



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 15.11.2000
COM(2000)729 final

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN
AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO**

**MODERNIZACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE SERVICIOS DE INVERSIÓN
(93/22/CEE)**

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN
AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO**

**MODERNIZACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE SERVICIOS DE INVERSIÓN
(93/22/CEE)**

- RESUMEN ANALÍTICO -

El Consejo Europeo de Lisboa ha subrayado la importancia estratégica de apoyar una mayor dependencia de la financiación basada en el mercado como elemento crítico para consolidar la prosperidad económica en la UE. La presente Comunicación, prevista por el Plan de acción en materia de servicios financieros, define orientaciones y pide comentarios para llevar a cabo una importante modernización de la Directiva sobre servicios de inversión (DSI: 93/22/CEE).

La DSI es la piedra angular del marco legislativo de la UE para las empresas de inversión y los mercados de valores. En los cinco años transcurridos desde su entrada en vigor, ha eliminado un primer grupo de obstáculos legales del mercado único de valores. El pasaporte único concedido a empresas de inversión autorizadas se utiliza ampliamente. Se ha liberalizado el acceso a los "mercados regulados" y a las bolsas. Se ha facilitado la negociación paneuropea de los valores de cotización nacional.

Nuevos desafíos:

Pese a lo dicho anteriormente, la DSI necesita modernizarse para satisfacer las demandas del nuevo entorno de negociación de valores. Las fuerzas del mercado, amplificadas por la moneda única, requieren la constitución de un mercado financiero integrado. La tecnología de la información está revolucionando las prácticas de negociación y anuncia ya la aparición de una nueva generación de proveedores de servicios. El impulso para aumentar el rendimiento, reducir costes y establecer una presencia paneuropea está estimulando una profunda reestructuración de la infraestructura de negociación de valores. Las propuestas de fusiones y alianzas entre bolsas son la prueba más visible de estos profundos cambios. Está cobrando impulso la consolidación de los sistemas de compensación y liquidación, que puede mejorar sustancialmente la eficacia de la negociación de valores en Europa.

Con la moneda única, estos cambios estructurales tienen una dimensión paneuropea. Se está erosionando la arraigada segmentación de los mercados financieros nacionales y se están amplificando los efectos de la transmisión transfronteriza. Crece el número de transacciones transfronterizas. El valor de las decisiones de inversión adoptadas por los inversores y emisores en un Estado miembro es cada vez más sensible al comportamiento de otros mercados de la UE.

La realización de los objetivos primordiales de protección del inversor, de unos mercados eficaces y ordenados, y de estabilidad del mercado, requiere lo siguiente:

- confianza en la existencia y la aplicación efectiva de técnicas acordadas de gestión del riesgo;
- claridad en cuanto a las funciones y las responsabilidades de los diversos organismos de reglamentación y supervisión;

- cooperación permanente entre las autoridades competentes y convergencia de sus prácticas ejecutivas.

Prioridades en la revisión de la DSI:

Los desafíos mencionados requieren la modernización de la DSI. Esta labor puede centrarse en cuatro prioridades clave:

- ***Un pasaporte eficaz para las empresas de inversión:*** la utilidad del pasaporte único se ha visto afectada por amplias exenciones que restringen su ámbito de aplicación y su uso generalizado de las normas del país de acogida. Para garantizar todas las ventajas de un pasaporte de la UE para las empresas de inversión es preciso avanzar en dos frentes: primeramente, trasladar al país de origen el control de todas las operaciones de inversores profesionales; en segundo lugar, realizar una juiciosa armonización ex-ante de las normas de conducta de los inversores particulares, asociados a acuerdos (no sectoriales) para facilitar la negociación, celebración y arbitraje de relaciones contractuales transfronterizas.
- ***Nuevas formas de prestación de servicios:*** la tecnología ha propiciado la aparición de nuevos tipos de proveedor de servicios, como los sistemas alternativos de negociación (ATS) que compiten con las empresas de inversión y, ocasionalmente, con proveedores de infraestructuras. La DSI debe permitir que los supervisores europeos de valores apliquen salvaguardias convenientemente calibradas y comunes a estos sistemas para poder operar en toda la Unión.
- ***Competencia real entre las bolsas de valores y las plataformas de negociación:*** La DSI debe permitir que las bolsas recientemente comercializados y las plataformas de negociación compitan efectiva y cautelarmente en volúmenes de operaciones sin indebidos impedimentos de carácter reglamentario o de supervisión. También conviene evitar que la competencia se rija por un excesivo arbitraje reglamentario que podría comprometer el funcionamiento ordenado y eficaz de los mercados y de la protección de inversor. Los acuerdos normativos y de supervisión para las plataformas de negociación y bolsas europeas deberían reflejar una evaluación colectiva "ideal" de riesgos y oportunidades. Las disposiciones de la DSI para los "mercados regulados" deben por tanto ampliarse para establecer un fundamento legal de estos patrones básicos de medida -en especial los relativos a la transparencia y a la divulgación de información.
- ***La creciente dimensión transfronteriza de los mecanismos de compensación y liquidación:*** Cobra impulso el proceso de integración a escala europea de los mecanismos de compensación. La evolución de este mecanismo para aumentar la eficacia provoca una concentración del riesgo sistémico y aumenta el riesgo de conflicto jurisdiccional. En este sentido, cobrarán una importancia decisiva la confianza mutua en las técnicas de gestión del riesgo y la cooperación en la supervisión. Es imperativo que las partes afectadas presten mayor atención a los problemas de la compensación, y a los demás impedimentos técnicos y legales a las vinculaciones entre sistemas de liquidación de valores.

Respuesta legislativa apropiada:

Europa necesita una legislación sobre servicios financieros que resista la prueba del tiempo. Deben evitarse normas preceptivas e inflexibles, que rápidamente se ven sobrepasadas por la innovación financiera o la evolución del mercado. Es más conveniente establecer una legislación marco basada en principios de alto nivel que constituya el fundamento legal de un mercado financiero único dinámico, ordenado y estable. Estos principios de alto nivel deben ir acompañados de mecanismos que aporten una orientación suplementaria y garanticen una interpretación uniforme. Sin estos mecanismos, el marco legislativo no tendrá significado.

Una DSI actualizada debe establecer un fundamento jurídico común para un dispositivo "integrado" de supervisión y ejecución. La cooperación en materia de reglamentación y supervisión en el marco del Foro de comisiones europeas de valores (FESCO) está dando ya buenos resultados, aunque debe intensificarse. La Comisión, actuando en virtud de las disposiciones del Tratado y del marco institucional de la Unión, y bajo las directrices del análisis del Comité de sabios sobre los mercados de valores, estudiará el mejor modo de dar respuesta a estas necesidades elaborando propuestas legislativas para actualizar la DSI.

El Plan de acción en materia de servicios financieros ha subrayado la urgencia política de la revisión y el fortalecimiento del marco legislativo de la Unión que regula los mercados de valores. El Consejo Europeo de Lisboa ha subrayado que es prioritario acelerar y completar esta labor antes de 2005. La presente Comunicación abre un amplio proceso de consulta sobre la posible modernización de uno de los pilares centrales de este marco legislativo -la Directiva sobre servicios de inversión. Sobre el análisis y las cuestiones presentadas en la presente Comunicación, se agradecerán los comentarios del Parlamento Europeo, de las autoridades nacionales de reglamentación y supervisión, de otras organizaciones de la UE, incluido el FESCO, de los profesionales, usuarios y demás partes interesadas del mercado. El Anexo 1 resume los problemas concretos sobre los que se solicitan comentarios.

Los comentarios deben remitirse a la Comisión antes del 31 de marzo de 2001 (a la atención de DG MARKT F, avenue Cortenbergh 107, B-1040 Bruselas. E-mail: MARKT-ISD@cec.eu.int)

- COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN -

1. INTRODUCCIÓN:

1.1. Aplicación de las conclusiones del Consejo Europeo de Lisboa:

El Consejo Europeo de Lisboa subrayó la importancia de establecer, antes de 2005, unos mercados financieros eficaces e integrados como elemento vital de la estrategia de Europa en pro del crecimiento y el empleo. Se consideró que el rendimiento de los mercados europeos de valores debía valorarse en función de tres criterios principales: integración, eficiencia y estabilidad. El funcionamiento de la política de la UE debe regirse por tres principios fundamentales: protección del inversor, funcionamiento ordenado y eficiente de los mercados y estabilidad del mercado.

Estos objetivos se refuerzan mutuamente: la integración de los mercados traerá consigo la concentración de la liquidez, permitirá una asignación más productiva del capital y estimulará la competencia entre proveedores de servicios. Las bolsas más eficientes experimentarán un "círculo virtuoso" en el que atraerán mayor liquidez, reforzarán su aspecto competitivo y rán la valoración eficiente de los valores europeos. La estabilidad cautelar y la seguridad de la negociación son las dos características fundamentales de todo sistema de negociación.

