servicios financieros 2005-2010

La Comisión ha hecho públicas sus prioridades políticas en el ámbito de los servicios financieros hasta el 2010, incluyendo hasta 72 acciones concretas[14]. El Libro Blanco se adopta tras recibir más de 150 comentarios a la consulta que se planteó sobre un documento inicial (Libro Verde)[15], y teniendo en cuenta los resulta-

11 PE-CONS-3630/03, de 3 de junio.

12 A este respecto, la Comisión decidió denunciar a España ante el TJCE el 8 de julio de 2004 (IP/04/873).

13 Consultation Paper on Modernizing Value Added Tax Obligations for Financial Services and Insurance (IP/06/602).

14 Libro Blanco, Anexo 1.

15 Libro Verde sobre la Política para los Servicios Financieros (2005-2010), de 3 mayo de 2005, COM(2005) 179.

dos de otras encuestas e informes de grupos de expertos sobre los resultados del PASF y sus posibles deficiencias. Siguiendo la práctica del PASF, la Comisión otorga un rol accesorio a los temas fiscales en relación con la política de servicios financieros, mencionándolos exclusivamente para indicar la necesidad de reforzar la cooperación con la política fiscal, señalando dos posibles áreas de actuación:

· la adaptación de las normas en materia de IVA en los servicios financieros a la evolución del mercado financiero único, área en la que, como se ha visto anteriormente, se ha iniciado un proceso de consultas encaminado a proponer una Directiva, y
· la actuación en otros ámbitos señalados como obstáculos para las concentraciones transfronterizas en diversas encuestas de opinión, a los que haremos referencia más adelante.

Sólo dos de las 72 acciones propuestas tienen relación con la fiscalidad y ambas son relativamente vagas:

· Acción 31: reforzar la interacción con otras áreas de política, como por ejemplo... fiscalidad.
· Acción 32: Proporcionar apoyo y asegurar el apoyo administrativo al Grupo de Expertos «FISCO» en el área de Compensación y Liquidación.

OTRAS MEDIDAS FISCALES NO INCLUIDAS EN EL PASF

Con relativa independencia del PASF, las instituciones europeas han adoptado en estos últimos años un número de acciones, tanto legislativas como ejecutivas o judiciales, con gran impacto en relación con la creación de un mercado único de capitales.

Directivas relativas a la imposición directa sobre empresas

En la esfera normativa, los avances son lentos y complejos, al requerirse la unanimidad de los veinticinco Estados miembros, hasta tal punto que parece imposible que pueda llegarse a una armonización efectiva en el futuro, salvo en temas muy evidentes y sobre la base de un acuerdo de mínimos (semejante al alcanzado en la Directiva sobre el Ahorro) o a través de vías indirectas que no impliquen la aprobación formal de Directivas.

Así, en lo referente a la imposición de sociedades, el Consejo y el Parlamento Europeo han adoptado medidas normativas en relación con tres áreas:

· Fusiones y cambio de domicilio: la Directiva de Fusiones[16] había quedado parcialmente obsoleta como consecuencia de la evolución del derecho societario comunitario. Por ello, la Directiva del Consejo 2005/19/EC, de 17 de febrero, modifica la Directiva originaria, revisando alguno de los supuestos contemplados en la misma para ampliarla a las operaciones realizadas por sociedades europeas o por sociedades cooperativas europeas, y ampliando igualmente los supuestos de aplicación a la migración de sociedades mediante el cambio de domicilio social y resolviendo algunos problemas técnicos que se habían puesto de manifiesto en la Directiva originaria. La Directiva 2005/56/EC del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre, contempla expresamente las fusiones transfronterizas de sociedades de responsabilidad limitada, previendo que deberán adoptarse las medidas legislativas necesarias para su implementación en los Estados miembros antes del 15 de diciembre de 2007.
· Matriz-filial: la Directiva 2003/123/CE, que modifica la Directiva matriz-filial, ampliando el número de entidades a las que es de aplicación, reduciendo el porcentaje de participación requerido y mejorando los mecanismos para evitar la doble imposición.
· Pago de intereses y cánones en operaciones intra-grupo: la Directiva 2003/49/CE, modificada por la Directiva 2004/76/CE, sobre el régimen fiscal común a aplicar en los pagos de intereses y cánones entre sociedades asociadas de diversos Estados miembros, establece un entorno más flexible para las operaciones financieras y de cesión de intangibles intragrupo, si bien al contemplar numerosas excepciones con carácter transitorio y requerir una relación directa entre las sociedades participantes o de éstas con una matriz común, limita su alcance y eficacia práctica y está llevando a los grupos

16 Directiva 90/434/CE, de 23 de julio de 1990.

multinacionales que actúan en Europa a reorganizar sus estructuras, procurando evitar las relaciones indirectas que no podrían beneficiarse del régimen previsto en la Directiva. No es previsible que se amplíe el ámbito de esta Directiva, salvo en lo necesario para que sea de aplicación también a la sociedad europea o a la sociedad cooperativa europea[17]

Acciones encaminadas a la homogeneización del Impuesto sobre Sociedades

El Consejo es consciente de la dificultad de llegar a una auténtica eliminación de las distorsiones derivadas de la imposición sobre sociedades sobre la base de actos normativos concretos, por lo que ha comenzado a trabajar en los últimos años en dos líneas complementarias de actuación encaminadas a que las multinacionales europeas (o parte de ellas) puedan determinar su base imponible con normas homogéneas cuando operen en varios Estados de la UE. La primera actuación se propone definir una «base imponible común consolidada» para los grupos que actúen en diversos Estados miembros de la UE y la segunda propone establecer un esquema piloto de «gravamen según las normas del país de origen» aplicable exclusivamente a empresas de pequeño y mediano tamaño.

