

# LA UNIÓN DE MERCADOS DE VALORES: UNA NUEVA FRONTERA PARA EUROPA

A. SÁINZ DE VICUÑA BARROSO\*

- I. INTRODUCCIÓN: EL PROYECTO DE UNA UNIÓN DE MERCADOS DE VALORES
  1. EL PROGRAMA DE LA COMISIÓN JUNCKER 2014-2019
  2. LA JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO DE UNA UNIÓN DE MERCADOS DE VALORES
- II. LA VÍA DE UNA INTEGRACIÓN POR SEGMENTOS DEL MERCADO
- III. LA HISTORIA DEL PROYECTO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES
  1. EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS DE 1999
  2. EL INFORME DEL GRUPO DE SABIOS PRESIDIDO POR EL BARÓN ALEXANDER LAMFALUSSY SOBRE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS EUROPEOS DE VALORES DE 2001
  3. LOS INFORMES DEL GRUPO GIOVANNINI
  4. LOS INFORMES DEL GRUPO DE SEGURIDAD JURÍDICA («LEGAL CERTAINTY GROUP»)
  5. LA UNIÓN EUROPEA FRENTE A LA GLOBALIZACIÓN
  6. LA ACCIÓN INTEGRADORA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN EL ÁMBITO DE LOS VALORES
- IV. LA SUPERACIÓN DE LAS BARRERAS TÉCNICAS A LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES
  1. LOS INFORMES DE LOS GRUPOS DE EXPERTOS
  2. EL REGLAMENTO DE DEPOSITARIOS CENTRALES, LIQUIDACIÓN DE VALORES Y ENTIDADES CENTRALES DE CONTRAPARTIDA
  3. EL REGLAMENTO DE INFRAESTRUCTURAS EUROPEAS DE MERCADOS («EMIR», JULIO 2012)
  4. LA INSOLVENCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS EUROPEAS DE MERCADOS DE VALORES
- V. LA ARMONIZACIÓN DE LAS REGLAS DEL MERCADO
  1. INTRODUCCIÓN

---

\* El autor es Abogado del Estado, fue director del Servicio Jurídico del Instituto Monetario y del Banco Central Europeo entre 1994 y 2014; actualmente es asesor en KPMG Abogados. Este trabajo se ha terminado en enero 2015, con vista al estado de legislación existente hasta dicha fecha, y al estado en esa fecha de las páginas web que se citan.

2. LAS DIRECTIVAS Y EL REGLAMENTO SOBRE MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS
3. LAS DIRECTIVAS SOBRE FONDOS DE INVERSIÓN
4. LA NORMATIVA SOBRE LA PARTE DEL MERCADO DE CAPITALES CONOCIDA COMO «SISTEMA BANCARIO EN LA SOMBRA»
5. LAS NORMAS SOBRE BUEN FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS DE VALORES
6. LA SUPERVISIÓN EUROPEA DE LOS MERCADOS DE VALORES

## VI. CONCLUSIONES

**RESUMEN:** En este trabajo se recoge una parte del programa 2014-2019 de la Comisión Europea presidida por J.-C. Juncker, consistente en completar la Unión Bancaria con una Unión de Mercados de Valores, sintetizando la justificación para ella, y examinando algunos casos de integración de segmentos concretos del mercado de valores. Se resume también la importante actividad realizada desde 1999 por la UE para integrar los mercados de valores, así como el resultado normativo de ello, que pone las bases para que la proyectada nueva Unión de Mercados de Valores sea una realidad antes del fin de la legislatura de Mr Juncker. Se hace finalmente una valoración final de las tareas pendientes, y de la importancia que dicha nueva Unión podría tener para un país como España.

**PALABRAS CLAVE:** Unión de Mercados de Valores; Mercado Único; Mercado Interior; PYMES; Mercado de Capitales; Derecho de Valores Mobiliarios.

### A CAPITAL MARKETS UNION: A NEW FRONTIER FOR EUROPE

**ABSTRACT:** This paper reflects the part of the Program 2014-2019 of the European Commission chaired by Mr. J.-C. Juncker, aimed at complementing the Banking Union with a Capital Markets Union, summarizing its justification, and examining certain cases of integration of specific segments of the securities markets. Also, it summarizes the important work performed by the EU since 1999 to integrate the securities markets, and its normative results, which set the basis for achieving the projected Capital Markets Union by the end of the term of Mr. Juncker's Commission. Finally, there is an assessment of the pending tasks ahead, as well as a synthetic view of the importance of the new Union for a country like Spain.

**KEY WORDS:** Capital Markets Union; Single Market; Internal Market; SMEs; Securities Markets; Securities Law.

### L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITALAUX: UNE NOUVELLE FRONTIÈRE POUR L'EUROPE

**RÉSUMÉ:** Ce travail se réfère à la partie du programme 2014-2019 de la Commission Européenne présidé para Mr. J.-C. Juncker qui consiste à compléter l'Union Ban-

caire avec une Union des Marchés de Capitaux, résume sa justification et fait un examen des quelques cas d'intégration de segments concrets du marché. L'article fait un résumé des activités, importantes, développés depuis 1999 par l'UE pour intégrer les marchés de capitaux, ses résultats normatifs, qui donnent la base pour que l'Union des Marchés de Capitaux proposée soit une réalité avant la fin de la législature Juncker. Une évaluation est finalement faite des tâches qui restent à finir, ainsi que de l'importance que cette nouvelle Union aurait pour un pays comme l'Espagne.

MOTS CLÉS: Union des Marchés de Capitaux; Marché Unique; Marché Intérieur; PME; Marchés de Titres; Droit des Valeurs Mobilières.

## I. INTRODUCCIÓN: EL PROYECTO DE UNA UNIÓN DE MERCADOS DE VALORES

### 1. EL PROGRAMA DE LA COMISIÓN JUNCKER 2014-2019

El 15 de julio 2014 Mr. Jean-Claude Juncker, candidato a Presidente de la Comisión Europea, dijo en el Parlamento Europeo<sup>1</sup>:

*«Estoy convencido que debemos complementar las nuevas normas bancarias europeas con una Unión de Mercados de Valores. Para mejorar la financiación de nuestra economía debemos desarrollar e integrar más nuestros mercados de valores. Ello reducirá el coste del capital, en particular para las PYMEs, ayudará a reducir nuestra elevada dependencia de la financiación bancaria e incrementará el atractivo de Europa como lugar en el que invertir.»*

Mr. Juncker, ya Presidente de la Comisión, designó como nuevo Comisario de «Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de Mercados de Valores» al británico Lord Jonathan Hill, y en la Carta de Mandato que le dirigió el 1º noviembre 2014 le especificó<sup>2</sup> «En el curso de nuestro mandato quiero que Vd. se centre en ... conseguir en 2019 una Unión de Mercados de Valores bien regulada e integrada, que abarque a todos los Estados miembros, para maximizar en la economía real el potencial de los mercados de capitales y de las entidades financieras no bancarias.»

Poco después, Lord Hill respondió a Mr. Juncker en carta que, *inter alia*, decía: «Desarrollaré un Plan de Acción antes del verano del 2015, que será mi hoja de ruta para desarrollar una Unión de Mercados de Valores ambiciosa.»

<sup>1</sup> [http://ec.europa.eu/priorities/docs/pg\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/docs/pg_en.pdf)

<sup>2</sup> [http://ec.europa.eu/commission/sites/cwt/files/commissioner\\_mission\\_letters/hill\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission/sites/cwt/files/commissioner_mission_letters/hill_en.pdf)

En su discurso inaugural del 6 de noviembre 2014, Lord Hill reiteraba que<sup>3</sup> «Presentaré propuestas para conseguir una Unión de Mercado de Valores, un proyecto para los 28 Estados Miembros. Mi ambición es clara: ayudar a abrir el capital existente en Europa actualmente bloqueado y ponerlo en funcionamiento para apoyar a las empresas europeas, particularmente las PYMEs. Ahí es donde una Unión de Mercado de Valores, **una nueva frontera** para el mercado único europeo, tiene su papel. Si un nuevo empresario de la UE tiene una oportunidad para expandirse, actualmente sus opciones son acudir a su banco local o contar con su familia y amigos. Quiero ampliar sus opciones y facilitar su acceso a los mercados de capitales, de modo que acuda a inversores de cualquier país de la UE. Es bueno no sólo para la empresa sino para que los ahorradores tengan más opciones de inversión.» Y terminaba diciendo «La libre circulación de capitales era una de las cuatro libertades fundamentales del mercado único. Sin embargo, 60 años tras el Tratado de Roma, no tenemos todavía un mercado único de capitales que funcione. Mi tarea, nuestra tarea, es conseguirlo. No como un fin en sí mismo, sino por los beneficios que traerá: a los inversores, a los empresarios, a los consumidores, a los ciudadanos, a la economía en general y, desde luego, al crecimiento y al empleo.»

Este trabajo tiene por objeto contribuir a un primer análisis de esta «nueva frontera» europea, por usar el término «kennediano»<sup>4</sup> empleado por Lord Hill.

## 2. LA JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO DE UNA UNIÓN DE MERCADOS DE VALORES

La Unión Monetaria trajo consigo cierta europeización de los mercados de valores mayoristas. En efecto, la prohibición desde 1992 de establecer restricciones a los movimientos de capital dentro de la UE, unido a la eliminación en 1999 del riesgo de cambio por la introducción de la moneda única, y a la adopción de ciertas prácticas uniformes en los mercados —como por ejemplo la introducción de tipos de referencia para el mercado interbancario de toda la zona euro (Euribor y Eonia)— permitió a la banca europea ampliar su ámbito de financiación más allá de su frontera nacional tradicional y financiarse con el ahorro extranjero.

<sup>3</sup> [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-14-1460\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-1460_en.htm)

<sup>4</sup> Discurso de J.F. Kennedy ante la Convención Demócrata, 15.7.1960: «*The New Frontier of which I speak is not a set of promises— it is a set of challenges. It sums up not what I intend to offer the American people, but what I intend to ask of them.*»

El mercado mayorista se basa en la utilización de valores como garantía de la financiación, fundamentalmente el mercado de *repos* (abreviación en los mercados internacionales del término inglés «*repurchase operations*» —pactos de retroventa—), que opera frecuentemente junto con contratos adyacentes como el préstamo de valores o las ventas temporales recíprocas de valores («*swaps*»). De ahí que la unificación monetaria haya llevado consigo cierta integración en el ámbito de los valores mobiliarios, fomentada por el uso de condiciones de contratación armonizadas por las grandes organizaciones de mercado<sup>5</sup>. Así, por ejemplo, en el decenio 1999-2009 la banca española casi triplicó su balance agregado colocando cédulas hipotecarias en el sistema bancario del resto de la zona euro.

Sin embargo, dicha integración tuvo lugar casi exclusivamente en los mercados monetarios, en los que la banca tenía el acceso principal y donde los valores mobiliarios se negociaban sólo como garantía, colateralizando operaciones interbancarias. Por ello, la intermediación bancaria no se resintió con la ampliación a la zona euro de las fuentes de financiación, ya que la primera garantía del riesgo de crédito asumido por los prestamistas era tener a un banco como deudor, capitalizado y supervisado, siendo muy anómalos los impagos.

El hecho de ser la banca el actor principal en el mercado internacional de *repos* trajo consigo la consecuencia, al producirse la crisis bancaria en 2008 —quiebra del banco Lehman y paralización de los mercados mayoristas—, de un regreso a las fuentes de financiación puramente nacionales. En efecto, la banca dejó de ser por sí misma suficiente garantía en los mercados mayoristas —al quedar afectada por la crisis—, y los títulos que colateralizaban las operaciones dejaron de ser fiables, incluidos los representativos de riesgo soberano.