La unificación de la capacidad nacional de liquidez (anteriormente fragmentada) permitirá que el ahorro europeo se invierta con una rentabilidad óptima. La evolución demográfica requiere un complemento seguro y productivo de los regímenes obligatorios de pensiones. Las inversiones en valores constituirán un elemento integrante de las estrategias acertadas de inversión a medio o largo plazo. Además, la unificación de la liquidez ofrecerá a los prestatarios de capitales, especialmente las empresas, una alternativa flexible y competitiva al préstamo bancario para financiar inversiones generadoras de empleo. La existencia de unos mercados financieros profundos y líquidos permitirá a las empresas modular sus estructuras financieras y completar la cadena de financiación desde su puesta en marcha hasta la introducción de una oferta pública inicial. Las empresas y los emisores obtendrán un mejor precio para sus valores. El acceso a una gama mucho más amplia de posibles inversores fortalecerá el mecanismo de búsqueda de precio (price discovery) y asegurará una valoración óptima del coste del capital. Por último, los costes de mediación y transacción -comisiones y honorarios percibidos por los intermediarios- se mantendrán en un mínimo competitivo. La apreciación de que la financiación basada en el mercado aporta importantes ventajas para los inversores y emisores europeos no se ve afectada por las alteraciones periódicas de la volatilidad o las correcciones ocasionales del mercado.

No bastará con eliminar los obstáculos a la libre circulación. Se necesitarán también medidas reglamentarias para corregir las disfunciones del mercado y facilitar la interacción eficaz entre la oferta y la demanda de capital. Se necesita un marco normativo que haga hincapié en el libre acceso al mercado, los derechos de los accionistas, la calidad de la información financiera, una compensación y liquidación jurídicamente seguras, y la aplicación estricta de los contratos para garantizar las ventajas de unos sistemas eficientes y estables basados en el mercado. El Plan de acción en materia de servicios financieros prevé un primer grupo de mejoras del

marco legislativo de la UE para los mercados de valores, en las que se prevé un pasaporte único para los emisores, normas para evitar la manipulación del mercado y la utilización transfronteriza de garantías¹.

El propio sistema normativo tiene que funcionar con eficacia. Las normas de la UE deben ser claras y completas, ser aplicadas y ejecutadas eficazmente por los supervisores y ser susceptibles de modificación. Esto garantizará que la normativa se adapta a la evolución del mercado y contribuye al establecimiento de unos mercados de valores integrados y eficientes.

1.2. Cambios estructurales en los mercados financieros de la UE:

La financiación basada en el mercado está empezando a alterar la tradicional hegemonía de los créditos bancarios en la mayor parte de los Estados miembros de la UE. El número de nuevas sociedades que emiten acciones muestra un crecimiento sin precedentes². Los inversores institucionales y una nueva generación de agentes competitivos están movilizando el ahorro doméstico: en algunos Estados miembros, actualmente más de uno de cada tres adultos posee acciones. Las infraestructuras de negociación están también experimentando un cambio profundo. Las nuevas tecnologías facilitan la entrada en escena de proveedores de servicios que pueden competir con operadores ya establecidos en todas las fases del sistema de negociación -desde los sistemas rudimentarios de encaminamiento de órdenes hasta sistemas bursátiles completos. En lo que respecta a las bolsas, se está trabajando para proporcionar a emisores, inversores e intermediarios una plataforma de negociación paneuropea. Esta situación ha propiciado ambiciosas propuestas de fusiones y alianzas entre bolsas. El procedimiento de compensación (y, en menor grado, el de liquidación) tiene una incidencia decisiva en los costes de las actividades de negociación europeas, en las que los procesos de consolidación pueden dar considerables beneficios. La presión de los usuarios del mercado está erosionando el límite entre los sistemas de compensación y liquidación nacionales y los sistemas europeos / internacionales.

Estos avances estructurales, animados por la eliminación del riesgo de cambio en la eurozona, han cobrado una dimensión paneuropea. Las interdependencias del mercado se están reforzando a todos los niveles. Los horizontes de inversión de fondos y los inversores particulares tienen cada vez más un carácter paneuropeo. Los mismos instrumentos financieros pueden ser negociados en bolsas competentes y en plataformas de negociación de toda la UE. Las mismas empresas de inversión participan en varias bolsas y sirven a las mismas clientelas nacionales. Por último, las bolsas y los nuevos tipos de plataformas de negociación compiten a través de fronteras para captar los flujos de órdenes y dependen cada vez más de cámaras de compensación o contrapartes centrales consolidadas.

¹ COM(1999) 232, 11.5.1999.

² En 1999, un tercio del volumen total de las nuevas acciones emitidas en las bolsas europeas procedía de sociedades que han entrado recientemente a cotización.

2. EVALUACIÓN DE LA DSI:

2.1. Estructura y concepción:

La DSI establece el marco jurídico para la reglamentación y supervisión de empresas de inversión y algunos aspectos de las bolsas y mercados en los que operan. Comprende tres pilares principales.

1. Pasaporte único para las empresas de inversión:

La DSI autoriza a las empresas de inversión a prestar servicios, o establecer sucursales en otros Estados miembros, sujeto a la autorización del país de origen. La dependencia del reconocimiento mutuo se complementa con la armonización de los principios de base de la autorización inicial y las operaciones en curso. Son particularmente importantes a este respecto los principios básicos de los requisitos de organización y las normas de conducta de las empresas de inversión. Las disposiciones clave de la DSI se complementan con la Directiva sobre adecuación del capital (93/6) y con la DAC II (98/31)³. Cuando la DSI trata de las disposiciones de armonización, éstas se limitan al establecimiento de principios fundamentales.

El modelo empresarial en que se han inspirado las disposiciones clave de la DSI es el del agente/intermediario tradicional -esto es evidente a juzgar por el énfasis que se da a los requisitos que deben cumplir las transacciones para proteger a los inversores de una eventual conducta abusiva o incorrecta de la empresa de inversión. La aplicación nacional de estas disposiciones ha reflejado también los métodos tradicionales de prestación de servicios de inversión, basados en contactos reiterados entre la empresa y el cliente a través del teléfono y la correspondencia escrita. La suscripción y colocación de emisiones se benefician también por derecho propio de la autorización de la DSI. Sin embargo, las empresas que proporcionan servicios relacionados como los de asesoramiento y custodia / administración no se benefician del pasaporte de la DSI a menos que proporcionen estos servicios en conjunción con uno de los "servicios de base".

La DSI ha reducido la segmentación de mercado en el ámbito de las empresas de inversión y del acceso a los "mercados regulados". Numerosas empresas han hecho uso del pasaporte único. En las figuras 1a y 1b del Anexo figuran algunos datos sobre los proveedores o sucursales de servicios de inversión⁴.

³ Estas Directivas definen las reservas de capital que deben tener las empresas de inversión para cubrir el riesgo de posición y de mercado de su cartera de negociación. Las cuestiones relacionadas con la adecuación del capital no se tratarán más a fondo en la presente Comunicación, habida cuenta de que ya se contemplan en las revisiones reglamentaria y de supervisión de la Comunidad sobre la base de los trabajos del Comité bancario de Basilea.

⁴ A estos datos deben añadirse las entidades de crédito autorizadas a prestar servicios de inversión mediante autorizaciones concedidas en virtud de la Segunda Directiva de coordinación bancaria. Además de la DCB 2, estas empresas están sujetas a las disposiciones de los artículos 4, 8, 10, 11 y 12, apartados 3 y 4 del artículo 14 y artículo 15 de la DSI. Para muchos Estados miembros, el número de empresas procedentes de países asociados supera ampliamente al de empresas nacionales autorizadas. No se dispone de datos sobre la cuota de mercado nacional de las empresas procedentes de países asociados. El escaso número de empresas que han recurrido a la opción de sucursalización podría explicarse por los relativamente onerosos procedimientos de notificación y autorización o al limitado interés comercial de la sucursalización.

2. Acceso a los "mercados regulados":

Como corolario al pasaporte único para las empresas de inversión, la DSI ha desactivado las restricciones oficiales a la adhesión o acceso a los mercados regulados que de otro modo habrían evitado el impacto del pasaporte único. La DSI prohíbe las restricciones cuantitativas u otras restricciones arbitrarias al acceso o adhesión a los "mercados regulados". Además, se requiere a los mercados que funcionan con un sistema electrónico de negociación que admitan "miembros a distancia" situados en otros Estados miembros. Los miembros procedentes de la UE y de terceros países constituyen actualmente entre el 30 y el 50% del total de los miembros de las bolsas de Amsterdam, París, Eurex y Francfort, y representan una parte considerable del volumen de mercado. Este modelo está muy extendido pero no es universal (algunas bolsas, como por ejemplo la de Madrid, no tienen miembros a distancia). La DSI prevé también el derecho de acceso de participantes de países asociados a los procedimientos de compensación y liquidación correspondientes.

Los mercados regulados están autorizados a establecer sistemas de negociación por pantalla en Estados miembros asociados, para que puedan servirse de ellos los "miembros a distancia" de otros Estados miembros. Esta posibilidad se ha utilizado activamente en un número reducido de bolsas. A este respecto, la DSI se anticipaba al clima de competitividad que prevalece actualmente entre las bolsas.

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

3. Cooperación de la supervisión:

Antes de la DSI, las salvaguardias legales y las prácticas de supervisión presentaban grandes diferencias a lo largo de la UE. Ciertas disposiciones importantes de la DSI establecen obligaciones para las autoridades nacionales competentes, asignan responsabilidades y obligaciones en materia de supervisión y vigilancia de las disposiciones normativas que establece la DSI. Los artículos 22 a 27 de la DSI mantienen una mínima convergencia en cuanto a las responsabilidades de supervisión y exigen una clara asignación de responsabilidades principales entre los distintos órganos nacionales u organizaciones de regulación. Estas disposiciones han imprimido un avance significativo hacia la convergencia de las prácticas de reglamentación y de supervisión. Por otra parte, la DSI formaliza mecanismos de cooperación continua entre autoridades nacionales, en casos concretos y generales. Esta cooperación es una condición previa para mantener la confianza del inversor y garantizar la integridad del mercado. La reciente creación del Foro de comisiones europeas de valores (FESCO) ha establecido una base más estructurada, aunque no vinculante, para la cooperación entre autoridades nacionales competentes.