En ambos casos se trata de iniciativas a medio y largo plazo mediante las cuales el Consejo intenta sensibilizar a los Estados miembros, siendo poco probable que ninguno de ellos se plasme en el medio plazo en medidas normativas concretas.

En relación con el establecimiento de una base imponible común consolidada, se creó un grupo de trabajo en septiembre de 2004 en el que participan expertos de la Comisión Europea y de los distintos Estados miembros, con el apoyo de sectores empresariales y académicos. El grupo de trabajo se dividió en cuatro subgrupos que analizan respectivamente la problemática generada por: (i) activos y depreciación, (ii) provisiones, reservas y deudas, (iii) base imponible, y (iv) aspectos internacionales de la base imponible común consolidada. El objetivo es que los trabajos de estos subgrupos estén finalizados a finales del año 2006, previéndose que se puedan presentar las conclusiones de trabajo y propuestas legislativas a finales del año 2008.

El proyecto piloto relativo al gravamen según las normas del Estado de residencia para empresas de pequeño y mediano tamaño adoptado por la Comisión Europea[18] supone proponer a los Estados miembros que permitan que dichas empresas puedan computar su base imponible de acuerdo con las normas del Estado de residencia de la compañía matriz o la casa central, de forma que la base imponible de sus filiales y establecimientos permanentes en otros Estados miembros se determine con arreglo a normas que le son familiares. Esta propuesta se contempla como voluntaria para los Estados miembros y forma parte de las medidas propuestas para contribuir a la estrategia de Lisboa[19].

El código de conducta sobre precios de transferencia

Una materia que tiene especial significación en el entorno multinacional y que afecta especialmente a los sectores financieros es la valoración de las operaciones entre entidades vinculadas, comúnmente denominado «precios de transferencia».

Nuevamente la Comisión optó a este respecto por un enfoque no normativo. Para homogeneizar los regímenes existentes en los distintos Estados miembros, la Comisión Europea adoptó el 10 de noviembre de 2005 una propuesta de código de conducta[20] desarrollada sobre la base del trabajo del Fórum Conjunto de la Unión Europea sobre Precios de Transferencia[21].

Dicho código de conducta establece los requisitos y estándares generales de documentación que deben proporcionar las multinacionales a las autoridades fiscales de los distintos Estados miembros en relación con

17 COM(2003) 841 final.

18 COM/05/702.

19 Comunicación de la Comisión al Consejo y Parlamento Europeo, de 25 de octubre de 2005 [COM(2005) 532 final].

20 COM/2005/543.

21 IP/02/1105.

la forma de valoración de las operaciones intragrupo realizadas entre sociedades vinculadas residentes en distintos Estados miembros de la Unión Europea. Aunque se trata de una propuesta no obligatoria para los Estados miembros, el código de conducta ha tenido una gran aceptación y está produciendo una convergencia de hecho en las actuaciones de los distintos Estados. En este sentido, España ha propuesto una modificación normativa[22] que probablemente implicará la adopción de los criterios establecidos en el código de conducta en relación con los documentos de los precios de transferencia, alineando la normativa española con las propuestas de la Unión Europea.

Dividendos y rentas del ahorro recibidas por personas físicas

En el ámbito de la imposición sobre las personas físicas, la única medida normativa adoptada es la referente a la imposición sobre el ahorro, ya comentada previamente.

Por otro lado, la Comisión decidió actuar en relación con la jurisprudencia del TJCE, a la que posteriormente nos referiremos, que considera discriminatorias las normas fiscales que someten a un gravamen superior a los dividendos recibidos de entidades situadas en un Estado miembro distinto de aquel en el que reside el perceptor que el exigido sobre los percibidos de entidades residentes en el mismo Estado. A este respecto, emitió una comunicación en diciembre de 2003[23] en la que solicita la colaboración de los Estados miembros para evitar que se produzcan este tipo de discriminaciones, indicando que, en el supuesto de que no se adopten las medidas pertinentes, se procederá a actuar contra los Estados que mantengan normas que atentan contra las libertades básicas del Tratado de la UE.

España es uno de los países que penaliza los dividendos satisfechos por entidades no residentes a personas físicas residentes, ya que en la actualidad dichos dividendos no pueden beneficiarse de las deducciones a que tienen derecho las personas físicas cuando quien distribuye el dividendo es residente en España.

El nuevo Proyecto de Ley que modifica el IRPF[24] solucionará a partir del 1 de enero de 2007 esta discriminación, otorgando un trato idéntico a los dividendos y rentas del ahorro recibidos por personas físicas residentes en España, con independencia de la residencia del pagador, siempre y cuando sea residente de la Unión Europea.

Procedimiento infractor y jurisprudencia del TJCE

Paralelamente a las acciones normativas, la Comisión ha establecido una política activa contra las normas discriminatorias que violentan la competencia entre Estados miembros y pueden afectar al mercado único. Su actividad se refiere fundamentalmente a evitar las ayudas de Estado que distorsionen o amenacen distorsionar la competencia entre los Estados miembros y sean incompatibles con el mercado único. A finales del año 1998 la Comisión aprobó unas directrices en este sentido[25] y ha adoptado numerosas medidas conminando a los Estados miembros a modificar la legislación incompatible con el Tratado de la UE[26].