Con la puesta en marcha en 2010 del programa de compra de bonos soberanos por el BCE (denominado *Securities Market Program* o «*SMP*»), y de bonos garantizados (*Covered Bonds Purchase Program* —*CBPP*—; v.gr<sup>a</sup> cédulas hipotecarias) se revitalizó el mercado interbancario transnacional (resta-

---

<sup>5</sup> Principalmente, en Europa, la Federación Bancaria Europea y su filial *European Money Markets Institute* —EMMI—, con su «Contrato Marco Europeo para Operaciones Financieras» (<http://www.ebf-fbe.eu/european-master-agreement-ema/>) internacionalmente conocido como *European Master Agreement* o «*EMA*»; y la organización global ICMA con su contrato GMRA («*Global Master Repurchase Agreement*») y su órgano de estandarización europeo «*European Repo Council*». Los *swaps* se documentan por el EMA o por el Contrato-Marco de la organización global ISDA; los préstamos de valores, por el EMA o por el Contrato-Marco de la organización global ISLA.

bleciéndose el mecanismo de transmisión de la política monetaria), así como el anuncio el 6 de septiembre 2012 por el BCE de un nuevo programa de intervención en el mercado secundario de bonos soberanos y bonos garantizados en sustitución del SMP y CBPP. La puesta en marcha de la Unión Bancaria con el inicio del Mecanismo Único de Supervisión en 2014, así como el establecimiento del Mecanismo Único de Resolución, con efectividad prevista para enero 2016, han ido restableciendo la confianza entre bancos, por lo que el mercado mayorista de dinero ha mejorado, sin llegar a las cotas de los ocho primeros años del euro.

El Presidente del BCE, Mr. Draghi, en su rueda de prensa del 2 de octubre 2014 anunciando el nuevo programa del BCE de compra de titulizaciones y bonos garantizados, señaló que mientras la oferta de dinero primario (*narrow money*, M1) por el Eurosistema había crecido un 5.8% el último año, el crecimiento del dinero en el sistema bancario (*broad money*, M3) lo había hecho al 2.0%, pero —el dato importante para este artículo— el crecimiento anual del crédito a las PYMEs había sido negativo, de -2.0%, siendo moderadamente positivo para el crédito a las familias y a las grandes empresas. Queda claro que los emisores no bancarios no han alcanzado el libre acceso a mercados extranjeros, muy en particular las PYMEs, que quedan sujetas a mecanismos de intermediación bancaria, deteriorados en la crisis.

Es por lo tanto una situación que requiere mejora. Si la UE se compara<sup>6</sup> con el mercado financiero de los USA, se ve claramente la excesiva intermediación bancaria existente en Europa en relación con el gigante americano:

- En el año 2013 los emisores no bancarios en los USA colocaron en los mercados de valores 5.414.000 millones de dólares USA; en ese mismo ejercicio, los emisores no bancarios de los 18 países del euro colocaron 1.047.000 millones de euros en los mercados del área monetaria.
- En 2012, en los USA, el balance bancario agregado fue de un 0.8% del PIB; en la UE, el balance bancario agregado ese mismo año ascendió a casi el 400% del PIB de los 28 Estados Miembros.

En 2013, en los 28 Estados Miembros de la UE la financiación bancaria ascendió a 5.448.000 millones de euros, mientras que la financiación vía mercados de capitales apenas llegó a 1.701.000 millones de euros, un 23.8% del total. En los USA, la financiación por medio de valores asciende al en-

---

<sup>6</sup> Estadísticas del BCE, y del Informe del Grupo de Alto Nivel sobre Financiación a PYMEs y a infraestructuras, de 11 diciembre 2013 ([http://europa.eu/efc/working\\_groups/hleg\\_report\\_2013.pdf](http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf))

torno del 80% del total de financiación, siendo el 20% restante la contribución de la banca a la financiación de las empresas. Es decir, el sistema financiero de la UE es casi el reverso del de los USA.

Cabe decir que también la crisis financiera global se originó en los USA a raíz de la contaminación producida por valores defectuosos, como los bonos hipotecarios «*sub-prime*» o las titulizaciones con *ratings* injustificables —AAA o muy altos— que subieron la cifra de impagados muy por encima de la media europea. El Presidente del BCE, con referencia al nuevo programa de compra de bonos garantizados (v.grª hipotecarios) y de titulizaciones, señaló<sup>7</sup> que en los USA esas clases de valores tenían en conjunto, en el período de la crisis 2007-2013, una media del 18.4 % de impagos, mientras que en la UE la media de impagos en ese período y para la misma clase de valores no llegaba al 1.5 %, y si solamente se computaban las cédulas hipotecarias y las titulizaciones de préstamos al consumo —las especies más abundantes— los impagos no superaban el 0.1% en las primeras, y el 0.04% las segundas. Estas comparaciones permiten decir que un exceso de financiación no bancaria —vía mercados de capitales— conlleva sin duda un mayor riesgo, que la intermediación bancaria sin duda limita. Es necesario un justo equilibrio entre la financiación bancaria y la de los mercados de capitales, y también una regulación adecuada de ambos —que en los USA se plasma en la extensa Ley de Reforma de Wall Street y de Protección del Consumidor de 21 julio 2010, conocida como «*Dodd-Frank Act*»<sup>8</sup>—.

Pero si algo ha quedado demostrado en la reciente crisis financiera es que un exceso de intermediación bancaria, como es el caso general en Europa y significativamente en España, por mucha mejora que nuevos sistemas de supervisión incorporen, presenta riesgos de carácter sistémico, riesgos para las finanzas públicas, y rigideces en la absorción de *shocks* y corrección de desequilibrios.

La proyectada Unión de Mercados de Valores diluye los riesgos, al distribuirse entre los múltiples inversores de una pluralidad de países, mientras que —recíprocamente— reparte la inversión acentuándola en los mercados de mayor crecimiento potencial, y, en definitiva, permite una mayor flexibilidad y eficiencia en la financiación de la economía.

---

<sup>7</sup> Rueda de prensa del 6.11.2014, respondiendo a una pregunta acerca de si el BCE iba a convertirse en un «banco malo» con su programa de compras de bonos y titulizaciones (<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141106.en.html>)

<sup>8</sup> <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

## II. LA VÍA DE UNA INTEGRACIÓN POR SEGMENTOS DEL MERCADO

Existen algunos segmentos del mercado de valores que se han integrado relativamente bien. Se han movido en los ámbitos en los que la normativa aplicable permite la libertad contractual y la auto-regulación, normalmente circunscritos al mercado entre «profesionales».

El caso más paradigmático es el de los **Eurobonos**, término acuñado en 1963 para definir al caso de Obligaciones emitidas por grandes corporaciones multinacionales o instituciones supranacionales para captar normalmente financiación a largo plazo en divisas extranjeras, la mayoría denominadas en dólares USA («*Yankee bonds*»), y el resto en yenes japoneses («*Samurai bonds*»), o libras esterlinas («*Bulldog bonds*»), así como algunas emisiones en el siglo pasado en marcos alemanes («*DM bonds*»), vistas con recelo por el Bundesbank y sujetas a su autorización, dado su efecto en la oferta monetaria) y en ECUs, (hoy en Euros y sin autorizaciones preceptivas). Las emisiones en Francos Suizos estaban y están prohibidas por el banco central suizo.

Los Eurobonos se emiten bajo reglas y condiciones establecidas, más o menos uniformes, por la organización global con sede en Suiza denominada *International Capital Market Association* —ICMA—. A pesar de su naturaleza privada, tiene ésta un carácter de «regulador» del mercado de Eurobonos, con representación de los principales actores, presente en foros financieros internacionales, y a cuya normativa se someten los emisores e inversores en Eurobonos, existiendo incluso un procedimiento disciplinario al que las partes intervinientes quedan sujetas, y un sistema arbitral de solución de litigios con sede en Zurich.

El mercado administrado por ICMA tiene como depositarios bien a Euroclear —entidad belga con sede en Bruselas—, o bien a Clearstream —entidad localizada en Luxemburgo—. Las legislaciones de Bélgica y de Luxemburgo fueron adaptadas en los 1960s para permitir a ambas entidades, que tienen naturaleza de entidades bancarias pero con objetivo social focalizado en el depósito de valores, actuar en el entonces creciente mercado global de Eurobonos. Y los Eurobonos acceden a mercados organizados cuando la normativa de éstos lo permite, como así ocurre con las principales bolsas del mundo.

Se puede decir que el mercado de Eurobonos es un mercado global, no sólo europeo, y bien integrado. No es quizás adecuado —por su coste y dimensión— para PYMEs, ni para ahorradores no profesionales («*retail market*»).



Distinto es el caso de otras organizaciones europeas que han integrado parcialmente **otros segmentos del mercado**, mediante una armonización de estándares, el sometimiento a una supervisión más o menos ligera por parte de una organización de Derecho privado, y el otorgamiento de un Diploma o «*Label*» acreditativo de ello, garantizando así al inversor el cumplimiento de un mínimo de condiciones.

En esta categoría puede mencionarse el caso del **mercado de pagarés a corto** denominados en euros organizado en 2001 por la Federación Bancaria Europea (FBE) en cooperación con el BCE, y denominado Programa STEP. La FBE constituyó un organismo filial denominado *European Money Markets Institute* (EMMI), que organiza el mercado de pagarés de empresa de hasta un año, denominados en euro, y que otorga el «*STEP Label*» una vez comprobado que el condicionado de una emisión de dichos pagarés cumple las condiciones fijadas, particularmente en la *STEP<sup>9</sup> Market Convention*. El BCE como «tercero neutral» produce las estadísticas del mercado STEP, que se considera estratégico para integrar el mercado monetario.

También, más reciente, la iniciativa puesta en marcha en 2012 de *PRIME Collateralised Securities*<sup>10</sup> —PCS—, cuyo objeto es otorgar el «*PCS Label*» a aquellas **titulizaciones** (*Asset-Backed Securities* —ABS—) que cumplan todos los criterios de elegibilidad de activos titulizables, valoración, transparencia, liquidez, simplicidad, y retención por el emisor, establecidos en la normativa adoptada por los órganos de PCS Europe ASBL, una institución asociativa con sede en Bruselas. La iniciativa concuerda con los criterios seguidos por el BCE en cuanto se refiere al nuevo programa e intervención en los mercados de titulizaciones, que establece condiciones de elegibilidad, simplicidad y transparencia para esa clase de valores. Ello sin duda permite una convergencia de condiciones en el mercado de titulizaciones, muy necesaria para su integración transnacional.

Los ejemplos anteriores muestran la viabilidad de proceder a una integración por segmentos del mercado de valores, en vez de pretender una armonización general para todo tipo de valores, notablemente más compleja y por tanto difícil.

---

<sup>9</sup> [www.stepmarket.org/](http://www.stepmarket.org/)

<sup>10</sup> [www.pcsmarket.org/](http://www.pcsmarket.org/)

### III. LA HISTORIA DEL PROYECTO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

#### 1. EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS DE 1999

Aunque el término acuñado por Mr. Juncker de una «Unión de Mercados de Valores» es novedosa, y sintoniza con la terminología de las otras «uniones» (monetaria, bancaria, fiscal y económica) acordadas por el Consejo Europeo en diciembre 2012, la idea de integrar los mercados de valores tiene cuando menos una antigüedad de 15 años. En efecto, ya en 1999 en la *foulée* del comienzo de la Unión Monetaria, la Comisión presentó al Consejo el programa de actuaciones para integrar los mercados financieros denominado Plan de Acción para los Servicios Financieros. Dicho Plan contenía un elenco de 42 medidas normativas encaminadas a suprimir las restricciones a dicha integración, de las cuales varias referentes a los mercados de capitales:

- Revisión de la Directiva de Servicios de Inversión de 1993 (*Investment Services Directive* —ISD—)
- Directivas sobre Fondos de Inversión (conocida luego por sus siglas inglesas: UCITS —*Units of Collective Investments in Transferable Securities*—).
- Directiva sobre Garantías Financieras (*Financial Collateral Directive* —FCD—).
- Directiva sobre Operaciones de Operadores Privilegiados y Manipulación de Mercado (*Insider Dealing and Market Manipulation Directive*).
- Directiva sobre OPAs.
- Directiva sobre Folletos de Emisión (*Prospectuses Directive*).
- Directiva sobre Transparencia

A ellas aludiremos resumidamente más adelante.