2.2. Límites estructurales a la eficacia de la DSI:

En general, el reconocimiento mutuo de la autorización y de la supervisión nacionales ha sido de utilidad para los mercados europeos. Las definiciones generales y los conceptos básicos de la DSI han sido lo bastante flexibles para adaptarse a la evolución de las prácticas empresariales y de la supervisión nacional. Sin embargo, la naturaleza genérica de muchas de las disposiciones de la DSI también presenta inconvenientes porque no tienen el apoyo de orientaciones más detalladas o de medidas de ejecución,. En especial, la eficacia de la DSI se ha visto mermada por lo siguiente:

- El principio del país de origen está demasiado diluido en la DSI. Numerosas disposiciones de la DSI admiten la intervención o la supervisión del país de acogida en aras del "interés general". Las disposiciones más significativas en este sentido son el artículo 13, el apartado 4 del artículo 17, el apartado 2 del artículo 18 y el artículo 19. Además, el apartado 2 del artículo 11 confía la responsabilidad de la aplicación y supervisión de las normas de conducta a los Estados miembros "en los que se presta el servicio"⁵. Existen razones objetivas para admitir la intervención del país de acogida en interés de la protección de los pequeños inversores. Sin embargo, no se prevén mecanismos eficaces para facilitar una transición al principio del país de origen o limitar el alcance del principio del país de acogida, lo cual constituye una importante deficiencia de la Directiva;
- La falta de claridad de algunas disposiciones o definiciones ha propiciado en la esfera nacional numerosas discrepancias en cuanto a su interpretación y aplicación -por ejemplo, por lo que se refiere a la aplicación de las definiciones de servicios básicos, la aplicación de las normas de conducta, la designación de "mercados regulados" y la adopción de medidas en situaciones de emergencia según el artículo 19. La DSI no prevé mecanismos que puedan proporcionar orientaciones más detalladas o elaborar planteamientos comunes de interpretación y aplicación de medidas de armonización.

Estas dificultades sólo podrán superarse emprendiendo una revisión a fondo de la DSI que permita aprovechar las oportunidades sin precedentes que ofrece el nuevo entorno de negociación de valores y aborde los desafíos que impone su reglamentación. Tras valorar la incidencia que la actual evolución del mercado tiene sobre la reglamentación, la Comisión ha definido una serie de temas que podrían constituir las líneas centrales de la revisión de la DSI. Estos temas se agrupan bajo dos epígrafes: el primero se refiere al funcionamiento del pasaporte único para las empresas de inversión y los proveedores de servicios. El segundo trata de cuestiones estructurales relativas a las bolsas y a la infraestructura de negociación.

⁵ A falta de orientaciones claras que permitan determinar el Estado miembro en el que se presta el servicio, la mayoría de autoridades nacionales aplican las normas de conducta nacionales a los servicios proporcionados desde el exterior a los inversores residentes en el país.

3. PASAPORTE ÚNICO PLENAMENTE OPERATIVO:

3.1. Aclaración y ampliación de los derechos que confiere el pasaporte:

El ámbito de aplicación del pasaporte de la DSI está limitado por numerosas exenciones. Los apartados 2 y 4 del artículo 2 prevén una amplia gama de exenciones, algunas de las cuales tal vez no sean ya oportunas⁶. Algunos servicios accesorios -en particular la custodia- podrían también acogerse de pleno derecho a una autorización de la DSI. La transferencia de un servicio accesorio a la categoría de básico deberá tener en cuenta si las disposiciones de la DSI son adecuadas para tratar las cuestiones de supervisión relacionadas con el servicio en cuestión. Por otra parte, los beneficios tangibles del pasaporte de la DSI deben compensar los costes del cumplimiento de las disposiciones normativas (p. e., la adecuación de capital).

Las autoridades competentes difieren en el grado en que aplican diversas disposiciones de la DSI a determinados servicios básicos de inversión. Por ejemplo, los Estados miembros difieren en la medida en que adaptan las normas de conducta de los servicios de recepción / transmisión y/o intermediación limitada a la "ejecución de órdenes". Las empresas autorizadas en un Estado miembro pueden estar sujetas a un régimen de supervisión cualitativamente distinto cuando operan en otro Estado miembro. La mayor coherencia de los planteamientos nacionales debería facilitar la prestación transfronteriza de servicios y la aparición de nuevos modelos empresariales basados en la tecnología. Los nuevos métodos y formatos de prestación de servicios de inversión pueden ser compatibles con las actuales normas de conducta. Así pues, puede resultar doblemente ventajosa una mayor certeza sobre la posible aplicación y adaptación de las diversas disposiciones de la DSI a cada uno de los servicios básicos.

- *Para garantizar el funcionamiento eficaz del pasaporte único para las empresas de inversión deben reconsiderarse las exenciones de los apartados 2 y 4 del artículo 2, y valorar si uno o varios servicios accesorios deben pasar a la categoría de servicio básico.*
- *La revisión de la DSI debe indicar claramente cómo deberían adaptarse sus disposiciones a los diversos servicios básicos a fin de evitar divergencias pronunciadas en los regímenes nacionales de supervisión que impiden la prestación de servicios transfronterizos. Se invita a los consultados a señalar aquellas disposiciones de la DSI que podrían aplicarse de manera diferenciada, y cómo deberían adaptarse a los diversos servicios básicos.*

3.2. Protección de los inversores y tratamiento de la duplicación de la supervisión:

La dificultad más generalizada en el funcionamiento del pasaporte de la DSI es el margen para la incertidumbre y el conflicto jurisdiccionales. Tal como admiten las disposiciones clave de la DSI, las autoridades del país de acogida aplican generalmente las normas nacionales de conducta y de publicidad, así como algunos requisitos organizativos / cautelares (retención del dinero del cliente) cuando los

⁶ Habida cuenta de las variaciones de las prácticas de mercado, conviene prestar especial atención a la relación entre los servicios previstos en la letra g) del apartado 2 del artículo 2 y los servicios relativos a la recepción y/o transmisión de órdenes.

servicios se proporcionan a inversores nacionales. Esta duplicación resultante de regímenes de supervisión inhibe en particular la disposición transfronteriza de intermediación y de prestación de servicios.

En definitiva, un pasaporte único requerirá la dependencia sistemática del principio del país de origen para la supervisión de las obligaciones de las empresas con el mercado y del trato honrado a sus clientes. Actualmente, varias disposiciones de la DSI preconizan la aplicación por parte del país de acogida, o conceden excesiva importancia a las excepciones en aras del "interés general". Deben examinarse a fondo estas excepciones a la filosofía subyacente de la Directiva con respecto al país de origen. Esto no debe suponer una merma de la protección de inversor: las autoridades del país de origen suelen ser las mejor situadas para supervisar y hacer cumplir los requisitos de protección del inversor tan pronto como se advierte su infracción.

Para promover un pasaporte único más eficaz debe establecerse una distinción entre los servicios proporcionados a las contrapartes profesionales y los proporcionados a los inversores particulares. Por lo que respecta a los servicios proporcionados a los inversores profesionales, el avance hacia una dependencia exclusiva de la aplicación por parte del país de origen de normas cautelares y de normas de conducta no requiere mayor armonización. En su Comunicación sobre el artículo 11 de la DSI, la Comisión presenta un análisis detallado y no vinculante de las consideraciones prácticas y de fondo que respaldan el presente planteamiento⁷. El reciente acuerdo del FESCO sobre el límite entre los inversores profesionales y los particulares proporciona un criterio consensuado práctico para definir los inversores profesionales que podrían estar exentos de las normas de conducta del país de acogida. La revisión de la DSI debe tratar de dotar a este planteamiento de un fundamento jurídico sólido -no sólo con respecto a las normas de conducta para una negociación justa, sino también en cuanto a la publicidad y a las obligaciones de las empresas con el mercado.

En relación con los inversores particulares, deberá realizarse con prudencia la transición a la supervisión de los servicios de inversión por el país de origen. Actualmente se da el caso de que las autoridades del país de acogida pueden tener la ventaja de constituir la primera línea de defensa en la detección y adopción de medidas contra las empresas que cometen transgresiones en su negociación con inversores particulares. Por otra parte, no se puede pretender que las normas de conducta de los diversos Estados miembros ofrecen una protección comparable a los inversores particulares. En estas condiciones, los inversores particulares pueden contemplar la posibilidad de buscar compensación dentro de su propia jurisdicción como una ventaja que refuerce su confianza.