Por último, el TJCE ha dictado varias sentencias en estos últimos años declarando nulas leyes de los Estados miembros que imponen un tratamiento discriminatorio contrario a las libertades básicas del Tratado de la UE, que pueden tener gran trascendencia en relación con la creación de un mercado único europeo[27]. Esta línea jurisprudencial está expandiendo los conceptos básicos del Tratado UE en el sentido de considerar excepcional el mantenimiento de discriminaciones en materia de rendimientos financieros por razón

22 Proyecto de Ley de Medidas para la Prevención del Fraude Fiscal, BOCG, Serie A, núm. 81-1, de 24 de marzo de 2006.

23 COM/2003/810, de 19 de diciembre.

24 Proyecto de Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, BOCG, Serie A, Núm 80-1, de 17 de marzo de 2006.

25 Véase la notificación de la Comisión 98/C 384/03 en el Boletín Oficial C-384, de 10 de diciembre de 1998.

26 Véase, por ejemplo, el requerimiento efectuado al Reino de España para modificar la normativa relativa al tratamiento de las ganancias de capital obtenidas por no residentes en la venta de inmuebles en España, el Impuesto sobre Operaciones Societarias o la deducibilidad de los costes de Investigación y Desarrollo e Innovación Tecnológica (IP/05/933).

de su origen, abriendo una vía hacia la convergencia de los sistemas tributarios de los Estados miembros, aunque sea por temor a las consecuencias de una posible impugnación basada en los criterios del TJCE.

OBSTÁCULOS FISCALES PARA EL MERCADO ÚNICO DE CAPITALES Y SERVICIOS FINANCIEROS

El análisis efectuado en el Estudio ponía de manifiesto que la falta de armonización y coordinación tributaria provocaba gran cantidad de distorsiones e ineficacias en el funcionamiento del mercado único de capitales y servicios financieros, más allá de los aspectos concretos planteados como objetivo del PASF. A efectos sistemáticos, clasificábamos las posibles distorsiones en cinco grandes grupos[28], siendo los que tienen mayor trascendencia práctica los dos que se analizaban en primer lugar: (i) las medidas que crean fronteras fiscales artificiales, bien sea porque están encaminadas a proteger los mercados locales, bien porque produzcan este efecto como consecuencia de los diversos modelos fiscales elegidos por cada Estado; y (ii) las medidas que dañan la competitividad del mercado europeo por aumentar sus costes (como, por ejemplo, el IVA oculto en la prestación de servicios financieros como consecuencia de la no deducibilidad del IVA soportado, las retenciones en origen, la imposición documental o el coste de cumplimiento de las obligaciones tributarias).

La finalización del PASF ha llevado a la Comisión a realizar diversos intentos para valorar los obstáculos existentes a la creación de un mercado único en distintos contextos. En la mayor parte de estas evaluaciones se pone de manifiesto el juicio favorable que merece la evolución del PASF en relación con los aspectos regulatorios, existiendo una cierta tendencia a no contemplar los aspectos fiscales. No obstante, en aquellos casos en que se da audiencia a los sectores implicados surgen comentarios relativos a los efectos nocivos de las ineficiencias fiscales. Así, por ejemplo, sir Nigel Wicks, en las conclusiones de la sesión plenaria destinada a revisar las conclusiones de los *workshops* en la conferencia realizada en junio de 2004 sobre el proceso de integración financiera europea[29] pone de manifiesto la necesidad de llevar a cabo nuevas acciones en relación con el área fiscal, incluyendo tanto las prácticas fiscales discriminatorias como los impedimentos a las operaciones transfronterizas que surgen de la forma en que se recauda el IVA.

De igual forma, la transcripción de las intervenciones de los participantes en los intercambios de opiniones sobre la política de servicios financieros 2005-2010[30] pone de manifiesto que los representantes de las empresas dan gran importancia a conseguir una mayor integración fiscal para la consolidación del mercado único de servicios financieros. Baste citar a este respecto la opinión de Peter Schütze[31], representante de Nordea, que consideró que los dos principales inconvenientes para la obtención de tal mercado son la no recuperabilidad del IVA soportado en los servicios intragrupo y las normas sobre garantías de depósitos, opinión que, en relación con el IVA, que es compartida por Reinhard Ortner, director financiero del Erste Bank AG[32]; o la opinión de Olivier Lefebvre, vicepresidente ejecutivo de Euronex[33], quien señaló como un obs-

27 Véase, por ejemplo, la sentencia de 19 de enero de 2006, en el asunto C-265/04 (caso Bouanich), en la que concluye que los artículos 56 y 58 del Tratado CE se opone que se otorgue distinto tratamiento a los accionistas residentes y no residentes en el supuesto de compra de acciones para su amortización. La sentencia de 9 de diciembre de 2004 en el asunto C-219/03, que condena al Reino de España por considerar que las normas que restringen la aplicación de los coeficientes de abatimiento en el IRPF a los valores cotizados en mercados españoles son discriminatorias. La Sentencia de 7 de septiembre de 2004 en el asunto C-319/02 (caso Manninen), en la que se condena al Gobierno de Finlandia por gravar de forma distinta los dividendos percibidos de sociedades anónimas finesas y los distribuidos por sociedades no establecidas, o la sentencia de 15 de julio de 2004, en el asunto C-315/02 (caso Lenz), que contiene una condena semejante al Gobierno de Austria, aplicado en este caso a los rendimientos de capital procedentes de Austria o de terceros países, entre otras.

28 (i) Medidas que crean fronteras artificiales limitando alguna de las libertades básicas de la unión; (ii) medidas que reducen la competitividad del mercado europeo frente a terceros mercados; (iii) medidas que suponen competencia fiscal perniciosa entre los Estados Miembros; (iv) medidas que producen distorsiones económicas; y (v) medidas que favorecen el fraude y la evasión fiscal.