#### 2. EL INFORME DEL GRUPO DE SABIOS PRESIDIDO POR EL BARÓN ALEXANDER LAMFALUSSY SOBRE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS EUROPEOS DE VALORES (2001)

Las dificultades de todo orden para llevar a cabo un Plan de Acción tocante a la fibra central de las economías nacionales, unido a cierta desconfianza de los Estados en la Comisión para un plan tan ambicioso y sensible, llevó al Consejo Ecofin a crear en julio 2000 un Grupo de Sabios presidido por el barón Alexander Lamfalussy, con el objeto de organizar la tarea nor-

mogenética encaminada a integrar los mercados de capitales con participación de los Estados Miembros y del Parlamento. Dicho Grupo incluyó a siete personas ilustres del sector financiero, entre ellas al entonces Gobernador del Banco de España Prof. Dr. D. Luis Ángel Rojo, con la DG Mercado Interior como Secretaría<sup>11</sup>.

El Informe del Grupo se presentó el 15 de febrero 2001<sup>12</sup>. El núcleo fundamental del Informe consistía en resumir las ventajas de la integración europea de mercados de valores, enumerar las prioridades, y en diferenciar y estructurar los niveles políticos, técnicos y de ejecución de las normas de integración en cuatro niveles, dando entrada a los Estados miembros en el complejo proceso normativo que se avecinaba:

- Nivel 1, Ministros, Comisión, Parlamento, impulso político, y adopción de normas básicas; seguimiento y revisión crítica de resultados.
- Nivel 2, grupo de Secretarios de Estado, Comisión y Parlamento: traslación de orientaciones políticas a medidas concretas, consultas con sectores afectados y respuesta a problemas suscitados.
- Nivel 3, grupo de Reguladores o Supervisores, preparación técnica y redacción de las normas, enfoque comparativo y fijación de estándares, convergencia de criterios, monitorización/control recíproco («peer review»).
- Nivel 4, grupo de Supervisores: coordinación en la ejecución de normas, rol interpretativo, coordinación de la supervisión de mercados de valores.

A raíz del Informe Lamfalussy, aprobado por el Consejo en Estocolmo, en marzo 2001, y por el Parlamento en febrero 2002, se creó el Comité de Reguladores Europeos de Valores (*Committee of European Securities Regulators*—CESR—) como Niveles 3 y 4. Dicho Comité fue el centro de gravedad de la normativa sobre valores derivada del Plan de Acción de Servicios Financieros.

La bondad e inteligencia del «sistema Lamfalussy» hizo que el Consejo decidiera en mayo 2004 extenderlo a los sectores bancario y de seguros, creándose entonces los 4 niveles de acción en dichos ámbitos, embriones de las actuales «Autoridades Europeas» de supervisión<sup>13</sup> en funcionamiento desde 2011.

<sup>11</sup> El Secretario del Grupo de Sabios fue Mr. David Wright, que en la actualidad es el Secretario General de IOSCO (*International Organisation of Securities Commissions*, la institución internacional de reguladores y supervisores de los mercados de valores, con sede en Madrid).

<sup>12</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf)

<sup>13</sup> Seguros: EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*); Banca: EBA (*European Banking Authority*); Valores: ESMA (ver más adelante).

### 3. LOS INFORMES DEL GRUPO GIOVANNINI

La Comisión creó en 1996 un grupo de expertos de los mercados de capitales europeos para asesorarla en cuanto se refería a su integración, en particular con la vista puesta en la Unión Monetaria. Designó para presidirla a máximo ejecutivo de una conocida firma europea de inversiones y gestión de activos, Dr. Alberto Giovannini. El Grupo Giovannini terminó su mandato en 2010, tras elaborar una serie de Informes que desbrozaron la tarea técnica de integrar a los mercados de valores en Europa. En el curso de ese período, su composición fue variando. El Secretariado se llevó por la Comisión Europea, y el BCE tuvo un representante. Ese Grupo produjo cuatro Informes seminales, sobre los que se ha construido una parte importante del edificio europeo de mercados de capitales:

- a) *«El impacto de la introducción del euro en los mercados de capitales»* (1997). En este Informe se hacen recomendaciones acerca de la re-denominación de valores al euro, y sobre nuevas convenciones o estándares para los mercados una vez re-denominados al euro (v.gr<sup>a</sup> sobre cómputo de plazos, sobre cambio de tipos de referencia al Euribor, etc.). Cumplió su función con un proceso de re-denominación de los mercados mayoristas en los primeros días de 1999 impecable y sin problemas.
- b) *«El mercado de repos: oportunidades para un cambio»* (1999). El Informe enumera los aspectos que deben reformarse para que el mercado mayorista de repos en euro operen de forma transnacional en la zona monetaria. También aquí el resultado ha sido óptimo.
- c) *«La coordinación en la emisión de deuda pública en el área del euro»* (2000)<sup>14</sup>. Se analizan en ese informe cuatro niveles posibles de coordinación en la emisión de deuda soberana, con los beneficios que cada uno conllevaría en cuanto a integración de dicho segmento del mercado. Queda en este campo del mercado primario mucho por hacer.
- d) *«Compensación y Liquidación transnacional de Valores en la UE»* (2001)<sup>15</sup>, ampliado y mejorado con un Segundo Informe sobre Compensación y Liquidación transnacional de Valores en la UE (2003)<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication6372\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6372_en.pdf)

<sup>15</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf)

<sup>16</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf)

Éstos dos Informes analizaron las barreras que impiden o dificultan la integración de los mercados de valores, distinguiendo tres categorías:

- Diferencias nacionales en las infraestructuras de valores (v.grª plataformas del mercado, régimen de compensación, liquidación y depósito de valores).
- Diferencias nacionales en cuanto a fiscalidad en la emisión, negociación, liquidación, y en operaciones corporativas (v.grª pagos de intereses o dividendos) de valores.
- Diferencias jurídicas acerca del modo de emisión de valores anotados en cuenta, de su depósito, y de operaciones sobre los mismos.

#### 4. LOS INFORMES DEL GRUPO DE SEGURIDAD JURÍDICA («LEGAL CERTAINTY GROUP»)

Para tratar de las diferencias jurídicas enumeradas en los dos últimos Informes del Grupo Giovannini, se constituyó en 2005 un Grupo de Expertos Juristas con el mandato de examinar dichas diferencias y hacer recomendaciones a la Comisión sobre el modo de resolver dichas barreras legales a la integración europea de valores.

El punto de partida puede resumirse así. Desde principios de los 1980s, los títulos-valores, tradicionalmente incorporados a un papel físico, han ido transformándose en la Europa occidental<sup>17</sup> en anotaciones contables. La regulación de los valores anotados en cuenta ha sido diversa en los Estados de la UE, pudiéndose quizás agrupar en los siguientes tres grupos:

- a) El sistema anglosajón (y norteamericano) de «*certificatd securities*»: los títulos de papel existen en la creación o emisión de valores, con firmas físicas y sellos, pero tienen normalmente la forma de un Certificado comprensivo de la total emisión de una serie de valores fungibles que se entrega y queda inmovilizado hasta su redención en un depositario (de ahí la denominación alternativa de «*immobilized securities*»); el deposita-

---

<sup>17</sup> En los países comunistas del Este europeo la normativa sobre anotaciones en cuenta data de los 1990s. En los USA la digitalización de valores nace en 1973, tras la «crisis del papel» en la que las montañas de títulos físicos pendientes de traspaso motivaba no sólo importantes retrasos en la liquidación de valores sino también riesgos e incertidumbres. No obstante, salvo para la deuda pública federal, se mantuvo el título físico inicial de las series de emisiones, a modo de documento que incorpora el pasivo asumido por el emisor, digitalizándose sólo las operaciones subsiguientes.

rio puede ser o no un depositario central, ya que el título incorpora los derechos que de él se derivan, y por lo tanto pueden emitirse valores con intermediarios financieros que ofrecen el servicio de custodia. A continuación, dicho depositario abre cuentas de valores a los inversores que compran «partes» de dicho Certificado (normalmente un número de unidades de la serie), y los compradores de dichas «partes», si son intermediarios financieros, abren a su vez en sus libros (es decir, informáticamente), cuentas de valores a inversores ulteriores. Se produce así una cadena de depósitos de valores, representados en anotaciones contables salvo en el eslabón físico original. A lo largo de dicha cadena pueden realizarse todo tipo de operaciones (préstamos de valores, repos, prendas y re-prendas, etc.), con la seguridad de que finalmente sólo hay un título físico que acredita el total pasivo del emisor (si hubiera descuadres, la responsabilidad es del eslabón de la cadena de anotaciones que corresponda, pero nunca del emisor). Dicha seguridad hace que sea un sistema que permite operaciones internacionales y de diversa naturaleza, siempre que se trate de títulos regidos por el Derecho del país que reconozca este tipo de régimen (en general, de la familia del *Common Law*, donde no hay *numerus clausus* de tipología de derechos<sup>18</sup>). Así, un derecho de «propiedad» *in rem* sobre el título existe normalmente sólo en el primer titular del mismo en la cadena de inversores, mientras que los demás eslabones de la cadena de inversores adquieren derechos *in personam* sobre quien les ofreció la inversión (oferente que puede ser o no dueño —por ejemplo, puede haber tomado a préstamo los títulos que vende, asumiendo que los devolverá luego mediante futuras compras en el mercado); así, los derechos que el inversor adquiere se denominan en el Artículo 8 del Código de Comercio Uniforme de los USA (UCC) genéricamente como «*securities entitlement*», esto es, derecho contractual del inversor en valores a las prestaciones pactadas con su causante).

- b) El sistema de un único depositario central de valores de naturaleza jurídico-pública y plenamente informatizado; es el sistema de países pequeños o medianos (Finlandia, Suecia, Grecia, etc.) los valores se crean directamente abriendo una cuenta en dicho depositario central por el emisor, y a

---

<sup>18</sup> El mayor depositario del mundo, Depository Trust Clearing & Custody —DTCC—, basado en Nueva York, tiene operaciones no sólo en los USA sino en los grandes centros financieros internacionales en los que opera bajo el sistema del *Common Law* tal y como éste se plasma en esta materia en el Art. 8º del UCC de los USA, reformado en 1994 (Londres, Hong Kong, Singapur, Manila, Seúl, Shanghái, Sydney, Tokyo, Toronto).

medida que los valores se van suscribiendo por inversores, dicho depositario central va anotando las transferencias y operaciones realizadas sobre ellos. Las operaciones que hagan otros intermediarios financieros, sea o no en mercados organizados, y dentro o fuera del país, no tienen efectos jurídicos *erga omnes* —o frente al emisor— hasta que se anotan en el depositario central único. Se diferencia del sistema anglosajón en la imposición de un monopolio jurídico-público de la función de depositario central de valores que da fe de los derechos sobre los mismos, y en evitar un papel físico inicial que *incorpora* los derechos contra el emisor.