La Comisión está examinando las modalidades prácticas de abordar estas cuestiones. Es evidente que los inversores particulares deben poder beneficiarse de elementos clave del régimen de supervisión y del ordenamiento jurídico nacional. La Directiva sobre el comercio a distancia armonizará los requisitos relativos a la información general suministrada a los compradores de servicios financieros y de inversión, comercializados y vendidos a distancia. El FESCO trabaja actualmente sobre la

⁷ Comunicación de la Comisión COM (XX) 2000: Aplicación de las normas de conducta en virtud del artículo 11 de la DSI. Noviembre de 2000.

aproximación de las normas de conducta de los inversores particulares. Persisten otras dificultades prácticas. Por ejemplo, cuando la relación empresa-cliente se basa en acuerdos de usuario u otros acuerdos contractuales, la determinación de la legislación aplicable a las obligaciones contractuales se rige por el Convenio de Roma. Ello puede dar lugar a que algunas de las normas obligatorias del país del usuario se apliquen en virtud del contrato que rige la relación empresa-cliente. Por último, tal vez deban reforzarse los mecanismos de cooperación de la supervisión para instaurar un clima de confianza mutua en la aplicación práctica de medidas comunes de protección del inversor. Es preciso encontrar soluciones a estos problemas -que no son exclusivos de los servicios de inversión.

La Directiva sobre comercio electrónico supone ya un paso decisivo hacia el principio del país de origen para todos los servicios de inversión proporcionados electrónicamente. La revisión de la DSI debe preparar el camino para la aplicación sistemática del principio del país de origen. A partir de ahí deben delimitarse estrictamente las responsabilidades residuales del país de acogida, y reducirse fundamentalmente a las normas de conducta que garanticen un trato honrado a los clientes particulares. En los casos en que se admita excepcionalmente la responsabilidad del país de acogida, deberán definirse las condiciones que, una vez cumplidas, conduzcan a su extinción automática.

- *La supervisión por el país de origen debe ejecutarse sin condición previa para los servicios proporcionados a contrapartes profesionales. Al margen de las normas de conducta, ¿hay en la DSI otras disposiciones que pudieran incorporar una distinción clara y operativa entre profesionales y particulares?*
- *Se invita a los consultados a manifestar sus comentarios sobre los aspectos reglamentarios y de supervisión para los que el país de acogida deba conservar ciertas competencias con carácter transitorio. ¿Qué otras condiciones deben cumplirse como prerequisite para la reducción progresiva de las responsabilidades residuales del país de acogida?*

En su respuesta a estas cuestiones, se pide a los consultados que tengan en cuenta el análisis presentado por la Comisión en su Comunicación sobre el artículo 11 de la DSI.

3.3. Nuevos participantes - sistemas alternativos de negociación:

La tecnología de la información ha reducido los obstáculos al acceso a todos los niveles de las actividades de negociación de valores -desde la prestación de servicios de intermediación o negociación, pasando por el simple encaminamiento y transmisión de órdenes, al establecimiento de plataformas avanzadas de equiparación y ejecución de órdenes. En este extremo del espectro, los nuevos participantes pueden ser funcionalmente similares a verdaderas bolsas y hay varios que han sido ya autorizados como "mercados regulados".

Existe mayor incertidumbre en torno al tratamiento reglamentario y de supervisión que la legislación de la UE prevé para los sistemas alternativos de negociación (ATS), actualmente autorizados como empresas de inversión en algunos Estados miembros. Los usuarios de estos sistemas deben estar adecuadamente protegidos, y debe optimizarse la interacción con el entorno general de negociación de los valores. La cuestión clave consiste en saber si las disposiciones de la DSI (y nacionales)

relativas a las empresas de inversión atienden de manera suficiente a los posibles riesgos de reglamentación que presentan estas nuevas entidades. Los ATS no constituyen un grupo homogéneo⁸. No obstante, el detallado análisis realizado por el FESCO revela que, por lo general, estos sistemas pueden asimilarse a empresas de inversión⁹. Tomando como base una evaluación caso por caso del perfil de riesgo de reglamentación de cada ATS, podría efectuarse una aplicación gradual de los requisitos de organización (artículo 10) y de las normas de conducta (artículo 11) para contrarrestar cualquier riesgo suplementario para los inversores o para el funcionamiento ordenado de los mercados.

Las autoridades nacionales de reglamentación de los mercados de valores proponen aplicar esta política como mejor opción a corto plazo para la supervisión de los ATS. Sin perjuicio de la interpretación del TJCE sobre la compatibilidad de este planteamiento con la DSI, la Comisión considera conveniente esta solución transitoria. Será indispensable que todo nuevo requisito se aplique de manera uniforme para no infringir los derechos de pasaporte de las empresas de inversión autorizadas.

Esta solución pragmática no puede ser definitiva. Algunos ATS son sistemas de negociación organizada de instrumentos financieros. Por consiguiente, estarán expuestos a los mismos riesgos que las bolsas y los "mercados regulados", riesgos relativos a la confianza del mercado, a la transparencia, y a una negociación ordenada y eficaz. Ello puede requerir que se les apliquen las disposiciones que rigen los "mercados regulados". Actualmente, la DSI impone una estricta dicotomía entre "empresas de inversión" y "mercados regulados". Con esta situación se impide extrapolar a las empresas de inversión disposiciones del régimen de los "mercados regulados". La revisión de la DSI podría pues permitir una aplicación (razonable) a los ATS que se asemejan a las bolsas de las disposiciones relativas la información, a la transparencia, y a los requisitos de información.

- *A su juicio, ¿cuál de los principios y requisitos de los artículos 10 y 11 les parece más oportuno en el tratamiento de situaciones en las que los sistemas alternativos de negociación (ATS) proporcionen servicios de infraestructura? ¿Hay otros elementos del régimen de las "empresas de inversión" potencialmente relevantes?*
- *Teniendo en cuenta el planteamiento funcional del reglamento de los ATS, ¿qué elementos del marco reglamentario de los "mercados regulados" (p.e., información, transparencia, supervisión / aplicación) podrían ser más convenientes para los diversos tipos de ATS?*

⁸ Algunos ATS proporcionan simplemente un enlace electrónico ("tablón de anuncios") para la equiparación de órdenes, mientras que hay otros que pueden equipararse a sistemas electrónicos que garantizan las funciones de intermediación o de carteras de pedidos.

⁹ "The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe": FESCO 00-064C, 25.9.2000. Este documento puede consultarse en www.europesefesco.org.

4. LOS MERCADOS REGULADOS Y LA INFRAESTRUCTURA DE NEGOCIACIÓN:

Al ampliar la base de miembros de las bolsas y mercados regulados, la DSI ha facilitado indirectamente la competencia entre sistemas de negociación. El incentivo para aumentar los volúmenes de operaciones se ha visto acentuado por la tendencia general hacia la "búsqueda de beneficios". Muchas bolsas han adoptado las posibilidades implícitas de las redes de libre asociación. La competencia entre bolsas se está intensificando. Son limitadas las posibilidades de reducir aún más los costes de las transacciones mediante la aplicación de nuevas tecnologías, pues son ya numerosas las bolsas europeas que emplean las tecnologías más avanzadas. El camino más prometedor para aumentar los ingresos será incrementar los volúmenes de operaciones, lo que permitirá obtener economías de escala y de alcance. Algunas bolsas y los nuevos participantes están tratando de alcanzar una cobertura paneuropea a través de un crecimiento orgánico. Por el contrario, otras bolsas estudian ambiciosas alianzas o auténticas fusiones, con una concentración potencialmente significativa de los volúmenes de operaciones y el establecimiento de mercados de valores más profundos y más líquidos. Las ventajas no se limitan a una mayor eficacia, permitida por las economías de escala y alcance: algunas mejoras de difícil cuantificación serán en última instancia mucho más significativas, como las relativas a una mayor liquidez y una mejor interacción de precios. Para optimizar estos avances podrían introducirse en la DSI algunos ajustes o ampliaciones:

- (1) Fomentar una competencia real entre bolsas para captar flujos de órdenes ("pasaporte");
- (2) Aclarar los requisitos reglamentarios de los "mercados regulados" para conservar las ventajas de una negociación ordenada y eficaz ("principios de alto nivel");
- (3) Fomentar la transparencia en la fijación de precios de los valores en cada una de las bolsas y en el conjunto del sistema de negociación;
- (4) Establecer un planteamiento colectivo de integración y supervisión de los sistemas de compensación y liquidación de valores.

4.1. Pasaporte único para los "mercados regulados":

Aunque la DSI puede considerarse precursora autorizando a los mercados electrónicos a operar instalaciones de negociación por pantalla en los Estados miembros, no concede plenos derechos de pasaporte a los "mercados regulados". Para facilitar la prestación de servicios de negociación de una amplia gama europea de valores, deberá examinarse la definición y las disposiciones de la DSI relativas a los "mercados regulados".