29 High Level Conference "European Financial Integration Process", June 22-23, 2004, Abstracts, page 22.

30 Results of the Commission's "Exchange of Views" on Financial Services Policy 2005-2010 ("Results"), Bruselas, 18 de julio de 2005.

31 Results, page 5.

32 Results, Pg. 6.

33 Results, Pg. 6.

táculo significativo la doble imposición sobre beneficios que aún subsiste en el entorno europeo.

Una de las mejores encuestas realizadas por la Comisión a este respecto es la efectuada en relación con las operaciones de concentración transfronterizas en el sector financiero europeo[34]. Este trabajo corresponde al proceso de consultas abierto por la Comisión Europea entre el 18 de abril y el 15 de junio de 2005. Se recibieron 363 respuestas en las que se analizaban los principales tipos de obstáculos que se encontraban para los procesos de concentración transfronteriza. De ellas, 326 correspondían a instituciones financieras, veinticuatro a instituciones representativas del sector financiero y trece a diversas organizaciones (autoridades nacionales, firmas de consultoría, universidades, etc.). Las contestaciones recibidas ponen de manifiesto que los obstáculos fiscales son considerados muy relevantes a los efectos de las concentraciones transfronterizas.

Se pidió a los encuestados que clasificasen los obstáculos a las concentraciones según su mayor o menor influencia, otorgando grado 3 a aquellos factores con mayor intensidad negativa y 2 y 1 a los de intensidad intermedia y pequeña, respectivamente. De los ocho factores calificados con mayor intensidad negativa, tres son fiscales y reducen significativamente el valor económico creado en una operación transfronteriza. Tales tres son: la existencia de tratamientos discriminatorios, las diferencias entre las normas fiscales específicas de cada nación y el gravamen sobre dividendos[35]. Junto a ellas, se señala con una intensidad intermedia como factor negativo la incertidumbre respecto al régimen de lValor Añadido aplicable a las operaciones y con una menor intensidad la imposibilidad de recuperar parte del IVA de operaciones intragrupo y los gravámenes sobre las ganancias de capital.

La importancia relativa de cada uno de los factores varía en relación con el tamaño de las empresas financieras, tendiendo a disminuir el impacto de los factores fiscales cuanto mayor es el volumen de activos de la entidad consultada y cuanto mayor es la experiencia de la empresa en operaciones de concentración transfronteriza. Es digno de mencionar que las respuestas correspondientes a los representantes institucionales del sector financiero igualmente ponen énfasis especial en los factores fiscales (sobre todo en el gravamen sobre dividendos o en las normas fiscales locales).

En relación con los sistemas de compensación y liquidación, el grupo de expertos FISCO ha realizado un primer análisis identificando las medidas fiscales que afectan negativamente a tales sistemas[36]. Las principales conclusiones del análisis efectuado indican la existencia de dos bloques de obstáculos fiscales, a saber:

· Los procedimientos de retención en la fuente, que varían sustancialmente en los Estados miembros, generando dificultades operativas y costes administrativos, y en ocasiones, limitando la posibilidad de acceso de las instituciones no residentes a los servicios de depósito locales o poniéndolas en una posición competitiva inferior en relación con las instituciones nacionales.
· Los procedimientos relacionados con el gravamen de las operaciones: normalmente las normas fiscales imponen a los intermediarios financieros la obligación de recaudar impuestos en los servicios de liquidación y ello en la práctica puede provocar inconvenientes y costes especialmente gravosos en el supuesto de operaciones transfronterizas y que normalmente colocan a los operadores extranjeros en una posición competitiva desfavorable en relación con los locales.

OBSERVACIONES FINALES

La revisión que acabamos de hacer de las opiniones de grupos de expertos y agentes del mercado pone de manifiesto la gran incidencia que tienen las ineficiencias y distorsiones fiscales como obstáculo para elaborar un mercado único de capitales o servicios financieros. Esta importancia relativa no ha tenido una respuesta proporcionada en el seno del PASF ni la tienen las medidas propuestas post-PASF.

La armonización y coordinación de las políticas fiscales ha demostrado ser casi imposible de lograr en el

34 «Cross Border Consolidation in the EU Financial Sector», Commission Staff Working Document, Bruselas, 26 de octubre 2005 [SEC(2005)1398]

35 Tabla 1, pág. 24 de la parte primera del Estudio de la Comisión. Los cinco factores adicionales que son considerados como inconvenientes de alta intensidad en los procesos de concentración son: los costes fijos derivados de la integración, la combinación de productos financieros diferenciados, la existencia de una diversidad de obligaciones de suministro de información, las interferencias políticas y la respuesta negativa de los trabajadores a las adquisiciones de sociedades por una entidad extranjera.

ámbito de la imposición directa y ha mostrado importantísimas dificultades prácticas en el de la imposición indirecta. La exigencia de unanimidad para la adopción de medidas fiscales hace poco probable que pueda llegarse a una auténtica armonización por la vía normativa.

Por otro lado, es poco probable que las meras reglas del mercado lleven a la coordinación fiscal en términos eficaces. De hecho, la evolución reciente de los sistemas fiscales europeos hace pensar que la falta de políticas de coordinación fiscal puede llevar a feroces procesos de competencia fiscal entre los Estados miembros.

Por ello, seguimos considerando que las estrategias encaminadas a utilizar medidas indirectas para la coordinación tributaria siguen siendo un enfoque pragmático que puede producir resultados positivos en el medio plazo.