- c) Los sistemas intermedios, en los que hay un depositario central, privado<sup>19</sup>, en el cual se «crean» los valores que se emiten mediante anotaciones en cuenta, y en el que los demás intermediarios financieros abren sus cuentas maestras de valores, produciéndose a continuación la cascada de cuentas de valores en los libros de dichos intermediarios, dentro o fuera del país, hasta el inversor último. Es el sistema de los dos grandes depositarios transnacionales europeos<sup>20</sup>, nacidos en los años sesenta del siglo pasado al calor de los Eurobonos, *Euroclear*<sup>21</sup> y *Clearstream*<sup>22</sup>, y de los sistemas italiano<sup>23</sup> y español<sup>24</sup>. Dentro de este grupo intermedio, cabe sub-distinguir

<sup>19</sup> Aunque pueda tener accionistas públicos, como fue el caso en España durante el tiempo que el Banco de España fue accionista parcial del depositario central Iberclear S.A., pasando más tarde en su totalidad al grupo Bolsas y Mercados Españoles S.A.; de Francia mientras el Banco de Francia participó en el depositario central Sicovam, posteriormente adquirido por Euroclear S.A.; y de Italia mientras el Banco de Italia fue accionista —junto con la Bolsa italiana— de Monte Titoli S.p.a., hasta su adquisición total en 2002 por la Bolsa Italiana y en 2007 por el grupo London Stock Exchange.

<sup>20</sup> Se estima que su actividad conjunta como depositarios representa aproximadamente un 38 % del total de la UE.

<sup>21</sup> Con siete depositarios nacionales en la UE bajo ese nombre, cada uno bajo su normativa nacional (Amsterdam, Bruselas, Estocolmo, Helsinki, Londres, Luxemburgo, y París; fuera de Europa ofrece similares servicios en Beijing, Dubai, Hong Kong, Nueva York, Singapur y Tokio; la actividad europea de Euroclear representa algo más de la mitad de su negocio global; [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)).

<sup>22</sup> Del grupo *Deutsche Börse*; tiene tres depositarios centrales bajo ese nombre (uno en Frankfurt y dos en Luxemburgo, para emisores de fuera de Luxemburgo y para emisores radicados en Luxemburgo; [www.clearstream.com](http://www.clearstream.com)).

<sup>23</sup> El depositario central italiano, Monte Titoli S.p.a., es desde 2007 parte del grupo *London Stock Exchange*, un conglomerado de servicios globales de valores que incluye mercados organizados, como las bolsas de Londres, de Milán, de Oslo, y de Mongolia; servicios de depositaría de valores en Luxemburgo; servicios de contraparte central (*London Clearing House* —LCH.Clearnet—); y otros servicios ([www.lseg.com](http://www.lseg.com)).

<sup>24</sup> El depositario central español es Iberclear S.A., del grupo Bolsas y Mercados Españoles BME S.A. Los demás intermediarios financieros que ofrecen cuentas de valores al público

el sistema alemán —seguido también por el austríaco—, en el que los valores emitidos no son unidades individualizadas, sino porcentajes de participación en las series de valores emitidas (así, un inversor adquiere v.grª, un 0'000348% de la Serie X de Bonos emitidos por la Empresa Y, y no un número Z de dichos bonos).

En la UE hay unas 30 entidades —algunas públicas y otras privadas— que realizan la función de depositarios centrales, esto es, la función de «creación» de valores mediante su inscripción en una cuenta (mercado primario), además de abrir cuentas de valores para operadores en el mercado secundario. En comparación, en los USA sólo hay dos: Depository Trust Clearing & Custody Company DTCC (todo tipo de valores; entidad privada, sujeta a la supervisión federal<sup>25</sup>) y Fedwire Securities (sólo deuda pública; un servicio del Sistema de la Reserva Federal). Puede afirmarse que en la UE hay un exceso de capacidad instalada, protegida por ordenamientos nacionales particulares, que fracciona un mercado potencialmente similar al norteamericano, e impide el flujo natural de capitales de los Estados más excedentarios hacia los países más necesitados de capital.

La pluralidad de los sistemas existentes sobre creación y tráfico de valores anotados en cuenta tiene como elemento común el hecho de que dichos sistemas funcionan bien en el plano doméstico, pero crearían una enorme inseguridad jurídica si se abrieran al tráfico internacional de valores. Preguntas tan simples como ¿cómo se crean valores anotados en cuenta? ¿cómo se transfieren? ¿a qué inversor le paga intereses o dividendos el emisor? ¿qué se entiende por «valores»? ¿qué requisitos se exigen para la pignoración de valores extranjeros? ¿cabe, y con qué condiciones, la re-pignoración de valores (*re-hypothecation*)? ¿qué Derecho nacional se aplica a la copropiedad de valores emitidos en diferentes países —*securities pools, multi-currency funds, etc.*—? ¿qué requisitos formales se aplican a las operaciones transnacionales sobre anotaciones en cuenta?, etc. no tendrían fácil respuesta. Además, no cabría contemplar una consolidación de infraestructuras pan-europea, sino que cada país mantendría la suya, encareciendo y haciendo ineficiente el funcionamiento de un mercado de valores paneuropeo integrado.

El Grupo de Seguridad Jurídica abordó esta difícil problemática en dos informes, en 2006 y en 2008. El segundo informe mejora y completa el pri-

---

tienen cuenta en Iberclear. Muchos de ellos tienen cuentas de valores con Euroclear, Clearstream, u otros, bajo el Derecho que rige dichos depositarios, centrales o no.

<sup>25</sup> Clasificada como «*self-regulatory organization*», y sujeta a la supervisión de la *Securities and Exchange Commission*.



mero, por lo que es el relevante para su examen<sup>26</sup>. En una fase preliminar, el Grupo hizo un análisis comparativo<sup>27</sup> del Derecho nacional de los valores anotados en cuenta, identificando las diferencias básicas y los principales problemas a abordar.

En su Informe final del 2008 el Grupo de Seguridad Jurídica recomendó no armonizar los Derechos nacionales sobre anotaciones en cuenta, sustituyéndolos por uno europeo, dada la dificultad derivada de su entronque con aspectos básicos del Derecho nacional (derechos reales, derecho de contratos, derecho societario, derecho de los valores mobiliarios, incluso derecho de insolvencias —v.gr<sup>a</sup> valores «subordinados»—) sino plantear un enfoque funcional de la operativa de las anotaciones en cuenta, aclarando «quién hace qué». Bajo ese enfoque funcional, hizo 15 Recomendaciones, de las que las 11 primeras contenían su núcleo básico, resumidamente:

- La necesidad de establecer un marco europeo regulando los efectos jurídicos de los apuntes en las cuentas de valores, en particular los métodos para adquirir y disponer de valores anotados, el contenido mínimo de las anotaciones en cuenta, reglas sobre efectividad y retroacción de apuntes, regla «*no credit without debit*» (para evitar la llamada «inflación de valores», v.gr<sup>a</sup> computando dos veces valores cedidos en préstamo o en repo), reglas de prioridad en casos de conflicto, régimen de las instrucciones del titular de la cuenta, reglas sobre embargo de cuentas.
- La responsabilidad del Depositario de valores en cuenta.

Las Recomendaciones 12 a 14, abordan el régimen de las llamadas «acciones corporativas», esto es, el ejercicio del derecho de voto en las acciones societarias, o en decisiones del sindicato de bonistas, cuándo se fija quién es el acreedor de dividendos o intereses, régimen idiomático de anuncios societarios, toma de decisiones en caso de opciones ofrecidas por el emisor a cada titular, obligaciones de los depositarios de facilitar el ejercicio de los derechos del cuenta-habiente, derecho a ejercitar en otro país sin discriminación los derechos derivados de los valores.

Finalmente, la Recomendación 15 alude al *locus* de los valores representados en cuenta. En una cadena de depositarios, ¿en qué país se ubica el valor? Para ello recomienda que la norma europea permita que un emisor de un Estado miembro pueda emitir en el depositario central de otro Estado miem-

<sup>26</sup> De 105 páginas ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf))

<sup>27</sup> De 667 páginas ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/background/comparative\\_survey\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/comparative_survey_en.pdf))

bro, es decir, que se termine con las normas nacionales que imponen a los emisores propios emitir sus valores en el depositario nacional; y, recíprocamente, abrir a los depositarios nacionales la capacidad de aperturar y administrar cuentas de valores emitidos por no-residentes, de modo a ofrecer al emisor el derecho a decidir dónde emitir sus valores, y a los adquirentes de valores el derecho a decidir dónde ubicarlos («exportabilidad» de los valores). Esta Recomendación cubre por lo tanto un aspecto esencial del camino hacia la consolidación de infraestructuras de valores anotados en cuenta, con la mejora de eficiencia e integración de mercados correspondiente.

Aunque inicialmente se encomendó al Grupo de Seguridad Jurídica también otra de las barreras legales identificadas por el Segundo Informe Giovannini (Barrera nº 14), las diferencias jurídicas en la toma de garantías sobre valores anotados en cuenta, el Grupo consideró correctas las soluciones aportadas por la Directiva sobre Garantías Financieras («*Financial Collateral Directive*» —FCD—) del año 2002, procediéndose de todas maneras a una actualización de la misma en el año 2009.

El Grupo de Seguridad Jurídica abordó la Barrera nº 15 del Segundo Informe Giovannini: el Derecho Internacional Privado de los valores anotados en cuenta. ¿Qué Derecho nacional regula la creación de valores anotados, su disposición y operaciones con ellos? Cuando los valores estaban incorporados a un título, el Certificado, y su emisión estaba sujeta a requisitos formales (v.grª escritura pública o inscripción en un registro), la conexión con un Derecho nacional estaba clara; pero si un emisor emite en un depositario extranjero, o los valores se «exportan» a éste una vez creados, ¿qué Derecho se le aplica? Los trabajos del Grupo de Seguridad Jurídica en relación con esta Barrera se basaron en el llamado «criterio PRIMA» («*Place of the Relevant Intermediary Approach*»), según el cual los valores anotados en cuenta deben de regirse por el Derecho aplicable a la cuenta de valores en la que constan registrados, y cuando hay una cadena de depositarios, por el Derecho aplicable a la cuenta de valores «relevante», identificable en el código alfa-numérico de la cuenta y/o en la dirección postal del establecimiento que la contabilice en sus libros.

El criterio PRIMA figuraba ya en el Art. 9(1) de la Directiva sobre Garantías Financieras del 2002, así como en el Art. 9(2) de la Directiva sobre Firmeza de Liquidaciones («*Settlement Finality Directive*» o SFD) y en el Art. 24 de la Directiva sobre Re-estructuración de Bancos («*Winding-up Directive*»); no obstante, algunos países de la UE alegaron la dificultad de ubicar una cuenta de valores, por ejemplo cuando hay un centro informático

al que se conectan las cuentas de valores gestionadas descentralizadamente, o cuando hay una cadena de depósitos en diferentes Estados (v.grª cuando existe un «*omnibus account*» o cuenta maestra en un depositario principal, de la que «cuelgan» anotaciones de valores en diferentes países). El Informe del Grupo mantuvo el criterio PRIMA, pese a las mencionadas dudas.

## 5. LA UNIÓN EUROPEA FRENTE A LA GLOBALIZACIÓN

El avance de los trabajos europeos para integrar los mercados de valores en la UE motivaron una súbita dinamización de dos organismos internacionales que hasta la fecha no habían tenido actividad alguna en el ámbito de los mercados de capitales y de los títulos valores: La Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado, organización cuyo mandato es armonizar las normas de conflictos de leyes; UNIDROIT, la organización internacional con sede en Roma cuyo objeto es la armonización global del Derecho Privado.

### A) *La Conferencia de La Haya*

Esta Conferencia se puso en marcha el año 2004 para intentar uniformar el derecho internacional privado de los valores mobiliarios anotados en cuenta. Para ello contó con el apoyo de algunos grandes centros financieros globales y con el objeto natural de potenciarlos atrayendo posible negocio europeo. Nunca hasta entonces dicha organización internacional se había dedicado al mundo de los valores mobiliarios. Para poder captar el negocio de valores emitidos en otros países era fundamental la aplicación preferencial del criterio de conexión predominante en el mundo contractual privado: los valores anotados en cuenta deben de regirse por el Derecho que las «partes» elijan. Como antes se expuso, la UE había adoptado desde 2002 un criterio «objetivo» de conexión entre los valores y un Derecho nacional: el citado criterio «PRIMA» («*Place of the Relevant Intermediary Approach*»). Algunos países de la UE habían quedado descontentos con dicho criterio, que «anclaba» de modo objetivo a otras jurisdicciones cuentas de valores que podrían ser atraídas a sus centros financieros en un futuro mercado integrado de valores.