Actualmente, el concepto de "mercado regulado" del apartado 13 del artículo 1 se define en parte por una referencia al requisito de admitir valores a cotización (incluidas las condiciones de admisión de los valores a la cotización oficial de la bolsa establecidas en la Directiva 70/279). Estas condiciones de admisión a cotización son la primera línea de defensa para asegurar la calidad de los instrumentos negociados en los mercados y de la información que se comunica a los inversores. Las dificultades surgen debido a la incertidumbre que prevalece en torno al modo en que los "mercados regulados" cumplen sus obligaciones para garantizar

que los valores cumplen los requisitos de la "cotización oficial" (tal como especifica la Directiva 79/279¹⁰). Hasta la fecha, la práctica ha consistido fundamentalmente en que el mercado regulado debe proporcionar funciones de cotización con respecto a todos los valores negociados en dicho mercado. Esta práctica de los "mercados regulados" de cotizar oficialmente los valores previamente a su negociación puede ser onerosa y limitar la capacidad de mercados y bolsas competidoras de admitir a negociación los mismos valores. La admisión a cotización y a negociación deben pues separarse para facilitar una competencia más activa entre sistemas de negociación. Además, los cambios estructurales como la "desmutualización" de las bolsas exigen una redefinición del modo en que se realiza la admisión a cotización y el objetivo de información pública. Sin embargo, antes de que puedan preverse ajustes de tanta envergadura, debe encontrarse una base equitativa para compartir los gastos generales reglamentarios de la cotización y del cumplimiento de otros requisitos relacionados con la misma, como la información sensible relativa a precios. Si no se alcanzan los acuerdos apropiados, las bolsas de carácter lucrativo pueden tratar de reducir las costosas funciones de cotización, sobre todo si perciben que sus competidores practican el "free-riding" en sus servicios de cotización. Esto comprometería la importante función de "interés público" que cumple la cotización. Debe preverse la aplicación de este planteamiento en la definición actualizada de "mercados regulados". Deberán también reexaminarse las disposiciones de la Directiva 79/279¹¹.

La regla de concentración del apartado 3 del artículo 14 de la DSI ofrece a los Estados miembros la posibilidad de exigir que las operaciones relativas a determinados instrumentos financieros se efectúen en un "mercado regulado". Esta disposición tenía como finalidad mejorar la protección del inversor limitando las transacciones "fuera de mercado" a los inversores profesionales. Sin embargo, las operaciones en instrumentos financieros podrían desviarse artificialmente a un determinado mercado regulado. La protección del inversor se obtiene mejor mediante disposiciones apropiadas dirigidas a los participantes en el mercado que actúan en nombre de inversores, y mediante una aplicación estricta de la obligación de realizar las órdenes lo mejor posible. Para evitar restricciones arbitrarias o desproporcionadas en la competencia entre "mercados regulados", puede ser conveniente examinar el modo de actuación y/o la situación actual de la "regla de concentración".

El apartado 5 del artículo 15 de la DSI autoriza a los Estados miembros a restringir el establecimiento de nuevos mercados en su territorio. Tal como reconoce la IOSCO, existen intereses legítimos relativos a la gestión y el funcionamiento ordenado de los mercados que exigen que se alcancen los oportunos acuerdos de autorización para las bolsas. Sin embargo, debe revisarse la disposición actual para garantizar que no se utiliza para obstaculizar las actividades de los "mercados regulados" autorizados por las autoridades de países asociados.

¹⁰ Dir. 79/279, de 5.3.1979 (OJ L 66, 16.3.1979). La incertidumbre relativa al cumplimiento de los requisitos de la cotización oficial es aún mayor con respecto a los valores no contemplados en la Directiva 79/279. En este caso, una salvaguardia consiste en la necesidad de preparar un folleto de oferta pública de todos los valores mobiliarios emitidos en un mercado.

¹¹ Además del tema de la relación entre cotización y admisión a negociación, falta claridad en la Directiva 79/279 en cuanto al alcance de determinados conceptos clave como "cotización oficial" y "bolsa de valores". Ello podría dar lugar a discrepancias entre la calidad de los valores negociados en diversos "mercados regulados" y el correspondiente nivel de información.

La Comisión observa asimismo que la consolidación de la competencia entre bolsas comerciales exigirá también que la vigilancia por parte de las autoridades de defensa de la competencia impida acciones anticompetitivas de control del acceso a redes de negociación de carácter privado. Los participantes basados en la nueva tecnología o la competencia de los mercados extranjeros pueden reducir este riesgo aumentando la capacidad de contestación de las bolsas / sistemas de negociación. Sin embargo, una excesiva concentración del volumen de operaciones en uno o más sistemas de negociación de propiedad privada puede plantear problemas. Éstos serían particularmente agudos si la concentración horizontal en el sistema de negociación estuviera acompañada de una integración vertical que abarcara los sistemas de negociación y de compensación / contraparte central. Las ventajas de la reducción de costes de un procedimiento integrado ("straight through processing"), podrían no bastar para compensar las consecuencias anticompetitivas de una posición dominante en la infraestructura de negociación.

- *Deben aclararse los requisitos de los "mercados regulados" relativos al cumplimiento de las condiciones de cotización y a los criterios de admisión a cotización. Paralelamente deberá procederse también a una actualización de la Directiva 79/279. ¿Qué condiciones se requieren para aplicar con éxito este planteamiento a fin de preservar la difusión de información y salvaguardar la calidad de la negociación de valores.*
- *La regla de concentración del apartado 3 del artículo 14 y el derecho de prohibición del apartado 5 del artículo 15 deben revisarse para reducir toda restricción desproporcionada o innecesaria de la actividad transfronteriza de los "mercados regulados"*

4.2. Principios de alto nivel para los "mercados regulados":

La DSI prevé una convergencia limitada de las condiciones que los mercados y las bolsas deben respetar para mantener la confianza en el mercado y su estabilidad. Los recientes cambios estructurales han demostrado que las divergencias de los requisitos reglamentarios y de supervisión pueden complicar la integración de la negociación. La armonización de las normas de negociación constituyen una condición previa para la unificación del mercado. Es también necesario adoptar respuestas reglamentarias y de supervisión comunes en otras áreas.

Para disponer de una información material oportuna y de buena calidad, efectuada de forma equitativa, deben aplicarse criterios comunes a las condiciones de cotización, a los folletos, y a la publicación y divulgación periódica de información sensible sobre los precios. Es fundamental disponer de un modelo común en cuanto a la transparencia y la información, especialmente cuando las transacciones sean muy sensibles a las exigencias de transparencia. Las disparidades dentro de un sistema conducirán a la concentración de esta negociación hasta un punto en el que el nivel de exigencia de las obligaciones de transparencia sea mínimo, comprometiendo así la eficacia del establecimiento de precios en el mercado unificado. Las reglas sobre la adhesión al mercado y los criterios de acceso deben alinearse para impedir el arbitraje de los participantes entre los diversos puntos de acceso a la plataforma integrada. El contenido y la aplicación de todo criterio de adhesión o admisión deben ser no discriminatorios y objetivos. Por último, deben elaborarse planteamientos equivalentes de control y ejecución de las reglas y sanciones para garantizar el mismo nivel de disuasión del riesgo y de severidad de las sanciones.

Son enormes los retos de carácter reglamentario y de supervisión de la gestión de las consecuencias de la competencia entre bolsas para un funcionamiento transparente, eficaz y ordenado del sistema europeo de mercado en su conjunto. Hay dos cuestiones que requieren una atención especial. Primero, la mayor integración entre mercados de valores aumenta la posibilidad de que las bolsas, en su competencia por el volumen de operaciones, utilicen las diferencias de reglamentación o supervisión. Cuando la negociación sea sensible a los gastos generales de reglamentación, existe un riesgo de que se produzca una competencia entre regímenes a expensas de la transparencia y la eficacia de los mercados de valores de la UE en su conjunto. En segundo lugar, deben evaluarse nuevamente los planteamientos reglamentarios de la UE a la vista de las consecuencias del incremento de la transmisión. Los avances en un mercado regulado podrían tener repercusiones inmediatas y potencialmente importantes en el entorno de negociación de otros Estados miembros. Las medidas destinadas a mantener la integridad, la confianza y la estabilidad de mercado ya no pueden concebirse o ejecutarse de manera aislada.

Se necesita una perspectiva reglamentaria común en la UE. Los intereses en juego no se limitan a los de los Estados miembros en cuyo territorio se fusionan las bolsas, sino que ello afecta directamente a todas las empresas de inversión, inversores, emisores y proveedores de infraestructuras de toda la UE. Sería inaceptable que los acuerdos de reglamentación o de supervisión que rigen en gran parte la negociación de los valores europeos evolucionen puntualmente en respuesta a los problemas técnicos planteados por una determinada fusión o alianza. Este planteamiento amenaza también con perpetuar en Europa la diversidad reglamentaria y de supervisión si por cada fusión o alianza de envergadura se elabora un paquete distinto de soluciones reglamentarias y de supervisión.

Las disposiciones de la DSI sobre los "mercados regulados" deben reforzarse para establecer un cuerpo común de principios que rijan la negociación ordenada, la información y transparencia, la integridad del mercado y las normas de control y ejecución. La incorporación de principios de alto nivel en la legislación de la UE puede facilitar cambios estructurales en las bolsas por medio de:

- limitar la incertidumbre legal sobre la legislación o la jurisdicción aplicable a los "mercados regulados" presentes, activos o susceptibles de modificación en varios Estados miembros;
- dar entidad jurídica ejecutiva a la obligación de cooperación entre las autoridades de supervisión de los mercados, incluida la definición de acuerdos prácticos para facilitar la cooperación entre autoridades administrativas y organismos de autorregulación (SRO);
- emplear los mecanismos y disposiciones que se aplican ya en virtud de otras legislaciones de la UE sobre los servicios financieros. En este sentido, conviene prestar atención a los requisitos de adecuación del capital (para asegurarse de que los "mercados regulados" poseen la capacidad de mantener sistemas), a los amplios requisitos de exposición, a las pruebas de "idoneidad" para la gestión y a los mecanismos de adquisición de intereses calificados (para evitar nuevos conflictos de interés en las estructuras de gestión);

- incrementar la transparencia de los operadores y del supervisor del mercado en cuanto a las normas destinadas a garantizar el carácter equitativo y ordenado de las condiciones de funcionamiento y de las estructuras de propiedad.