Como indicábamos en el Estudio, alguno de los problemas y distorsiones que se han mencionado anteriormente puede requerir medidas a distinto nivel y en este sentido, creemos que cabe completar las indicaciones que ahí se realizaban, con los siguientes comentarios:

· Dado que es poco probable que el resultado de los distintos análisis efectuados por la Comisión y los grupos de expertos puedan llegar a producir medidas de armonización admitidas por todos los miembros de la Unión Europea en materia de imposición directa, debería plantearse la posibilidad de avanzar a distintas velocidades. En temas tales como la armonización de la base imponible o los procedimientos tributarios, podrían realizarse acuerdos entre grupos de Estados miembros tendentes a la coordinación de aspectos concretos de sus normativas tributarias a las que se podrían adherir los restantes Estados miembros con posterioridad.

· La actuación enérgica de la Comisión en contra de las medidas discriminatorias nacionales que encubren ayudas de estado y la posición del TJCE en relación con las medidas que afectan a las libertades básicas, marcan un camino de gran importancia práctica que, si se prosigue con la suficiente energía, puede provocar la autorregulación de los Estados miembros, evitando que se creen fronteras fiscales artificiales.

· Como indicábamos en el Estudio, y existe plena unanimidad tanto de la Comisión como de los expertos, es necesario revisar el tratamiento de los productos financieros a efectos del IVA, lo que requiere obligatoriamente la adopción de medidas legislativas.

· Creemos que iniciativas como la del grupo de expertos FISCO pueden ser altamente positivas, ya que identificar problemas concretos cuyo efecto negativo sobre la competencia es fácil de resaltar, puede permitir la adopción de acuerdos. En nuestra opinión, es más fácil lograr acuerdos sobre materias de índole procedimental que sobre temas sustantivos y, en muchas ocasiones, los costes e inconvenientes derivados de procedimientos inadecuados tienen una incidencia muy negativa sobre el funcionamiento del mercado.

A modo de conclusión, cabe señalar que aunque es indudable que en los últimos años se han realizado importantes avances en la eliminación de los obstáculos fiscales para la creación de un mercado único de capitales y servicios financieros, es igualmente evidente que el avance logrado en estas áreas está lejos del conseguido en otras áreas. En nuestra opinión, tanto la Comisión, como los Estados miembros o las entidades y consumidores, deberían considerar como objetivo prioritario para los próximos años la eliminación o reducción de obstáculos fiscales actualmente existentes para lograr un mercado de capitales y servicios financieros competitivo en un entorno cada día más globalizado.

REMEDIOS FRENTE AL INCUMPLIMIENTO DE LA TRANSPOSICIÓN EN EL PLAZO O DE FORMA ADECUADA POR PARTE DE LOS ESTADOS MIEMBROS

Lourdes Ayala Muñoz

ABOGADO SOCIO ARAOZ Y RUEDA

Francisco Javier ZapataCirugeda

DIRECTOR DE ASESORÍA INSTITUCIONAL

Y VICESECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL BANCO POPULAR ESPAÑOL

LOS OBSTÁCULOS A LA APLICACIÓN UNIFORME DE LAS NORMAS COMUNITARIAS SOBRE SERVICIOS FINANCIEROS

Como en los demás órdenes del Derecho europeo, con el fin de alcanzar los objetivos de las políticas comunitarias en el ámbito de los mercados financieros, debe acudirse a diferentes instrumentos legislativos comunitarios que perseguirán la unificación de la legislación en los distintos Estados miembros, la armonización de las distintas legislaciones de los Estados miembros, o la interpretación uniforme de las normas de aplicación, recurriendo, en cada caso, a la institución comunitaria más apropiada para cada objetivo.

En este sentido, para avanzar en la constitución de un mercado de servicios financieros, tal y como se planteó en el Consejo Europeo de Cardiff de junio de 1998, la Unión Europea ha diseñado un Plan de Acción de Servicios Financieros, que incluye, tanto la aprobación de reglamentos comunitarios, instrumento adecuado para la unificación del Derecho en todos los Estados, como la aprobación o modificación de Directivas, instrumento comunitario que sin perseguir la unificación, pretende asegurar la armonización de los Derechos nacionales, o decisiones, así como la adopción de diversos actos atípicos de derecho derivado como son las comunicaciones de la Comisión.

Con tales instrumentos normativos se pretende una concurrencia de la regulación aplicable en los distintos Estados, pero tal objetivo se ve impedido, en ocasiones, por un doble orden de motivos. Éstos son, por un lado, la falta de transposición al ordenamiento jurídico interno de las Directivas y decisiones dirigidas a los Estados y, por otro lado, la distinta interpretación que los tribunales de cada Estado dan a las mismas normas, pues tal y como señala la resolución del Parlamento Europeo sobre la comunicación de la Comisión «Aplicación del marco para los mercados financieros: Plan de acción» (de 1 de marzo de 2000), muchos obstáculos a la competencia se mantienen en base a las diferentes interpretaciones nacionales de las Directivas existentes o de otras normas de aplicación.

En efecto, en primer lugar, al mismo tiempo que se hace necesario la aprobación de normas de aplicación directa, como el Reglamento o la decisión dirigida

a los particulares, se acude, para el desarrollo de la Estrategia de Lisboa y el desarrollo del Plan de Acción de Servicios Financieros, a normas que imponen una armonización a nivel europeo, respetando las características específicas de la legislación de cada Estado, esto es, a Directivas y decisiones dirigidas a los Estados miembros, que obligan a las autoridades nacionales destinatarias en cuanto al resultado que deba conseguirse pero que dejan, sin embargo, a esas autoridades la elección de la forma y de los medios normativos de aplicación (art. 249 del Tratado de la Comunidad Europea).