La mayoría de países de la UE consideraba el criterio PRIMA como más objetivo, y por tanto con mayor seguridad jurídica, ya que la identificación de la cuenta de valores relevante permite a los terceros saber si los títulos

sobre los que negocia se rigen por, v.gr<sup>a</sup>, el Derecho alemán o el de las Islas Caimán; si se dejara al pacto *inter partes* decidir en cada momento qué Derecho rige un valor mobiliario, los terceros sufrirían de una mayor inseguridad jurídica, y los mercados añadirían el factor legal a la valoración de cada operación; por otro lado, el criterio de conexión sería cambiante, al depender del acuerdo entre las contrapartes en cada momento. Naturalmente, los grandes centros financieros veían más importante la buena reputación de los grandes intermediarios internacionales, que el detalle del punto de conexión legal, y pelearon en La Haya durante más de dos años para conseguir la supresión del criterio PRIMA y su sustitución por el acuerdo entre las partes.

Tras innumerables discusiones, el resultado fue que, efectivamente, el Convenio Sobre Derecho Aplicable a los Valores Anotados en Cuenta, se adoptó el 5 julio 2006 con un criterio favorable a la libertad contractual y por lo tanto contrario a PRIMA, dado el enorme *lobby* —allí y en los foros donde pudieron manifestarse en el curso de los años 2005 y 2006— de los grandes intermediarios y bufetes financieros internacionales. Casi un decenio desde entonces, el hecho cierto es que ese Convenio no ha entrado en vigor por falta de ratificaciones suficientes y por la oposición de varios países de la UE a perder el criterio PRIMA, más seguro<sup>28</sup>.

## B) UNIDROIT

Las discusiones intra-europeas del Grupo de Seguridad Jurídica para armonizar el derecho de los valores mobiliarios anotados en cuenta fueron también elevadas a una discusión global mediante la activación de la veterana institución de unificación del Derecho privado, UNIDROIT (*Institut International pour l'Unification du Droit Privé*), con base en Roma. Nunca UNIDROIT había trabajado previamente en el campo de los valores mobiliarios.

En 2003 UNIDROIT convocó a un grupo de expertos (la mayoría miembros de bufetes de abogados del mundo financiero) para analizar la posibilidad de preparar una Conferencia cuyo objeto era la unificación global de las reglas sustantivas aplicables a valores anotados en cuenta («*Harmonised substantive rules regarding securities held with an intermediary*»). El Informe de dicho grupo<sup>29</sup> recomendaba abordar el tema globalmente a través de UNIDROIT, se-

<sup>28</sup> [http://www.hcch.net/index\\_en.php?act=conventions.text&cid=72](http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.text&cid=72)

<sup>29</sup> <http://www.unidroit.org/english/documents/2003/study78/s-78-008-e.pdf>

ñalando algunos principios sustantivos que una futura Convención internacional debería de contener y desarrollar.

Tras una primera reunión en Roma de los países miembros de UNIDROIT, con la Comisión Europea y el BCE como observadores, se acordó seguir la recomendación del citado grupo de expertos de abordar el tema mediante una convención internacional armonizadora. El grupo preparó un anteproyecto de Convenio y Suiza ofreció Ginebra como sede para las reuniones subsiguientes de los Estados miembros de UNIDROIT.

Tras dos largas sesiones con el amplio intervalo de un año entre las mismas, hubo finalmente acuerdo sobre el texto de un Convenio en octubre 2009 («*UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities*»<sup>30</sup>). Dicho acuerdo fue posible porque el Convenio resultante, lejos de unificar sustantivamente el Derecho mobiliario de valores anotados en cuenta, lo que contenía consistía en algunos principios básicos y abundantes referencias cruzadas a los Derechos nacionales, o al Derecho de las organizaciones regionales de carácter supranacional —léase la UE— más una serie de opciones abiertas para los países signatarios, y de áreas que no deberían entenderse incluidas en el ámbito del Convenio. Un texto, si cabe decirlo, de lectura y comprensión difícil, producto de compromisos y cláusulas de redacción excesivamente trabajadas. El resultado, seis años después de acordarse ese texto, es que el Convenio no ha entrado en vigor por no tener el mínimo requerido de tres ratificaciones.

## 6. LA ACCIÓN INTEGRADORA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN EL ÁMBITO DE LOS VALORES

La contribución del BCE a la integración de los mercados de valores ha sido muy significativa desde dos perspectivas: la creación de mecanismos e infraestructuras que permiten el uso transnacional de valores por parte de las entidades bancarias; y la política de colateralización de las operaciones de liquidez del Eurosistema

---

<sup>30</sup> <http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/geneva-convention>

A) *Mecanismos e infraestructuras para el uso transnacional de valores por parte de las entidades bancarias en sus operaciones con los bancos centrales*

La unión monetaria conlleva una política monetaria única, a cargo del BCE y del Eurosistema. La unicidad de dicha política monetaria conllevaba como corolario inevitable la utilización por el Eurosistema<sup>31</sup>, en sus operaciones de suministro de liquidez al sistema bancario, de un sistema no discriminatorio de garantías o «colaterales»; quiere ello decir que el Eurosistema estaba —y está— obligado por el principio de no discriminación a admitir como colaterales elegibles para sus operaciones financieras a aquellos que, cumpliendo las condiciones establecidas para cubrir los riesgos de dichas operaciones, estuvieran ubicados en cualquier país de la zona monetaria. En cierta medida, el BCE tenía que operar desde 1999 «como si los mercados de valores estuvieran integrados». En otras palabras, si un banco de la zona euro dispone de activos elegibles como garantía frente al Eurosistema en varios países, aunque reciba su liquidez solamente del banco central nacional de su sede, tiene que estar capacitado para ofrecer en garantía dichos activos «multi-nacionales».

De ahí que en 1999 el BCE organizara una red recíproca y multi-direccional de *agencia* de los bancos centrales nacionales para que cada uno de éstos actuara como corresponsal de los otros en la recepción de colaterales. Así, v.gr<sup>a</sup>, títulos alemanes depositados en Euroclear (Bruselas) por un banco italiano, podían utilizarse por éste como colateral para obtener liquidez del banco central italiano; para ello, el Banco Nacional de Bélgica tomaría dichos títulos en Euroclear como «agente» o «corresponsal» de Banca d'Italia, sin movimiento de los mismos fuera de Bruselas. El sistema, denominado *Correspondent Central Banking Model* o «CCBM», ha venido funcionando sin problema y creado un área transnacional de integración de valores, limitado por ahora al ámbito de banca central.

El sistema CCBM se sustituirá en breve —junio 2015— por el nuevo sistema denominado «*Target2-Securities*» ó *T2S*<sup>32</sup>, cuyo objetivo es proporcionar una plataforma paneuropea para la liquidación —en dinero de banca central, esto es, sin riesgos de liquidez— de las operaciones nacionales y transnacionales de valores. Todos los depositarios centrales de valores de la zona euro,

<sup>31</sup> Por *Eurosistema* se entiende el conjunto del BCE y los Bancos Centrales Nacionales de los países que han adoptado el euro de acuerdo con el Tratado (c.fr. Art. 282(1) del TFUE).

<sup>32</sup> <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/html/index.en.html>

más aquellos otros de fuera de ella que así lo deseen, podrán utilizar dicha plataforma tanto para las operaciones puramente nacionales como para las transnacionales. El nuevo sistema es tecnológicamente lo más moderno de esa industria, aprovecha las bondades del sistema de pagos Target2 para la parte dineraria de las liquidaciones, bajo el principio «*delivery versus payment*» («DVP») y de firmeza e irretroactividad<sup>33</sup> de las operaciones liquidadas, bien en euros o en otras monedas<sup>34</sup>, y armoniza aspectos operativos y jurídicos del proceso de liquidación de valores anotados en cuenta.

El sistema T2S constituye un paso de gigante en la integración de mercados de valores, y será definitivo para potenciar la consolidación de infraestructuras en un mercado europeo con exceso de capacidad instalada.

También, dentro de las aportaciones del BCE a la integración del mercado de valores en la zona monetaria cabe señalar su labor como impulsor y catalizador de iniciativas del mercado, como es el caso, en el ámbito de los valores<sup>35</sup>, de la iniciativa de la creación de una nueva infraestructura para facilitar, estandarizar y aumentar la transparencia de las titulizaciones, sufragada por el mercado pero con una labor de liderazgo del BCE, como es la *European Data Warehouse*<sup>36</sup>, entidad privada ubicada en Frankfurt abierta a toda la UE.

### B) *La política de colateralización de las operaciones de liquidez del Eurosistema*

A lo anterior cabe añadir la importancia de la fijación de condiciones por el BCE para la elegibilidad de ciertas clases de valores como colaterales o ga-

---

<sup>33</sup> La irretroactividad de las liquidaciones no implica que no puedan retro-traerse operaciones en casos de procesos de quiebra (retroacción de la quiebra) o de sentencias judiciales (vicios de la operación): en esos supuestos lo que se produce es una nueva operación en sentido inverso.

<sup>34</sup> En los casos en los que países de fuera del euro se hayan incorporado voluntariamente a la plataforma T2S, lo que requiere que el banco central respectivo también se conecte y ofrezca liquidez automática en su moneda nacional en términos similares a los del Eurosistema para liquidaciones en euros.

<sup>35</sup> El BCE ha impulsado y apoyado varias iniciativas del mercado financiero además del ámbito de los valores mobiliarios. V.gr<sup>a</sup> el tipo de referencia del mercado monetario día-a-día EONIA, el mercado de pagarés de empresa a corto (STEP Paper), el sistema armonizado de pagos transnacionales SEPA, etc.

<sup>36</sup> <http://eurodw.eu/>

rantías de las operaciones ordinarias de suministro de liquidez al sistema bancario. Así, cuando el BCE fija requisitos<sup>37</sup> para que los bonos garantizados con activos (v.grª las Cédulas Hipotecarias) sean elegibles como colaterales, o para que lo sean las titulizaciones («*Asset-Backed-Securities*» o *ABSs*), o para documentar las prendas o los repos, su aplicación a toda la zona euro ha producido una convergencia sustantiva que ha facilitado y facilitará en varios segmentos del mercado una rápida integración. El nuevo programa adoptado por el BCE en octubre 2014 de intervenciones en los mercados de titulizaciones y de bonos garantizados, también supone un impulso a la estandarización de estas modalidades de valores mobiliarios, al fijarse con detalle las condiciones requeridas para ser elegibles en esas intervenciones<sup>38</sup>.

#### IV. LA SUPERACIÓN DE LAS BARRERAS TÉCNICAS A LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

##### 1. LOS INFORMES DE LOS GRUPOS DE EXPERTOS

A resultas de los informes del Grupo Giovannini, se creó en 2004 el Grupo de Asesores sobre Compensación y Liquidación de Valores («*Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group*» —*CESAME*—), compuesto por 20 miembros de los Estados de la UE, expertos de las principales infraestructuras del mercado, de la Comisión y del BCE; su mandato era proponer medidas de superación de las barreras técnicas identificadas por los dos últimos Informes del Grupo Giovannini. En el año 2010 la Comisión creó un nuevo grupo de expertos, más amplio en número y especialidad de sus miembros, denominado Grupo de Expertos en Infraestructuras del Mercado («*Expert Group on Market Infrastructures*», *EGMI*), que partiendo de los trabajos de *CESAME* elaboró un Informe, en octubre 2010, con tres opciones para conseguir la inter-operabilidad de las infraestructuras de valores. Todas ellas por medio de nueva normativa europea. Sin entrar en las soluciones para las cuestiones jurídicas más básicas, el Informe abo-

---

<sup>37</sup> Véase el Capítulo 6 de la «Documentación General para Operaciones de Política Monetaria» del BCE, o su Anejo II, en <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/02011o0014-20130103-en.pdf>.