Los supervisores nacionales de los valores reunidos en el FESCO han elaborado un grupo de "normas aplicables a los mercados regulados", de carácter general. Estas normas proporcionan un punto de referencia útil para introducir un sentido de reflexión sobre las áreas antes mencionadas.

Una consideración final relativa a la concretización de principios de alto nivel para los "mercados regulados" en el contexto de la revisión de la DSI se refiere a la cobertura de las actividades de negociación de valores. Una opción consistiría en limitarse a los "mercados regulados" previendo una negociación de valores accesible al público, motivado por el hecho de que la economía real y el pequeño inversor son los más expuestos a este tipo de negociación de valores. Así pues, es aquí donde es más necesaria la transparencia y la información. Un segundo planteamiento sería abarcar todos los sistemas organizados que prevén una negociación accesible al público, con independencia del instrumento financiero (incluidos los productos derivados sobre materias primas y otros instrumentos excluidos del Anexo B de la DSI). Este último planteamiento puede exigir una aplicación gradual de los principios de alto nivel para tener en cuenta el hecho de que la negociación organizada de los diversos instrumentos da lugar a problemas distintos de reglamentación según el modelo de mercado y el grado en que la negociación esté dominada por la actividad interprofesional.

- *Actualmente, la definición y las disposiciones de la DSI relativas a los "mercados regulados" no permiten abordar adecuadamente los desafíos de la reglamentación y la supervisión motivados por la intensificación de la competencia y de la cooperación entre bolsas. ¿En qué áreas podría verse comprometido el funcionamiento ordenado, eficaz y transparente de la negociación de valores por el arbitraje de reglamentación entre bolsas?*
- *En caso de que los principios de alto nivel para los mercados se limiten a la negociación de valores accesible al público, o se amplíen a los mercados organizados en todos los instrumentos financieros, ¿deberían estos principios de alto nivel adaptarse a los riesgos de reglamentación y de supervisión asociados a los diversos tipos de mercado o de negociación? ¿Qué disposiciones deberían aplicarse de manera gradual?*
- *Se invita a los consultados a que se pronuncien acerca de si podrían incluirse en la ley de la UE determinados principios, y a manifestar cuáles deben ser, a su juicio, los objetivos de reglamentación prioritarios?*

4.3. Transparencia

Un alto nivel de transparencia constituye el distintivo de un mercado eficiente, y es la mejor salvaguardia de los intereses del inversor. A pesar del artículo 21 de la DSI, existen enormes discrepancias en el nivel de transparencia de los mercados regulados de la UE. Con la aparición de los sistemas electrónicos de instrucción de órdenes, que se han convertido en el modelo dominante en el mercado de negociación de títulos, esta parte del mercado es la que más va a beneficiarse de las disposiciones que promuevan una transparencia real. Los requisitos deben formularse en función

de los resultados que deben obtenerse, en lugar de establecer prácticas detalladas de mercado.

Las divergencias son particularmente marcadas en lo que se refiere a los requisitos de transparencia para la negociación con inversores institucionales. En varios mercados europeos, esta actividad se realiza "fuera de mercado", posiblemente afectando a la liquidez y la transparencia de los precios de los valores. En un contexto en el que los mercados compiten agresivamente en este tipo de actividad, tal vez se precisen soluciones comunes para garantizar que la opacidad de la negociación por bloques no merme indebidamente la calidad de la fijación de los precios de los valores para los inversores particulares y los de otras categorías.

La segmentación de la negociación de valores basada en las fronteras administrativas y monetarias nacionales no debe sustituirse por una solución basada en el mercado que garantizaría unos vínculos técnicos o reglamentarios insuficientes entre los sistemas de negociación. Si existen varias plataformas europeas de negociación, tal vez deba fomentarse la interacción entre sus distintos mecanismos de fijación de precios. Sin embargo, la finalidad de la reglamentación no debe ser la de dictar estructuras o soluciones de mercado. Por el contrario, es preferible incrementar las ventajas que supone la transparencia y la efectiva interacción de precios. Sin ello no se optimizarán las posibilidades que ofrece un mercado integrado único. Una última consideración es que la información sensible de precios no puede ponerse a disposición de los inversores al mismo tiempo en los diversos sistemas de negociación¹².

- *¿De qué modo deben modernizarse adecuadamente las disposiciones de la DSI sobre la transparencia? ¿En qué medida se requieren planteamientos comunes para garantizar que la negociación "fuera de mercado" no empeora indebidamente la eficacia de la fijación de precios para todos los inversores?*
- *¿La fragmentación de la negociación entre diversos sistemas representa una amenaza para la liquidez y eficacia de los mercados de valores? ¿Qué medidas concretas podrían adoptarse para promover la eficacia de la interacción de precios entre "mercados regulados" competidores?*

4.4. Compensación y liquidación:

Acceso a distancia: Las funciones de compensación y liquidación se contemplan indirectamente en el apartado 1 del artículo 15 de la DSI, que requiere que el acceso a los mercados regulados vaya acompañado del acceso a funciones subyacentes de compensación y liquidación. Algunos Estados miembros han obligado a los miembros a distancia a servirse de las oficinas de intermediarios locales de compensación y liquidación. Este acceso indirecto aumenta la complejidad y los costes, y dificulta la ejecución puntual y efectiva de las transacciones. La Directiva sobre la firmeza de la liquidación resuelve una incertidumbre eliminando las complicaciones surgidas en caso de insolvencia de una contraparte en otro Estado miembro. Sin embargo, las dificultades persisten. Sirva como ejemplo la resistencia

¹² El precedente de los EE.UU. (de los años 70) demuestra lo que se puede conseguir con unos mecanismos eficaces de transparencia de precios entre mercados para favorecer la concentración de la liquidez.

de las autoridades monetarias a ofrecer a las empresas de inversión de países asociados las facilidades contables necesarias para liquidar transacciones en "dinero de banco central". Ello obliga a los miembros a distancia del "mercado regulado" local a pasar por los bancos corresponsales locales para efectuar la liquidación definitiva (en moneda de curso legal) del correspondiente efectivo de la operación de valores. De no encontrarse una solución a estas cuestiones, los miembros a distancia del sistema de compensación y liquidación resultarán fatalmente afectados.

Liquidación: A pesar de la confusa divisoria entre los depositarios centrales de valores nacionales (DCV) y los DCV internacionales (DCVI), la liquidación transfronteriza de operaciones de valores sigue estando llena de dificultades técnicas y legales. A través de su actuación en pro de la normalización en los foros internacionales¹³, el SEBC trata actualmente de superar los obstáculos técnicos a la interconexión efectiva entre los sistemas de liquidación de valores. Para conseguir la máxima eficacia deben suprimirse los últimos impedimentos legales que obstaculizan la transferencia transfronteriza y la oponibilidad a terceros de títulos de propiedad¹⁴.

Compensación: Las funciones de compensación multilateral y de contraparte central, actualmente bien establecidas en la negociación de instrumentos derivados y valores de renta fija, están cobrando también imponiéndose en la negociación de acciones ordinarias. Aunque esta evolución respalda una negociación eficaz, induce también una concentración de riesgo sistémico en la contabilidad de las contrapartes centrales. Este fenómeno se verá exacerbado por la consolidación geográfica, con la que algunos sistemas de negociación pueden llegar a depender de funciones de compensación realizadas en otros Estados miembros.

Todas las cámaras de compensación autorizadas están sujetas a supervisión continua y a todas las técnicas de gestión del riesgo¹⁵. La definición, supervisión y aplicación de estas normas se realiza principalmente en el ámbito nacional. Actualmente puede garantizarse la consideración de estas cuestiones en el ámbito de la UE. Esto podría centrarse en los principios y elementos clave para la reglamentación y la supervisión de la compensación y de los mecanismos necesarios para asegurar una eficaz cooperación y comunicación entre las autoridades supervisoras pertinentes.

Paralelamente a la modificación de la DSI, esta reflexión común debe aspirar a establecer una comprensión clara de los acuerdos de supervisión para cámaras de compensación necesarias para preservar la estabilidad de un sistema integrado de negociación de valores.

¹³ Grupo de trabajo conjunto G-10/IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) para la definición de principios aplicables a las operaciones de liquidación de transacciones de valores mobiliarios (inspirados en las normas "Lamfalussy" para sistemas de pagos con importancia desde el punto de vista sistémico.

¹⁴ Estos problemas son especialmente frecuentes en los títulos al portador.

¹⁵ Estas disposiciones incluyen una reevaluación regular de las posiciones a los precios del mercado, la cobertura de las pérdidas, la constitución de márgenes iniciales intradía, normas para la liquidación en efectivo, criterios de adhesión y disposiciones de adecuación del capital. Estas salvaguardias están sujetas a una intensa vigilancia.