La Directiva tiene, así, la ventaja fundamental de que determina la armonización de las distintas legislaciones, procurando una regulación en cada Estado que resulta similar en sus aspectos esenciales y necesarios para implantar las reglas de competencia a nivel comunitario, al mismo tiempo que respeta las especialidades de los ordenamientos jurídicos de cada Estado. No impone la aplicación en todos los países de la Unión de un texto uniforme y ajeno al resto del ordenamiento jurídico interno, sino sólo la obligación de incorporar a los textos legislativos y reglamentarios de cada Estado las normas básicas comunes europeas. Así, el Consejo Europeo de Cardiff de junio de 1998 contemplaba en su plan de acción, fundamentalmente, la aprobación y modificación de un amplio conjunto de Directivas, a que a su vez son desarrolladas mediante Reglamentos y Directivas de rango inferior (Nivel 2). La Directiva es, por tanto, especialmente apta para la incorporación de principios y reglas generales, y tiene una especial aplicación en la regulación de sectores en los que existe amplia disparidad en las regulaciones nacionales. Así, en materia de Derecho de sociedades, en la que existen diversas tradicionales jurídicas nacionales de Derecho privado que originan una distinta articulación de las sociedades en cada país.

Esa misma virtud de la Directiva de armonizar con el respeto de los derechos internos, determina, sin embargo, su mayor inconveniente ya que, al carecer de efecto directo en todo caso, puede ver reducida su eficacia por la actuación omisiva, de no transposición o de transposición incorrecta o inadecuada, por parte de los Estados. Ello hace que en el Consejo de Estocolmo, de 23 de marzo de 2001, que aprobó las propuestas realizadas por el Comité Lamfalussy, se adoptara, entre otros acuerdos, instar a la Comisión a que estudiara la posibilidad de recurrir al reglamento, y no a la Directiva, con más frecuencia, siempre que esto sea posible desde el punto de vista jurídico y pueda contribuir a agilizar el proceso legislativo.

Pero, además, el riesgo de ineficacia de la Directiva por incumplimiento de los Estados miembros, debe combatirse con los remedios que con carácter general ha impuesto la jurisprudencia comunitaria para los casos de no transposición adecuada de la Directiva: el efecto directo, la interpretación de las normas nacionales a la luz de las Directivas y la responsabilidad patrimonial del Estado.

Por otro lado y aún tratándose de normas con efecto directo como los reglamentos o decisiones dirigidas a los particulares, la circunstancia de que la instancia última de aplicación e interpretación del Derecho comunitario, como del resto del ordenamiento jurídico, sea el juez nacional, determina que la eficaz concurrencia de las legislaciones nacionales dependa, finalmente, de la interpretación que de tales normas realicen los jueces y tribunales de cada Estado, ya se trate de casos regulados por normas unificadoras, como el reglamento, o armonizadoras, como la Directiva. En este sentido, en el ámbito ahora examinado debe recordarse la aplicación de la cuestión prejudicial contemplada en el artículo 234 del Tratado de la Comunidad Europea, en cuanto contempla que cuando se plantee una cuestión de interpretación o validez de las normas adoptadas por las instituciones de la Comunidad ante un órgano judicial de uno de los Estados miembros, dicho órgano podrá pedir al Tribunal de Justicia que se pronuncie sobre la misma, si estima necesario una decisión al respecto para emitir su fallo, y deberá, necesariamente, plantearlo cuando sus decisiones no sean susceptibles de ulterior recurso judicial de Derecho interno, con las excepciones derivadas de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en relación a la llamada doctrina del «acto claro».

EFECTO DIRECTO DE LAS DIRECTIVAS COMUNITARIAS NO TRANSPUESTAS CORRECTAMENTE

Como es sabido, y sin perjuicio de la posibilidad de que la Comisión o los demás Estados miembros puedan ejercer ante el Tribunal de Justicia de las Comunida-

des Europeas la acción de incumplimiento en caso de no transposición adecuada de una Directiva comunitaria por otro Estado, la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas ha impuesto, en determinados casos, la eficacia directa de las Directivas. En este sentido, la doctrina del Tribunal de Luxemburgo ha dictado que, cuando el contenido de la Directiva no transpuesta sea lo suficientemente claro, establezca derechos para los particulares y su mandato sea lo suficientemente preciso para deducir de su contenido una norma directamente aplicable, será invocable por los particulares frente a la Administración.

En efecto, si transcurrido el plazo establecido en cada Directiva un Estado miembro no procede a su transposición de manera adecuada, procederá la aplicación directa de la Directiva comunitaria a las relaciones entre los particulares y el Estado.

En este sentido se pronuncia la ya clásica doctrina sentada, entre otras muchas, en las sentencias del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 26 de febrero de 1986, asunto Marshall (as 152/1984), 22 de junio de 1989, asunto Costanzo (as 103/1988), 13 de noviembre de 1990, asunto Marleasing (as C-106/1989), o 14 de julio de 1994, asunto Faccini Dori (as C-91/1992), diciéndose en palabras de esta última, que:

«Sería inaceptable, en efecto, que el Estado a que el legislador comunitario exige que adopte determinadas normas, destinadas a regular sus relaciones —las de los organismos estatales— con los particulares y a conferir a éstos el beneficio de determinados derechos, pudiera invocar el incumplimiento de sus obligaciones con objeto de privar a los particulares de dichos derechos. De ahí que el Tribunal de Justicia haya reconocido la invocabilidad frente al Estado (o las entidades estatales) de determinadas disposiciones de la Directiva sobre la celebración de contratos públicos (v. la S. de 22 de junio de 1989, Fratelli Constanzo, 103/1988, rec. p. 1839) y de las Directivas sobre armonización de los impuestos sobre el volumen de negocio (v. la S. de 19 de enero de 19832, Bequer, 8/1981, rec. p. 53)».