<sup>38</sup> Ver la Decisión del BCE de 19.11.2014 sobre ejecución del programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos (DO L1 de 6.1.2015). A examinar conjuntamente con el Reglamento Delegado 2015/ de la Comisión, de 30.9.2014, sobre requisitos de transparencia aplicables a los bonos de titulización de activos.



ga por una Directiva sobre Derecho de Valores («*Securities Law Directive*») que atienda las recomendaciones del Grupo de Seguridad Jurídica.

## 2. EL REGLAMENTO DE DEPOSITARIOS CENTRALES, LIQUIDACIÓN DE VALORES Y ENTIDADES CENTRALES DE CONTRAPARTIDA

El resultado principal de la actividad de los Grupos CESAME y EGMI es el que se ha plasmado finalmente en el Reglamento 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 julio 2014, sobre la Mejora de la Liquidación de Valores en la Unión Europea y los Depositarios Centrales de Valores. Es una norma extensa, que contiene 81 considerandos y 76 artículos, y constituye un paso de gigante en la integración de mercados de valores.

Aunque tiene efecto directo, su entrada en vigor es paulatina, con plazos parciales que van desde su publicación<sup>39</sup> hasta el año 2025 (fecha ésta en la que los títulos-valores plasmados en papel físico quedarán fuera de la normativa de valores europea).

Su contenido básico es la regulación de la firmeza en la liquidación de valores anotados en cuenta, el sometimiento a autorización y supervisión de los depositarios centrales, requisitos obligatorios para depositarios centrales (de gobernanza, de solvencia, de registros, de externalización, de control de riesgos, de normas de conducta), el régimen de las conexiones entre depositarios centrales<sup>40</sup>, el «pasaporte europeo» que permite operar en toda la UE bien con establecimiento o sin necesidad de establecerse en régimen de libre prestación de servicios, relación de depositarios centrales con depositarios centrales de países terceros, régimen sancionador.

Para hacerse una idea de la importancia de este texto para la futura Unión de Mercados de Valores, hay que tener presente —como ya se apuntó anteriormente— que en la actualidad hay en la UE una treintena de depositarios centrales de valores, contra dos en los Estados Unidos<sup>41</sup>, y que una vez entrado en vigor el Reglamento aquí resumido, la lógica del mercado llevará a procesos de integración y concentración, con ganadores y perdedores<sup>42</sup>.

<sup>39</sup> DO L 257 de 28.8.2014.

<sup>40</sup> En España, Iberclear S.A., del grupo Bolsas y Mercados Españoles S.A.

<sup>41</sup> El DTC (Deposit Trust Corporation) y el Fedwire Securities (para deuda federal).

<sup>42</sup> En enero 2015 se ha presentado por el Ministerio de Economía y Competitividad español el anteproyecto de ley que incorpora al Derecho español la norma europea, en trámite de audiencia pública. Texto del Anteproyecto Audiencia (Sleg7093) docx\_.pdf

### 3. EL REGLAMENTO DE INFRAESTRUCTURAS EUROPEAS DE MERCADOS («EMIR», JULIO 2012<sup>43</sup>)

A pesar de que su equívoco título podría dar a entender lo contrario, el Reglamento EMIR no regula tanto las infraestructuras europeas de valores cuanto el régimen de transparencia de los productos derivados contratados fuera de los mercados organizados («*Over-the-counter Derivatives*» —OTC—); ello se hace en cumplimiento de una decisión del G20 para dotar de transparencia, con fines de evitación de riesgo sistémico, a los supervisores y a terceros el sistema —hasta entonces opaco— de transmisión del riesgo en los mercados mayoristas. Ese régimen de transparencia utiliza para los derivados las infraestructuras de los mercados de valores, pero no pertenece propiamente al ámbito del presente estudio de la unión de mercados de valores.

### 4. LA INSOLVENCIA DE LAS INFRAESTRUCTURAS EUROPEAS DE MERCADOS DE VALORES

Una de las cuestiones que todavía pudieran crear inseguridad en los mercados es el supuesto hipotético todavía de la insolvencia de alguna infraestructura esencial de los mercados de valores; son éstas en muchos casos entidades privadas —como es el caso de las más importantes—, pueden incurrir en importantes responsabilidades patrimoniales, y, a pesar de las nuevas reglas contenidas en el reciente Reglamento sobre depositarios centrales para contener riesgos y asegurar su solvencia, podría darse en teoría una situación de insolvencia con grave daño al mercado. De ahí que la Comisión Europea haya iniciado los trabajos para legislar acerca del saneamiento o resolución de infraestructuras de mercado e carácter sistémico, como depositarios centrales o entidades de contrapartida central, y en su programa para el año 2015 figure ya este nuevo proyecto.

## V. LA ARMONIZACIÓN DE LAS REGLAS DEL MERCADO

### 1. INTRODUCCIÓN

La integración de los mercados de valores no podría tener lugar sin una previa armonización de las reglas que rigen dichos mercados. En este campo

---

<sup>43</sup> El Reglamento EMIR fue modificado en parte por la norma MiFiR, examinada en el siguiente epígrafe.

es donde la UE ha avanzado más desde la puesta en marcha del Plan de Acción para los Servicios Financieros en 1999.

Los hitos más importantes se resumen a continuación.

## 2. LAS DIRECTIVAS Y EL REGLAMENTO SOBRE MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS («*MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS*», CONOCIDAS POR SUS SIGLAS *MIFiD* I Y II; Y *MIFiR*)

La primera de las normas citadas, **MiFiD I**, se adoptó en 2004<sup>44</sup>, transpuesta en los Derechos nacionales desde el año 2007, bajo el principio de «armonización máxima»<sup>45</sup>. Sus dos efectos principales fueron:

- a) La abolición de la «regla de concentración», recogida en una directiva de 1993<sup>46</sup>, según la cual las operaciones sobre valores mobiliarios debían de tener lugar en mercados organizados, regulados y supervisados, generalmente de régimen jurídico-público, para cumplir así unos criterios de transparencia y de correcta formación de precios; el número de excepciones a la regla de concentración que progresivamente habían ido introduciendo los Estados había ido debilitando su eficacia. Los mercados organizados dejaron así de tener el monopolio de la contratación de valores. Junto con dicha abolición, se establecen los criterios y reglas para las dos posibles alternativas a la citada regla de concentración de operaciones:
  - Las plataformas múltiples de negociación («*Multiple Trading Facilities*» o MTFs), en las que —de un modo contractual (condiciones generales de contratación)— un grupo de intermediarios financieros ofrecen métodos de contratación al público; y
  - los sistemas internalizados de contratación, en los que grandes intermediarios financieros aceptan sistemáticamente órdenes de compra o de venta de valores, que ejecutan internamente.
  - En todo caso no caben sistemas que escapen a las normas de la Directiva, que contiene también criterios transversales como los conceptos de «mejor ejecución», de reglas de «agregación de órdenes», de «transparencia post-ejecución», y otras.

<sup>44</sup> Directiva 2004/39, de 21.4.2004 (DO L145 de 30.4.2004)

<sup>45</sup> Según dicha regla los Estados no pueden añadir requisitos o condiciones más allá de lo establecido en la Directiva.

<sup>46</sup> Directiva 93/22/CEE de 10.5.1993 sobre Servicios de Inversión (DO L141 11.6.1993).

- b) La clasificación de los participantes en los mercados de valores en las categorías de «profesionales» o «minoristas», con mayor libertad para contratar con los primeros y mayores exigencias en el trato con los clientes minoristas.

La **MiFiD II** se adoptó en mayo 2014<sup>47</sup>, con un plazo de dos años para su implementación por los Estados miembros. Es una norma extensa (170 considerandos y 97 artículos), que atiende a la experiencia derivada de la crisis financiera y pretende contener una regulación armonizada y exhaustiva de los mercados de valores. Completa la MiFiD I —que no se deroga— con reglas adicionales:

- sobre la comercialización de productos financieros según los tipos de clientes a los que se dirigen, como la información a suministrar al inversor o las reglas para determinar conflictos de interés en los comercializadores o asesores financieros, así como nuevas modalidades de productos financieros vinculados a mercados de capitales como, v.gr<sup>a</sup>, los depósitos estructurados o los productos complejos;
- sobre contratación de productos derivados y operaciones de alta frecuencia, para combatir el fenómeno de programas informáticos basados en algoritmos que mediante órdenes y contra-órdenes continuas, futuros y opciones, en los que el operador de los mismos se asegura siempre la ganancia en sus inversiones;
- sobre responsabilidades de los consejos de administración de los emisores y de los operadores, en protección de los inversores, procedimientos internos de aprobación previa de estrategias y productos, así como la cualificación y dedicación de consejeros y directivos, y su política de remuneración;
- sobre poderes de los supervisores de los mercados, y reglas de admisión de productos financieros de fuera de la UE en los mercados europeos, atendiendo al nivel de supervisión ejercido en origen por los supervisores no-europeos.

El Reglamento **MiFiR**<sup>48</sup> adoptado conjuntamente con la MiFiD II añade una nueva opción para la negociación de valores: la Facilidad Organizada («*Organised Trading Facility*» —*OTF*—), cuyo objeto es de modo amplio captar cualquier tipo de sistema de negociación organizado por una pluralidad de entidades que no encaje en las categorías definidas en las MiFiDs, y

<sup>47</sup> Directiva 2014/39 de 15.5.2014 (DO L173 de 12.6.2014).

<sup>48</sup> Reglamento 600/2014 de 15.5.2014 (DO L173 de 12.6.2014).

someterlos a los requisitos de transparencia pre- y post- negociación y otros de las mencionadas directivas. Somete a las reglas de MiFiD II y MiFiR a la negociación de productos derivados objeto del reglamento EMIR. Y somete a reglas de transparencia adicionales las operaciones realizadas por los sistemas internalizados permitidos por MIFID-I.

### 3. LAS DIRECTIVAS SOBRE FONDOS DE INVERSIÓN

Una de las 42 fichas del Plan de Acción de Servicios Financieros de 1999 era la regulación de la actividad de los fondos de inversión mobiliaria, pieza clave de los mercados de valores. La normativa sobre UCITS<sup>49</sup> anterior a 1999, dos directivas fechadas en 1985 y 1992 (las **UCITS I y II**), habían armonizado algunos conceptos pero no habían conseguido fomentar las inversiones transnacionales en estos productos financieros ni una comercialización paneuropea.

Sí definieron las tres posibles modalidades jurídicas de los Fondos de Inversión: sociedades de capital variable, comunidades de bienes sin personalidad jurídica creadas mediante contrato, y el uso de *trusts*. En 2001 se adoptaron dos nuevas directivas (denominadas conjuntamente **UCITS III**), que modificaron y mejoraron las anteriores:

- la Directiva de Gestoras (2001/107/EC) armonizaba las condiciones de las Gestoras de Fondos, y de sus folletos comerciales, para facilitarles el «pasaporte europeo», esto es, la libre prestación de servicios o establecimiento en toda la UE;
- la Directiva de Productos (2001/108/EC) define los instrumentos financieros que pueden ser objeto de los fondos de inversión, desde los bonos hipotecarios a los pagarés de empresa pasando por los productos derivados; sólo los fondos que invierten en dichos productos se benefician del «pasaporte europeo».

En 2009 se adoptó la Directiva **UCITS IV** (2009/65/EC), que para facilitar la integración del mercado de participaciones en fondos de inversión introdujo (i) un procedimiento de notificación de su constitución, (ii) un contenido mínimo de información a los inversores potenciales<sup>50</sup>, (iii) un marco

<sup>49</sup> Las siglas UCITS responden, como se dijo con anterioridad, a la versión en inglés de Participaciones en Fondos de Inversión en Valores Mobiliarios: «*Units in Collective Investments in Transferable Securities*».