- *Se invita a los consultados a comentar los problemas prácticos relativos al acceso a los sistemas de compensación y liquidación de los países asociados, y a la naturaleza de los impedimentos legales y administrativos al acuerdo transfronterizo de liquidación de valores.*
- *¿Qué áreas deben estudiar con mayor atención los supervisores de valores al considerar las posibles ramificaciones transfronterizas de la consolidación de la compensación y de las funciones de contraparte central? ¿Qué salvaguardias serían más eficaces para gestionar estos riesgos?*

5. CAMINO A SEGUIR

Una completa revisión de la DSI, tal como prevé el Plan de acción en materia de servicios financieros, constituye el elemento clave de la reforma del marco legislativo y de supervisión europeo que le permitirá abordar los desafíos del nuevo entorno de negociación de valores. La actualización de la DSI puede facilitar los avances hacia una mayor liquidez, eficacia y estabilidad en Europa. De no actuar se corre el riesgo de infravalorar las externalidades positivas y el interés público que suponen para el sistema económico general unos mercados de valores eficientes, que se caractericen por su transparencia y su integridad.

A la vista de los numerosos problemas de interpretación y de aplicación de muchas de las disposiciones de la DSI, surgidos después de su entrada en vigor, la Comisión considera que debe llevarse a cabo una profunda revisión de la DSI si se quiere dotar a las empresas de inversión de un pasaporte operativo. Éste es el único medio para garantizar el grado indispensable de seguridad jurídica y de claridad.

- *En caso de que los consultados consideren interesante la elaboración de unos principios de alto nivel de la UE para los "mercados regulados", se les invita a manifestarse sobre si estos elementos deben contemplarse en una DSI única ampliada o si estos principios para los mercados regulados deben ser objeto de nueva legislación. ¿Qué grado de prioridad debe asignarse a la adopción de los principios de alto nivel?*

5.1. Formato de la revisión de la DSI:

La rapidez de las transformaciones de los mercados financieros, los peligros que encierra la codificación específica de las disposiciones de aplicación en la legislación de la UE, son argumentos abrumadores a favor de una DSI que se circunscriba fundamentalmente a una declaración de principios. Esta declaración debe reflejar un grupo claro de principios fundamentales, basado en las libertades del Tratado, sin ambigüedades en su interpretación.

Sin embargo, una DSI que se limite a una declaración de principios de alto nivel no debe dar lugar en la esfera nacional a una proliferación de interpretaciones y disposiciones de aplicación. Convendrá contar con una dirección permanentemente actualizada de las definiciones y disposiciones de la DSI para garantizar que la Directiva asegura la perfecta protección del inversor y garantiza efectivamente el acceso al mercado. Esto constituirá un planteamiento coherente y estructurado para: 1) formular interpretaciones actualizadas de los conceptos; 2) fomentar la cooperación permanente entre autoridades nacionales, y 3) garantizar unas normas

comunes de aplicación y ejecución para la primera línea de supervisores. Se necesitan también que los supervisores y organismos de ejecución dispongan de canales para llamar la atención de los legisladores acerca de los problemas importantes que exigen una acción normativa y una búsqueda de soluciones.

Estos problemas son actualmente el centro de los debates del Comité de sabios sobre los mercados de valores, cuyo informe final se prevé que se publique en el primer semestre de 2001. Se espera que las conclusiones de este Comité proporcionen a la UE un modelo de legislación que combine la claridad y seguridad jurídicas con la sensibilidad ante la evolución del mercado, así como una aplicación imparcial y rigurosa.

5.2. Principios rectores para la revisión de la DSI:

Evidentemente, la actual fluidez de las condiciones del mercado dificulta la preparación de iniciativas legislativas de la UE. Los problemas que ahora son de actualidad pueden no serlo cuando se haya estabilizado la situación de los mercados. Por otra parte, los cambios son necesarios para aprovechar la evolución de la mejora de la eficacia que de otro modo podría quedar anulada o sufrir considerables retrasos. Además, a falta de un organismo colectivo de reglamentación o supervisión, los cambios que aparecen hoy en los mercados de un subconjunto de Estados miembros de la UE pueden dictar la forma de los nuevos modelos de mercado y de las normas de reglamentación de los próximos años. Si no se toma ahora la iniciativa, los responsables políticos y los profesionales del mercado de la UE tendrán que aceptar una solución deficiente desde una perspectiva colectiva o contemplada a más largo plazo.

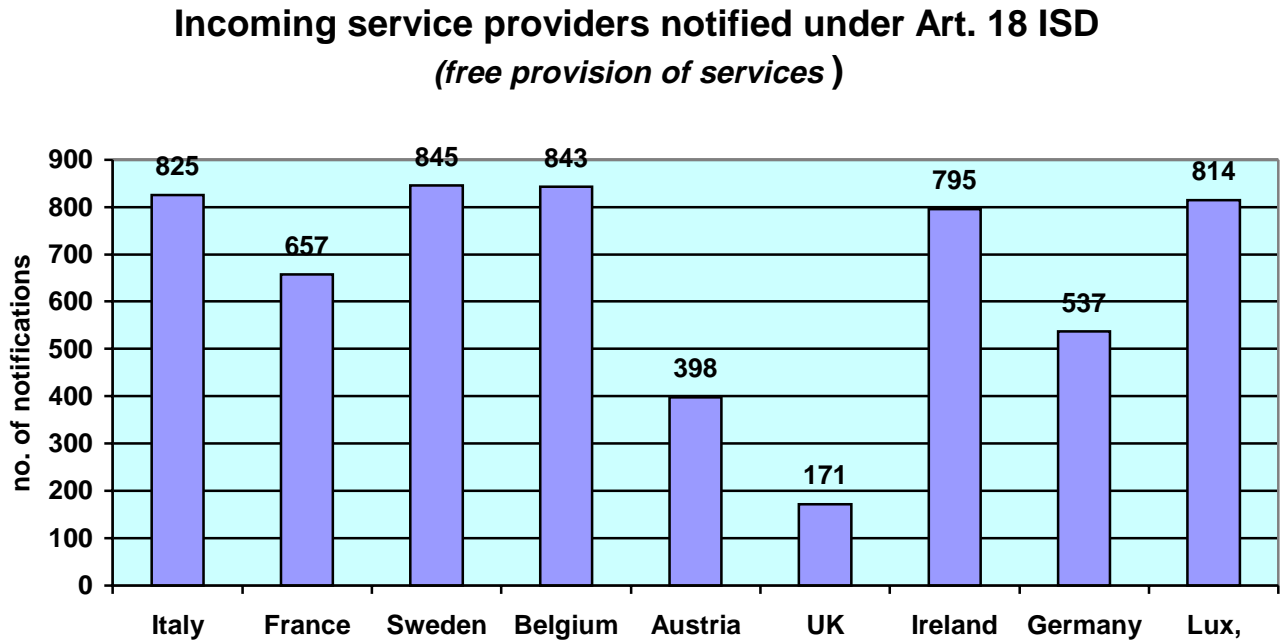
Una serie de principios rectores contribuirá a garantizar que la DSI resuelve con éxito los desafíos del nuevo entorno de negociación de valores:

- *Una DSI revisada debería sostener un pasaporte efectivo y una competencia real entre plataformas de negociación de valores que garanticen el acceso a las infraestructuras básicas de negociación sobre una base equitativa y no discriminatoria.* El respaldo y la revisión de esta condición de acceso abierto será decisiva para asegurar la competitividad sostenible de la estructura de negociación.
- *El fomento de las libertades del Tratado no debe realizarse a expensas de la protección de inversor, de la integridad de mercado o de la estabilidad.* Ello requerirá una armonización juiciosa de las principales salvaguardias reglamentarias -sobre todo en cuanto a la protección de los inversores particulares. La reglamentación y supervisión de los intermediarios constituye uno de los pilares de la protección del inversor y de la integridad del mercado.
- *todos los emisores, independientemente de su volumen, deben poder gozar de las ventajas de unos mercados de valores profundos y líquidos:* El mejor modo de alcanzar este objetivo es fomentando mercados profundos y líquidos, que sean accesibles sobre la base de normas claras y actualizadas y procedimientos más ágiles. La reducción del contenido de los requisitos de información para pequeños emisores podría resultar contraproducente.

- *debe incrementarse la competitividad de los mercados financieros europeos.* Los mercados de valores vibrantes y competitivos, que ofrezcan sistemas eficaces de negociación y liquidación, pueden suponer un poderoso atractivo para los flujos internacionales de capitales.
- *los mercados europeos deben estar bien situados para poder aprovechar la inminente globalización de los mercados de valores.* Muy pronto se hablará de negociación ininterrumpida las 24 horas. El marco normativo y de supervisión europeo debe garantizar que los mercados y las empresas europeas se beneficien plenamente de este proceso y disfruten de pleno acceso a los mercados de terceros países -tema central para la próxima ronda comercial de la OMC.
- *debe evitarse todo prejuicio normativo hacia modelos de negociación o estructuras particulares de mercado.* Las normas que inadvertidamente favorecen determinados modelos de negociación o estructuras de mercado podrían ahogar la innovación y perjudicar la competitividad de los mercados de la UE. La concepción y aplicación de las normas debe también ser neutral en cuanto a los modelos o la tecnología del mercado. Por último, los acuerdos de reglamentación y supervisión para una negociación equitativa no son forzosamente apropiados para la negociación organizada en otros instrumentos como los derivados y los títulos de renta fija. Al elaborar y aplicar disposiciones reguladoras, puede estar justificado adoptar un planteamiento ligeramente distinto en los mercados dominados por la actividad interprofesional. Para cubrir estas distintas necesidades, las disposiciones de la DSI deben adoptar un planteamiento funcional de regulación del riesgo en vez de establecer disposiciones que reflejen una situación institucional ya existente.

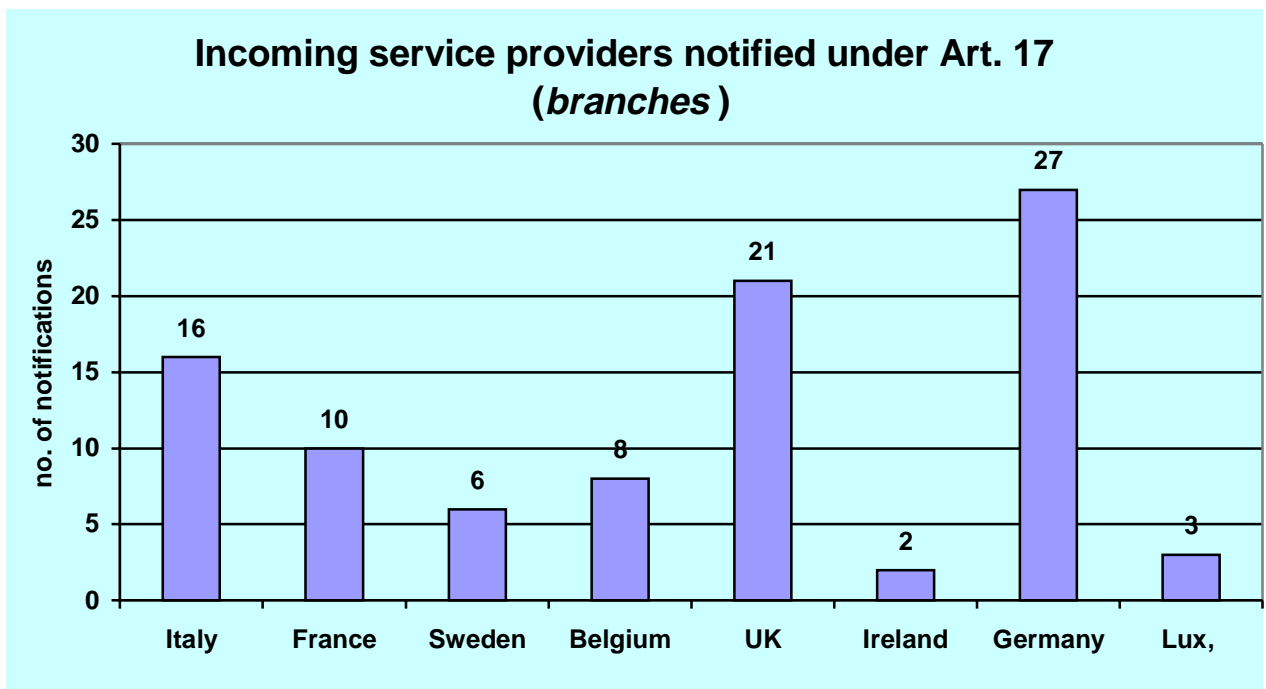
Se agradecerán comentarios sobre el alcance, la presentación, y el análisis de este documento de debate, así como comentarios detallados sobre cada una de las disposiciones de la DSI presentadas en el documento de trabajo de los servicios de la Comisión.

Figura 1a:



Fuente: Supervisores nacionales de valores. Situación, sept. 2000.

Figura 1b:



- LISTA DE PROBLEMAS PARA COMENTAR -

Pasaporte único efectivo para las empresas de inversión:

- *El funcionamiento eficaz del pasaporte único para las empresas de inversión requiere que se reconsideren las exenciones de los apartados 2 y 4 del artículo 2, así como una evaluación de si algún servicio accesorio debe pasar a la categoría de servicio básico.*
- *La revisión de la DSI debería indicar claramente cómo hay que adaptar las disposiciones individuales a los diversos servicios básicos a fin de evitar divergencias pronunciadas en los regímenes nacionales de supervisión que impiden la prestación de servicios transfronterizos. Se invita a los consultados a señalar aquellas disposiciones de la DSI que podrían aplicarse de manera diferenciada, y cómo deberían adaptarse a los diversos servicios básicos.*
- *La supervisión del país de origen debería ejecutarse sin condición previa para los servicios proporcionados a contrapartes profesionales. Al margen de las normas de conducta, ¿hay en la DSI otras disposiciones que podrían incorporar una distinción clara y operativa entre profesionales y particulares?*
- *Se invita a los consultados a hacer comentarios sobre los aspectos reglamentarios y de supervisión para los que el país de acogida deba conservar ciertas competencias con carácter transitorio. ¿Qué otras condiciones se necesitan como prerrequisito para la reducción progresiva de las responsabilidades residuales del país de acogida?*

Nuevas formas de prestación de servicios:

- *¿Cuál de los principios y requisitos de los artículos 10 y 11 tendrá mayor peso en el tratamiento de situaciones en que los sistemas alternativos de negociación (ATS) proporcionen servicios de infraestructura? ¿Hay otros elementos del régimen de "empresa de inversión" que sean potencialmente relevantes?*
- *Teniendo en cuenta el planteamiento funcional del reglamento de los ATS, ¿qué elementos del marco normativo de los "mercados regulados" (p.e., información, transparencia, supervisión / aplicación) podría ser de mayor importancia para los diversos tipos de ATS?*

Competencia real entre "mercados regulados":

- *Deben aclararse los requisitos de los "mercados regulados" relativos al cumplimiento de las condiciones de cotización y a los criterios de admisión a cotización. Paralelamente, esto requerirá también la actualización de la Directiva 79/279. ¿Qué condiciones se requieren para aplicar con éxito este planteamiento a fin de preservar la información y salvaguardar la calidad en la negociación de valores.*
- *La regla de concentración del apartado 3 del artículo 14 y el derecho de prohibición del apartado 5 del artículo 15 deben revisarse para reducir toda restricción desproporcionada o innecesaria de la actividad transfronteriza de los "mercados regulados"*

Principios de alto nivel para los "mercados regulados":

- *La definición y las disposiciones actuales de la DSI relativas a los "mercados regulados" son inadecuadas para abordar los desafíos de reglamentación y supervisión motivados por la intensificación de la competencia y de la cooperación entre bolsas. ¿En qué áreas podría verse comprometido el funcionamiento ordenado, eficaz y transparente de la negociación de valores por el arbitraje de reglamentación entre bolsas?*
- *¿Los principios de alto nivel para los mercados deben restringirse a la negociación de valores accesible al público, o deben ampliarse a los mercados organizados en todos los instrumentos financieros? ¿Deberían estos principios de alto nivel adaptarse a los riesgos de reglamentación y de supervisión asociados a los diversos tipos de mercado o de negociación? ¿Qué disposiciones deberían aplicarse de manera gradual?*
- *Se invita a los consultados a que se pronuncien acerca de si podrían incluirse en la ley de la UE determinados principios, y sobre qué objetivos de reglamentación deben ser prioritarios?*
- *En caso de que los consultados consideren interesante la elaboración de unos principios de alto nivel de la UE para los "mercados regulados", se les invita a manifestarse sobre si estos elementos deben contemplarse en una DSI única ampliada o si estos principios para los mercados regulados deben ser objeto de nueva legislación. ¿Qué grado de urgencia debe asignarse a la adopción de los principios de alto nivel?*

Fomento de la transparencia:

- *¿De qué modo deben modernizarse adecuadamente las disposiciones de la DSI sobre la transparencia? ¿En qué medida se requieren planteamientos comunes para garantizar que la negociación "fuera de mercado" no empeora indebidamente la eficacia de la fijación de precios para todos los inversores?*
- *¿Representa la fragmentación de la negociación entre diversos sistemas una amenaza para unos mercados de valores líquidos y eficientes? ¿Qué medidas concretas podrían adoptarse para promover la eficacia de la interacción de precios entre "mercados regulados" competidores?*

Compensación y liquidación:

- *Se invita a los consultados a comentar los problemas prácticos relativos al acceso a los sistemas de compensación y liquidación de los países asociados, y a la naturaleza de los impedimentos legales y administrativos al acuerdo transfronterizo de liquidación de valores.*
- *¿En qué áreas deben estudiar con mayor atención los supervisores de valores al considerar las posibles ramificaciones transfronterizas de la consolidación de la compensación y de las funciones de contraparte central? ¿Qué salvaguardias serían más eficaces para gestionar estos riesgos?*

ÍNDICE

Resumen analítico -.....	2
1. Introducción:	5
1.1. Aplicación de las conclusiones del Consejo Europeo de Lisboa:	5
1.2. Cambios estructurales en los mercados financieros de la UE:	6
2. Evaluación de la DSI:	6
2.1. Estructura y concepción:.....	6
2.2. Límites estructurales a la eficacia de la DSI:.....	9
3. Pasaporte único plenamente operativo:	10
3.1. Aclaración y ampliación de los derechos que confiere el pasaporte:.....	10
3.2. Protección de los inversores y gestión de las duplicaciones de la supervisión:.....	10
3.3. Nuevos participantes - sistemas alternativos de negociación:	12
4. Los mercados regulados y la infraestructura de negociación:.....	14
4.1. Pasaporte único para los "mercados regulados":.....	14
4.2. Principios de alto nivel para los "mercados regulados":	16
4.3. Transparencia:	18
4.4. Compensación y liquidación:.....	19
5. Camino a seguir	21
5.1. Formato de la revisión de la DSI:.....	21
5.2. Principios rectores para la revisión de la DSI:.....	22