De este modo, en las relaciones jurídicas llamadas por la doctrina «verticales», esto es, las relaciones jurídicas que se entablan entre los particulares y los Estados, será de aplicación directa la Directiva no transpuesta adecuadamente en plazo, excluyendo la aplicación de la ley nacional contraria por imposición del principio de primacía, en lo que beneficie al particular frente al Estado. A este respecto, debe entenderse incluido dentro del concepto de «Estado» no solamente a la Administración central propiamente dicha sino a las demás Administraciones e instituciones públicas cuando en la relación jurídica en cuestión ejerzan poderes o potestades públicas e incluso también cuando el poder público en cuestión no ejerza potestades públicas.

Esto es, la Directiva comunitaria no transpuesta, o no transpuesta adecuadamente, no crea obligaciones de los particulares frente a los poderes públicos pero sí resulta de aplicación directa para crear obligaciones de los poderes públicos frente a los particulares, para crear derechos de éstos frente a los poderes públicos o para excluir las obligaciones que la legislación nacional, frente a lo previsto en la Directiva, imponga a los particulares y que sean exigibles por los poderes públicos. Pero la Directiva no transpuesta adecuadamente no puede, sin embargo, por sí sola, crear obligaciones a cargo de los particulares, ni puede ser invocada contra un particular, como ha señalado con reiteración el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en sentencias como la de 5 de octubre de 2004, en asunto Pfeiffer y otros, o de 10 de marzo de 2005, en asunto QdQ Media, S.A.

Por ello, ante la actuación de la Administración Pública nacional y, en concreto, de los organismos reguladores o de supervisión, cabría por los particulares la invocación de la aplicación directa de la normativa comunitaria y, en particular, de la Directiva no transpuesta adecuadamente, en lo que al particular favoreciera, aunque no puede predicarse lo mismo en relación a las normas comunitarias que resulten perjudiciales para el particular y que no hayan sido debidamente transpuestas al ordenamiento jurídico nacional.

Supuesto diferente es el de las relaciones jurídicas entre dos particulares, en el ámbito de los servicios financieros, en relación a las cuales no puede predicarse la doctrina de la aplicación directa de las Directivas. En tales relaciones jurídicas entre los particulares sólo resultará de aplicación la legislación nacional, además de la normativa comunitaria de aplicación directa (reglamentos o decisiones dirigidas a los particulares), si bien la interpretación del Derecho nacional debe hacerse a la luz del Derecho comunitario y, de manera especial,

a la luz de las Directivas comunitarias que debieran haber sido transpuestas al Derecho nacional. En este sentido, la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas dictada en el asunto Marleasing (14 de julio de 1994) contempla la obligación de los jueces (y de los demás aplicadores del Derecho) de interpretar el Derecho nacional conforme a las Directivas comunitarias cuando dispone que:

«Debe recordarse que, como precisó este Tribunal de Justicia en su S. de 10 de abril de 1984, Van Colson Kammann (14/1983, rec. p. 1891, apdo. 26), la obligación de los Estados miembros, dimanante de una Directiva, de alcanzar el resultado que la misma prevé, así como su deber, conforme al art. 5 del Tratado, de adoptar todas las medidas generales o particulares apropiadas para asegurar el cumplimiento de dicha obligación, se imponen a todas las autoridades de los Estados miembros, con inclusión, en el marco de sus competencias, de las autoridades judiciales. De ello se desprende que, al aplicar el Derecho nacional, ya sea a disposiciones anteriores o posteriores a la Directiva, el órgano jurisdiccional nacional que debe interpretarla está obligado a hacer todo lo posible, a la luz de la letra y de la finalidad de la Directiva para, al efectuar dicha interpretación, alcanzar el resultado a que se refiere la Directiva y de esta forma atenerse al párrafo 3 del art. 189 (art. 249 tras el Tratado de Amsterdam) del Tratado».

En definitiva, en los supuestos en los cuales, en el marco del Plan de Acción de Servicios Financieros, un Estado miembro no desarrolle correctamente una Directiva comunitaria, el efecto será la aplicación directa de tal norma comunitaria en lo que beneficia al particular en sus relaciones con cualesquiera poder público, y la interpretación conforme al Derecho comunitario de la normativa nacional, en cuanto a la regulación jurídica de las relaciones entre los particulares.

LOS PROCEDIMIENTOS POR INFRACCIÓN DEL DERECHO COMUNITARIO

Además de la aplicabilidad directa de la Directiva comunitaria, y en su caso de la interpretación de la legislación nacional conforme a la misma, procedería, como remedio para evitar que el Estado mantenga su actitud de no transposición de la Directiva comunitaria y, consecuentemente, de infracción del Derecho comunitario, el ejercicio de acciones de infracción por parte de la Comisión o de cualquier otro Estado miembro, ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas.

En este sentido, dispone el artículo 226 del Tratado de la Comunidad Europea que si la Comisión estimare que un Estado miembro ha incumplido una de las obligaciones que le incumbe en virtud del Tratado, emitirá Dictamen motivado al respecto, después de haber ofrecido a dicho Estado la posibilidad de presentar sus observaciones, y si el Estado de que se trate no se atuviere a este Dictamen en el plazo determinado por la Comisión, ésta podrá recurrir al Tribunal de Justicia.