<sup>50</sup> Conocido por sus siglas inglesas como KIID: «*Key Investor Information Document*».

normativo para fusiones de fondos, (iv) la nueva figura de «Fondos de Fondos»<sup>51</sup>, y (v) la cooperación entre supervisores nacionales.

En julio 2014 se adoptó la última —por ahora— de las directivas sobre fondos de inversión: la **UCITS V**<sup>52</sup>. Se imponen normas sobre remuneración de los gestores de fondos de inversión, nuevas reglas acerca de los depositarios de los fondos, función que no podrá ser realizada por la entidad gestora del fondo, así como régimen sancionador.

#### 4. LAS NORMATIVA SOBRE LA PARTE DEL MERCADO DE CAPITALES CONOCIDA COMO «SISTEMA BANCARIO EN LA SOMBRA» («SHADOW BANKING»)

De acuerdo con el Consejo de Estabilidad Financiera<sup>53</sup>, el «*sistema bancario en la sombra comprende las entidades y actividades de intermediación crediticia situadas fuera del sistema bancario tradicional*», y como la crisis ha demostrado, conlleva riesgos de contagio sistémico al resto del sistema financiero. A instancias del citado Consejo, el G20 en su reunión de San Petersburgo (2013) aprobó once recomendaciones tendentes a regular los mercados de repos y de préstamo de valores, imponiendo reglas de transparencia y de valoración de garantías, condiciones al re-uso múltiple de garantías («*re-hypothecation*», o vía préstamos de valores), el uso obligado de sociedades de contrapartida central, y el almacenamiento de operaciones en repositorios accesibles por los inversores, los supervisores nacionales designados por los Estados miembros, así como las agencias europeas de supervisión y por los bancos centrales europeos.

En cumplimiento del consenso global al respecto, en enero 2014 la Comisión Europea acordó una Propuesta de Reglamento<sup>54</sup> sobre la Notificación de las Operaciones de Financiación de Valores y su Transparencia, actualmente en tramitación.

Previamente, y para sujetar a cierto control por los poderes públicos al segmento creciente del «sistema bancario en la sombra», en 2011 se había

<sup>51</sup> «Master-feeder Funds.»

<sup>52</sup> Directiva 2014/91 del 23.7.2014 (DO L257 de 28.8.2014).

<sup>53</sup> «*Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*», Consejo de Estabilidad Financiera, 13.11.2013. [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_131114.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_131114.pdf)

<sup>54</sup> [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b2522602-8f15-11e3-b19c-01aa75ed71a1.0018.01/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b2522602-8f15-11e3-b19c-01aa75ed71a1.0018.01/DOC_1&format=PDF)

adoptado la **Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos**<sup>55</sup>. Fue ésta la respuesta inicial al surgimiento de los conocidos como «*hedge funds*» o fondos financiados mediante la emisión privada, esto es, no en mercados organizados, de acciones u otros valores, que invertían en los mercados monetarios vía repos o vía préstamo de valores, o productos derivados, sin estar regulados dado que no apelaban al ahorro del público. Dada la dificultad de tipificar su *modus operandi* y la posibilidad de ubicarse y actuar desde cualquier lugar del planeta, se decidió regular sus gestores.

- los gestores deben estar autorizados por el supervisor del mercado de capitales antes de comenzar su actividad, y la norma enumera el posible contenido de su actividad y las causas de revocación de la autorización;
- los gestores deben de informar al supervisor de su estrategia de inversión, su política de remuneraciones, de depositarios de sus inversiones, y suministrar información periódica acerca de su actividad, v.gr<sup>a</sup> informes anuales, información a inversores, información a supervisores, etc.;
- se impone a los gestores la obligación de mantener unos requisitos de capital para responder de posibles pérdidas o responsabilidades; reglas sobre una gestión adecuada de la liquidez; y límites de apalancamiento;
- se les aplican principios básicos de actuación, como v.gr<sup>a</sup>, la no discriminación por razón de nacionalidad, la evitación de conflictos de interés, normas de valoración de activos, criterios de buena gobernanza y organización interna, y requisitos en cuanto a depositario de las inversiones;
- los gestores de fondos que intervengan en el mercado de control del capital de sociedades quedan sujetos también a ciertas normas, encaminadas a proteger a los demás inversores en tales sociedades y a informar a las autoridades competentes en el caso de sectores regulados;
- la directiva determina las condiciones para que los gestores puedan comercializar sus inversiones en el UE, y para operar ellos mismos en toda la UE («pasaporte europeo»);
- impone la norma también a los gestores normas de protección de los inversores minoristas en la comercialización de sus productos;

---

<sup>55</sup> Directiva 2011/61/UE del 8.6.2011 (DO L 174 de 1.7.2011) «AIFM» «*Alternative Investment Funds Management Directive*». Es un texto largo, de 95 considerandos y 71 preceptos.

— finalmente, el reglamento contiene reglas de supervisión de este tipo de fondos y de sus gestores, así como el régimen sancionador.

En 2013 la Comisión Europea presentó una propuesta de Reglamento sobre **Fondos de Inversión en el Mercado Monetario (FIMM)**. Dichos fondos han venido rigiéndose por la normativa UCITS general, pero la crisis ha revelado el riesgo sistémico que presentan dichos fondos, que pueden generar crisis de liquidez contagiando a todo el mercado. Se trata de una norma que:

- define el concepto de FIMM, básicamente como UCITS centradas en inversiones en valores a corto plazo, depósitos bancarios, productos derivados y repos;
- impone criterios de valoración de activos; impone la creación de provisiones líquidas; y reglas de transparencia al respecto;
- les prohíbe mezclar dichas inversiones con otras de otra naturaleza; les impone unas requisitos de vida media y vencimientos de las inversiones, que aseguren su liquidez final; les impone diversificación entre los activos elegibles;
- les impone para inversiones en repos ciertos requisitos de calidad en los colaterales, para minimizar riesgos;
- les sujeta a la normativa anti-blanqueo de dinero;
- las sujeta a autorización previa y supervisión; otorga ciertas competencias supervisoras a la Autoridad Europea de Mercados de Valores, y les hace aplicable la Directiva sobre Gestión de Fondos Alternativos de Inversión.

Esta norma no ha sido aún adoptada en la fecha de redacción de estas líneas.

## 5. LAS NORMAS SOBRE BUEN FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS DE VALORES

En 2003, producto del Plan de Acción sobre Servicios Financieros de 1999, se adoptó la Directiva sobre Abuso de Mercado<sup>56</sup>. Ésta ha sido recientemente sustituida en 2014 por un **Reglamento sobre Abuso de Mercado**<sup>57</sup>, que mejo-

<sup>56</sup> Directiva 2003/6, de 28.1.2003 (L96 12.4.2003). Se la conocía por sus siglas inglesas como «MAD».

<sup>57</sup> Reglamento 596/2014 de 16.4.2014 (DO L173 de 12.6.2014). Norma de 89 considerandos y 39 preceptos, varios de ellos a ser desarrollados por Normas Técnicas a preparar por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (*ESMA*). De ahí su entrada en vigor inmediata pero con fechas fijadas en 2016 y 2017 para la aplicación de varias de sus disposiciones. Posiblemente se consolide su denominación usual según sus siglas inglesas como «MAR».



ra —con la experiencia de la crisis— y dando efecto directo, la de 2003, y una **Directiva sobre Sanciones Penales Aplicables al Abuso de Mercado**<sup>58</sup>, que define los hechos punibles y establece el marco sancionador pan-europeo para los delitos de abuso del mercado, que incluye no sólo penas administrativas y pecuniarias sino de privación de libertad.

El bien jurídico protegido es la confianza de los inversores en el buen funcionamiento de los mercados de valores, declarando ilícitas prácticas como la manipulación de cotizaciones, uso de información privilegiada, difusión de noticias falsas, y similares, y disciplinando las operaciones de los directivos de empresas emisoras de valores. Tras las directivas MiFiD, se incluyen en el ámbito de aplicación los mercados de derivados, las operaciones bilaterales —OTC—, las realizadas a través de plataformas de negociación permitidas en la normativa MiFiD (MTF y sistemas internalizados), las operaciones en el mercado de valores sobre derechos de emisiones atmosféricas, así como la contratación en alta frecuencia mediante programas informáticos basados en algoritmos.

Se regulan los derechos de los supervisores, incluidas las inspecciones, así como la información a facilitar por los supervisados. Y se permite, y regula, la delación («*whistleblowing*») con premio al delator si hay multa al final (siguiendo en ello el modelo de los USA).

Producto también del Plan de Acción de los Servicios Financieros de 1999 y del método «Lamfalussy» de preparación de normas, se adoptó en 2004 una Directiva<sup>59</sup> sobre **Armonización de Requisitos de Transparencia** en relación con valores emitidos en mercados regulados. Ésta ha sido recientemente modificada y completada en 2013 por una nueva Directiva<sup>60</sup>.

La Directiva de 2004 contiene las reglas básicas de la información inicial y periódica que los emisores de valores tienen que facilitar al mercado. La Directiva de 2013 tiene como objetos (i) facilitar el acceso a los mercados de capitales de las PYMES, aplicando el principio de proporcionalidad a las mismas en el ámbito de las obligaciones de información al mercado; (ii) reflejar la aparición de nuevos tipos de instrumentos financieros; (iii) facilitar el acceso transnacional a la información; (iv) reflejar la existencia y funciones de la nueva Autoridad Europea de Valores y Mercados; (v) aplicar el nuevo cuadro sancionador europeo a las infracciones en esta materia; y (vi) modernizar el modo de ejercitar la transparencia, permitiendo medios informáticos.

<sup>58</sup> Directiva 2014/57, de 16.4.2014 (DO L173 de 12.6.2014).

<sup>59</sup> Directiva 2004/109 (DO L390 de 31.12.2004).

<sup>60</sup> Directiva 2013/50/UE de 22.10.2013 (DO L294 de 6.11.2013).

También un producto del Plan de Acción para los Servicios Financieros de 1999 y del sistema «Lamfalussy» fue una normativa armonizadora de los **folletos de emisión** de valores en mercados organizados. En 2003 se adoptó una Directiva<sup>61</sup> sobre el tema, mejorada mediante una nueva Directiva adoptada en 2010<sup>62</sup>. La primera determina la obligación de emitir un folleto con las características de la emisión, cuyo contenido se especifica. La segunda Directiva afina las obligaciones derivadas de la primera tras la experiencia de un lustro, adaptándolas a los productos financieros que han aparecido en el entretiem po y a su forma de colocación y a las categorías de destinatarios (obligando por ejemplo a añadir una «nota de síntesis» de la información cuando la emisión tenga destinatarios minoristas), toma en cuenta las novedades normativas e institucionales habidas en la UE, regula los «suplementos» al folleto y la retirada del mismo, la autorización supervisora del folleto, el uso de internet, y faculta a la Comisión para por un procedimiento de «comitología»<sup>63</sup> adoptar normas delegadas con estándares técnicos al respecto.

En la legislatura europea concluida en 2014 quedó pendiente de aprobación una Directiva<sup>64</sup> que actualizaba, a la vista de las normas que acaban de mencionarse, la Directiva del año 1997 sobre Esquemas de Compensación al Inversor<sup>65</sup>. La propuesta se adapta a la MiFiD, impone fondos de reserva a depositarios e intermediarios no bancarios para cubrir las indemnizaciones que puedan seguirse de incumplimientos (distintos de los derivados de abusos del mercado) o de su insolvencia, cuyos criterios de cuantía se especifican.

## 6. LA SUPERVISIÓN EUROPEA DE LOS MERCADOS DE VALORES

Como resultado de la crisis financiera global desatada en 2007, y siguiendo las recomendaciones de un grupo de expertos presididos por Mr Jacques de

<sup>61</sup> Directiva 2003/71/CE sobre Folleto de Emisión (DO L345 de 31.12.2003).

<sup>62</sup> Directiva 2010/73/UE de 24.11.2010 (DO L 327 de 11.12.2010).

<sup>63</sup> «Comitología» es el modo de adoptar legislación delegada en la UE por medio de comités presididos y financiados por la Comisión Europea y compuestos por expertos o funcionarios designados por los Estados miembros para materias predeterminadas. Dicho procedimiento se regula en el Reglamento 182/2011 de 16.2.2011 (DO L55/13 28.2.2011).

<sup>64</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/dir-97-9/proposal-modification\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-97-9/proposal-modification_en.pdf)

<sup>65</sup> Directiva 97/9/EC de 3.3.1997 sobre Esquemas de Protección al Inversor (DO L84 de 26.3.1997).

Larosière<sup>66</sup>, por medio de un Reglamento<sup>67</sup> del Parlamento y del Consejo se creó en enero 2011 la **Autoridad Europea de Valores y Mercados**, mejorando la arquitectura definida un decenio antes por el Grupo del Barón Lamfalussy y agrupando los niveles 3 y 4 del mundo Lamfalussy en una agencia encaminada a la regulación técnica y supervisión de los mercados de valores.

La nueva agencia, ESMA, constituye el embrión de un supervisor europeo de los mercados de valores. Sus funciones actuales son, resumidamente:

- a) ser foro de los supervisores nacionales de mercados de valores, con el mandato de fomentar la convergencia y la cooperación entre supervisores;
- b) asesoría sobre mercados de valores para la Comisión Europea;
- c) preparación de normas sobre mercados de valores como asesora técnica de la Comisión Europea (a quien le corresponde la iniciativa legislativa europea, así como la adopción de normas delegadas);
- d) coordinación de la supervisión de mercados con las otras agencias europeas de supervisión: la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA); y misma función con los supervisores de valores extra-comunitarios;
- e) seguimiento y análisis de los mercados de valores europeos, como agencia asesora de las instituciones europeas en este ámbito; establecimiento y mantenimiento de una plataforma europea con información del *rating* de valores negociados en la UE concedidos por las agencias de notación;
- f) asesoramiento a la Comisión acerca del criterio de «equivalencia» de la supervisión realizada fuera de la UE por supervisores de mercados;
- g) ofrecer una interpretación ejecutiva de la normativa europea aplicable a los mercados de valores, a través de sus páginas web (Q & A), sin perjuicio de la competencia final del Tribunal de Justicia;

---

<sup>66</sup> Antiguo gobernador del Banco de Francia, presidente del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo y Director General del Fondo Monetario Internacional. El Grupo internacional de expertos presidido por el Sr. De Larosière recibió en 2008 un mandato de la Comisión Europea para analizar la crisis financiera y proponer medidas de corrección. Su Informe, de febrero 2009, proponía una nueva arquitectura de supervisión de los mercados financieros en la UE.

<sup>67</sup> Reglamento 1095/2010 de 24.11.2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Valores y Mercados (DO L331 15.12.2010). La nueva agencia se la conoce por sus siglas en inglés «ESMA», y tiene sede en París ([www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)).

h) ejercer como supervisor pan-europeo allí donde una norma comunitaria le otorgue poderes de supervisión; en la actualidad, tiene poderes supervisores en las áreas de:

- coordinación de agencias supervisoras en determinados casos, pudiendo llegar a la imposición de limitaciones o incluso prohibición temporal de ventas en corto («*short-selling*») y permutas de cobertura por impago («*credit default swaps*» —*CDS*—), para lo cual los supervisores nacionales deben de suministrar información regular<sup>68</sup>;
- agencias de notación, sobre las que tiene competencias exclusivas de registro y supervisión, así como de mantenimiento de cuadros de *ratings* formulados por las agencias de notación supervisadas.

La importancia de las **agencias de notación** para los mercados de valores es enorme. De ahí que la UE, como medidas de respuesta a las deficiencias observadas en las agencias de notación, adoptó una serie de medidas<sup>69</sup> encaminadas a:

- evitar la dependencia de los mercados de las agencias de notación y de sus *ratings*;
- corregir la existencia de conflictos de interés en las propias agencias de notación, que dañan el buen funcionamiento del mercado;
- el exceso de concentración en el mercado de *ratings*, donde tres agencias internacionales dominan dicho mercado;
- subsanar la ausencia de un régimen de responsabilidad patrimonial de las agencias de notación;

---

<sup>68</sup> Poderes encomendados a la ESMA por el Reglamento 236/2012 sobre ventas en corto y permutas de cobertura por impago («*credit default swaps*» —*CDS*—), y sus normas técnicas de aplicación adoptadas por la Comisión Europea de manera delegada (Reglamento 236/2012 de 14.3.2012 (DO L86 de 24.3.2012). Hay que mencionar aquí la sentencia C-270/12 de 22.1.2014 del TJUE que resuelve la impugnación por el Reino Unido del poder concedido a la ESMA en esta materia por el citado Reglamento; éste consideraba dicho Reglamento contrario a la «*doctrina Meroni*» (jurisprudencia que limita la delegación de competencias discrecionales de las instituciones comunitarias a agencias independientes); el TJUE considera en su sentencia que en este caso el Reglamento reviste de requisitos y condiciones, sustantivos y de procedimiento, el ejercicio de los poderes que se delegan en la ESMA en caso de ventas a corto, que el ámbito discrecional es mínimo y compatible con el Derecho europeo; el Abogado General en sus conclusiones se había alineado con la posición británica. (<http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2014-01/cp140007en.pdf>).

<sup>69</sup> Reglamento 1060/2009 de 16.9.2009 (DO L302 de 17.11.2009); Reglamento 513/2011 de 11.5.2011 (DO L145 de 11.5.2011); Reglamento 462/2013 de 21.5.2013 (DO L146 de 31.5.2013).

- subsanar la ausencia de transparencia en la metodología seguida para determinadas categorías de *ratings*, como, v.gr<sup>a</sup>, los bonos soberanos;
- ausencia de una plataforma europea para la publicidad de los *ratings*.

La regulación técnica de las agencias de notación, con la labor técnica de preparación de normas de ejecución para la Comisión Europea y con la supervisión de sobre las mismas, permite afirmar que la nueva Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA) se ha convertido ya en una pieza fundamental para avanzar en la integración europea de los mercados de valores.

## VI. CONCLUSIONES

Analizada la mucha labor hecha desde 1999, y, en particular, la importantísima normativa post-2009 derivada de la crisis financiera en el ámbito de los mercados de valores, así como las nuevas infraestructuras creadas como T2S o la *European Data Warehouse*, y el establecimiento de un supervisor europeo, la ESMA, puede decirse que en el horizonte de 2019 fijado por el Presidente Juncker es plausible conseguir la anunciada «nueva frontera» europea de la Unión de Mercados de Valores. Los mimbres para alcanzar dicha meta están en gran parte ya tejidos y maduros.

Quedan como principales tareas pendientes:

- a) Culminar los trabajos encaminados a superar las barreras legales enumeradas por el Grupo Giovannini, evaluando los sistemas nacionales para la creación y operativa de los valores anotados en cuenta, y fijando con visión de futuro una solución europea. La armonización del régimen jurídico-civil de las anotaciones en cuenta tiene ya en su haber miles de horas de expertos en la materia: toca ahora decidir.
- b) Abordar los aspectos fiscales de una libre circulación europea de valores anotados en cuenta, tarea ya apuntada por el Grupo Giovannini desde su primer Informe, pero pendiente de soluciones.
- c) Concluir las normas que se propusieron por la Comisión Europea en la legislatura anterior, como las mencionadas sobre el «sistema bancario en la sombra», que no plantean dificultades mayores.
- d) Abordar la unificación contable en la UE, tarea fundamental y difícil que afecta a todos los sectores económicos.
- e) Abordar el camino señalado en el Libro Verde<sup>70</sup> de la Comisión Eu-

<sup>70</sup> [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green\\_paper\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_es.pdf)

ropea sobre la progresiva creación de una deuda pública común de la zona monetaria del euro, denominados «Bonos de Estabilidad», que requieren avances sustantivos en el cumplimiento por todos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y demás principios y normas que integran la proyectada Unión Fiscal. Una Unión de Mercados de Valores debería de contar con un desarrollo del mercado que conlleve el anclaje de esos bonos paneuropeos como activos que sin riesgo que sean referencia para todos los demás.

Como reflexión final, puede decirse que a España le va mucho en la creación de un espacio paneuropeo de capitales que funcione correctamente: la Europa del centro y del norte son excedentarias de capital, mientras que éste escasea en la parte meridional del continente. Cuando España ingresó en la Comunidad Europea en 1986, fluyeron capitales hacia España; y cuando España ingresó en la Unión Monetaria en 1999, de nuevo se produjo dicho fenómeno. Dos épocas de bonanza económica. España ofrece potencial de crecimiento, máxime si corrige los múltiples desequilibrios revelados en la crisis, pero escasea en capitales. Éste abunda en la Unión Europea. La Unión de Mercados de Capitales que plantea la Comisión Juncker es una nueva ocasión, que desde España debería de apoyarse.

## EPÍLOGO

Estando el presente artículo en fase de impresión, el 18 de febrero 2015 la Comisión Europea publicó un *Libro Verde* sobre la *Construcción de la Unión de Mercados de Valores*, que somete a consulta de todo interesado una serie de preguntas sobre ese ambicioso proyecto<sup>71</sup>.

El *Libro Verde* anuncia una convergencia supervisora de los mercados de valores, con la elaboración de un Código Normativo Único (en inglés *Single Rulebook*) para minimizar las diferencias normativas nacionales provenientes del uso de directivas, que dejan espacios de discreción a los Estados, así como para mejorar la protección del inversor y la transparencia del mercado.

Los ámbitos de actuación que el citado *Libro Verde* señala como prioridad para ello son:

- Facilitar a las PYMEs el acceso a los mercados, mediante la simplificación de folletos, armonización de la notación (*rating*) de las PYMEs, así como mediante la simplificación y armonización de su contabilidad.

<sup>71</sup> [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf).

- Fomentar la titulización y los bonos garantizados (v. gr<sup>a</sup> cédulas hipotecarias, *Pfandbriefe*, etc.) bajo los criterios de estandarización, simplicidad y transparencia.
- Regular a nivel europeo la nueva figura de los fondos de inversión a largo plazo, como destino consustancial para fondos de pensiones y para empresas de seguros; y lo mismo para los «bonos verdes», destinados a financiar proyectos y actividades medioambientales.
- Regular el supuesto de insolvencia de un depositario de valores.

El *Libro Verde* se refiere en su parte final a lo que hasta la fecha no se ha conseguido armonizar, sin ofrecer todavía solución: el régimen jurídico de los valores anotados en cuenta, objeto de discusión en los grupos de Giovannini y de Seguridad Jurídica descritos anteriormente. La próxima entrada en funcionamiento, en junio 2015, de la plataforma de liquidación paneuropea de valores creada por el BCE, denominada «*Target 2 Securities*» o «*T2S*», antes descrita, abierta a todos los depositarios europeos, sean o no del euro, facilitará la liquidación paneuropea de valores en cuenta, pero no resolverá el problema de diferencias jurídicas de las anotaciones en cuenta, que seguirá creando incertidumbres y operará como una barrera al comercio paneuropeo de dichos valores.

El *Libro Verde* apunta a otros temas pendientes: las diferencias nacionales en materia de régimen de sociedades y de insolvencia, que afectan a conceptos básicos de los títulos-valores, o en el régimen fiscal de rendimientos de capital (v.gr<sup>a</sup> obligaciones de depositarios-pagadores).