Del mismo modo, el artículo 227 dispone que cualquier Estado miembro podrá recurrir al Tribunal de Justicia, si estimare que otro Estado miembro ha incumplido una de las obligaciones que asume en virtud del Tratado, si bien antes de que un Estado miembro interponga, contra otro Estado miembro, un recurso fundado en un supuesto de incumplimiento de las obligaciones que le incumben en virtud del Tratado, y entre ellas de desarrollar las Directivas comunitarias, deberá someter el asunto a la Comisión que emitirá el correspondiente Dictamen.

LA RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL DEL ESTADO

A los casos en que la aplicación directa de la Directiva no transpuesta adecuadamente no resulte posible, conforme a lo hasta aquí expuesto, ni la interpretación del ordenamiento jurídico nacional conforme a la Directiva evite el perjuicio que al particular irroga la falta de transposición de la misma, el único remedio establecido por la jurisprudencia es la indemnización al perjudicado.

En efecto, tras la consolidación de la doctrina sentada en el asunto Francovich y Bonifaci, los Estados miembros estarán obligados a reparar los daños que resulten para los particulares de la no adaptación de Derecho nacional a la Directiva que hubieran debido transponer. En efecto, en aquel procedimiento se plan-

teaba si Andrea Francovich y Daniela Bonifaci podían exigir una indemnización al Estado italiano por los perjuicios que les causó la no transposición de la Directiva 80/1987, relativa a la protección de los trabajadores asalariados en caso de insolvencia del empresario, afirmando la sentencia que:

«Hay que señalar que la plena eficacia de las normas comunitarias se vería cuestionada y la protección de los derechos que reconocen se debilitaría si los particulares no tuvieran la posibilidad de obtener una reparación cuando sus derechos son lesionados por una violación del Derecho comunitario imputable a un Estado miembro.

La posibilidad de reparación a cargo del Estado Miembro es particularmente indispensable cuando, como ocurre en el presente caso, la plena eficacia de las normas comunitarias está supeditada a la condición de una acción por parte del Estado y, por consiguiente, los particulares no pueden, a falta de tal acción, invocar ante los órganos jurisdiccionales nacionales los derechos que les reconoce el Derecho comunitario.

De todo ello resulta que el principio de responsabilidad del Estado por daños causados a los particulares por violaciones del Derecho comunitario que le sean imputables es inherente al sistema del Tratado.

La obligación de los Estados miembros de reparar dichos daños se basa también en el artículo 5 del Tratado, en virtud del cual los Estados miembros deben adoptar las medidas generales o particulares apropiadas para asegurar el cumplimiento de las obligaciones que les incumben en virtud del Derecho comunitario. Entre esas obligaciones se encuentra la de eliminar las consecuencias ilícitas de una violación del Derecho comunitario».

Obviamente, para que haya lugar la exigencia de responsabilidad patrimonial al Estado es necesario, además de que el Estado miembro incumpla la obligación que le incumbe, que el resultado prescrito por la Directiva implique atribución de derechos a favor de particulares, que el contenido de estos derechos pueda ser identificado basándose en las disposiciones de la Directiva y que exista una relación de causalidad entre el incumplimiento de la obligación por el Estado y el daño sufrido por las personas afectadas.

CONCLUSIÓN

Conforme a todo lo anterior, puede concluirse este trabajo afirmando que en el ámbito de los servicios financieros, en los que la regulación comunitaria recurre de manera fundamental aunque no exclusiva a las Directivas, tiene plena aplicación la doctrina sentada por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas sobre las consecuencias de la no transposición en plazo o de forma adecuada de las Directivas comunitarias. Esto es, y si se cumplen los requisitos establecidos por la jurisprudencia para cada caso, procederá la aplicación directa de la Directiva comunitaria no transpuesta, habrá de interpretarse el Derecho nacional de manera conforme a la Directiva o se producirá un supuesto de responsabilidad patrimonial del Estado incumplidor.

Por su parte, y como sucede en otros ámbitos del Derecho comunitario, la cuestión prejudicial será un instrumento esencial de garantía de la uniforme interpretación de las normas comunitarias por los tribunales de los Estados miembros.

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.

Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.

Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.

Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.

Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
Resumen del estudio en Español
Resumen del estudio en Inglés

Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.

Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.

Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibex-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.

Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones

Nº 10 El Ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.

Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.

Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.

Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.

Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35) 2004.

Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.

Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.

Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006)

ENTIDADES PATRONO

de la Fundación de Estudios Financieros

ABERTIS INFRAESTRUCTURAS
ACCIONA
ACS
ALTADIS
ANTENA 3 TV
BAIN & COMPANY SPAIN
BAKER & MCKENZIE
BANKINTER
BBVA
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE NAVARRA
CAJA MADRID
CITIBANK ESPAÑA
CUATRECASAS ABOGADOS
DELOITTE & TOUCHE ESPAÑA
ENDESA
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS–FCC
FUNDACIÓN BANCAJA
FUNDACIÓN CAIXA GALICIA–CLAUDIO SAN MARTÍN
GS PROXIBÉRICA
IBERDROLA
INDRA
J&A GARRIGUES
KPMG
LA CAIXA
MCKINSEY & COMPANY
METROVACESA
PRICEWATERHOUSECOOPERS
RECOLETOS GRUPO DE COMUNICACIÓN
RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA
REPSOL YPF
SACYR VALLEHERMOSO
SANTANDER CENTRAL HISPANO
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ESPAÑA
TELEFÓNICA
UNIÓN FENOSA
URÍA & MENÉNDEZ ABOGADOS

ENTIDAD FUNDADORA

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS