

BANCO CENTRAL EUROPEO

DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

de 12 de junio de 2003

solicitado por el Consejo de la Unión Europea, acerca de una propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre servicios de inversión y mercados regulados por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE [COM(2002) 625 final]

(CON/2003/9)

(2003/C 144/06)

1. El 16 de diciembre de 2002 el Banco Central Europeo (BCE) recibió del Consejo de la Unión Europea una solicitud de dictamen acerca de una propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los servicios de inversión y los mercados regulados por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento [COM(2002) 625 final] (en lo sucesivo, «la Directiva propuesta»).
2. La competencia consultiva del BCE se basa en el primer guión del apartado 4 del artículo 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (en lo sucesivo, «el Tratado») y en el artículo 3.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (en lo sucesivo, «los Estatutos»), ya que la Directiva propuesta incluye disposiciones que afectan a la integración de los mercados financieros europeos, lo que puede repercutir en la estabilidad financiera. De conformidad con la primera frase del artículo 17.5 del Reglamento interno del BCE, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado el presente dictamen.
3. El objetivo principal de la Directiva propuesta es actualizar el marco regulador de los servicios de inversión con el fin de reflejar los cambios fundamentales que se han producido en los mercados financieros europeos en los últimos años. Desde la adopción de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables ⁽¹⁾ (en adelante, «la DSI»), el desarrollo de las tecnologías de la información ha influido notablemente en la estructura y eficacia de los mercados de valores. Al mismo tiempo han aumentado considerablemente las operaciones transfronterizas debido a la introducción del euro, lo que hace más necesario un mercado de valores europeo realmente integrado.
4. En estas circunstancias, el BCE celebra y apoya en general la Directiva propuesta, que tiene por finalidad aumentar el grado de armonización en la regulación y extenderla a nuevos servicios de inversión e instrumentos financieros. La Directiva propuesta aborda nuevos problemas que se derivan de la competencia cada vez mayor entre las bolsas de valores y las nuevas plataformas de ejecución de órdenes, y establece normas que garanticen que los distintos lugares de ejecución están sujetos al mismo régimen y, por consiguiente, pueden competir entre sí a la vez que se aseguran la protección de los inversores y la transparencia y eficacia del mercado. Para lograr esos fines, la Directiva propuesta establece un régimen general para todos los lugares de negociación, esto es, los mercados regulados, los sistemas de negociación multilaterales («*multilateral trade facilities*», en adelante, «MTF») y los intermediarios que ejecutan órdenes de clientes internamente. No obstante, el BCE considera que la Directiva propuesta podría ser más clara en los puntos que se exponen a continuación.
5. En primer lugar, la aplicación de las técnicas legislativas recomendadas por el Comité de sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios (en adelante, «el Comité de sabios»). En general, el BCE acoge favorablemente el uso de la comitología en la Directiva propuesta, tal y como recomendó el Comité de sabios. El informe del Comité de sabios pretende lograr que la legislación de valores de la UE sea más eficaz, flexible y transparente y que permita dar una respuesta adecuada y oportuna al desarrollo dinámico de los mercados. Teniendo en cuenta este objetivo, la elección del instrumento legal, es decir, reglamento o directiva, es importante. Para el Comité de sabios, las directivas dan más libertad de actuación a los Estados miembros para aplicar el Derecho comunitario, pero, muy a menudo, conducen a una incorporación desigual de dicho derecho en el interno y a interpretaciones distintas. En la terminología del Comité de sabios, la

⁽¹⁾ DO L 141 de 11.6.1993, p. 27.

Directiva propuesta pertenece al primer nivel de la legislación, es decir, el de los principios básicos, pues señala opciones políticas esenciales que deben seguir el Parlamento Europeo y el Consejo de Ministros en el tema central de los servicios financieros. Los principios básicos deberían aplicarse mediante la legislación comunitaria de segundo nivel, en lugar de aplicarse por los Estados miembros, ya que la aplicación nacional conduciría a una situación legal diversificada. Los principios básicos deberían ser los mismos y aplicarse uniformemente en toda la UE. O no se da libertad de actuación a los Estados miembros para aplicar la Directiva propuesta, en cuyo caso no procede utilizar una directiva, o sí se les da y entonces los principios básicos conducen a diferencias dentro de la UE. Si tanto los actos del primer nivel como los del segundo son directivas que requieren la aplicación nacional, no se resolverá en última instancia uno de los problemas apuntados por el Comité de sabios y que, a su entender, frena el desarrollo de los mercados europeos de valores, a saber, la falta de una reglamentación clara a nivel europeo. De hecho, el Comité de sabios afirmó, en relación con la legislación básica de primer nivel, que debían utilizarse más los reglamentos en lugar de las directivas, y que los reglamentos debían utilizarse siempre que fuera posible. El BCE apoyó las conclusiones del Comité de sabios, lo mismo que el Consejo Europeo de Estocolmo de marzo de 2001, que hizo suyo el informe del Comité de sabios. El BCE advierte que, en efecto, los reglamentos ofrecen ventajas considerables comparados con las directivas, ya que son aplicables en los Estados miembros directamente y no a través de la aplicación de la legislación nacional. La uniformidad resultante al nivel de los principios básicos debería desembocar en una aplicación comunitaria de segundo nivel que tuviera en cuenta las particularidades nacionales. La necesidad de adaptarse a las particularidades técnicas nacionales se plantea en el segundo nivel, donde se abordan medidas concretas de ejecución, mientras que en el primer nivel se establecen solamente los principios básicos de la legislación en cuestión. Por consiguiente, el BCE sería en general partidario de que, en el futuro, los actos jurídicos comunitarios donde se establecen los principios básicos fueran reglamentos y no directivas, y de que la aplicación de esos principios se dejara a la legislación de segundo nivel adoptada por comitología y teniendo en cuenta las necesidades técnicas nacionales.

6. En el informe del Comité de sabios se subraya que la legislación financiera debería presentar una línea divisoria clara y efectiva entre los principios básicos (primer nivel) y las normas detalladas de aplicación (segundo nivel). No obstante, esa línea divisoria no resulta clara en la Directiva propuesta. En algunos casos, los principios básicos se formulan ya con mucho detalle (por ejemplo, las disposiciones del capítulo 1 del título II, relativas a las condiciones y los procedimientos de autorización). En otros casos, por el contrario, los principios básicos son bastante más abstractos y muchas disposiciones tendrán que concretarse mediante la legislación de segundo nivel (por ejemplo, las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión establecidas en el capítulo II del título II). El BCE

considera que la Directiva propuesta podría mejorarse por lo que se refiere a la línea divisoria entre los principios básicos, pertenecientes al primer nivel, y las normas detalladas de aplicación, que deben dejarse al segundo nivel. Como posible principio orientador, se podría ampliar en la medida de lo posible el ámbito de las normas que se han de adoptar por medio de la legislación de segundo nivel, con el fin de conseguir un alto grado, tanto de armonización como de flexibilidad, en la regulación de los mercados europeos de valores. Como ejemplo concreto, el BCE advierte que las «definiciones básicas» establecidas en el apartado 1 del artículo 3 de la Directiva propuesta podrían beneficiarse de normas detalladas de aplicación de segundo nivel en la medida en que exijan una aclaración (apartado 2 del artículo 3). En particular, por lo que se refiere a la definición de «instrumento financiero», convendría incluir la posibilidad de modificar la lista de la sección C del anexo I por medio de comitología de segundo nivel, dentro de ciertos límites conceptuales si fuera necesario, con el fin de no alterar el ámbito de la directiva propuesta. Esta vía permitiría contar con principios básicos en una norma única europea directa y prioritariamente aplicable en toda la UE. En reuniones de comitología recientes se han puesto de relieve posibles criterios generales para decidir si en el segundo nivel debe legislarse por medio de reglamentos o de directivas. El BCE apoyaría la posible utilización de directivas en la legislación de ejecución de segundo nivel siempre que fuera necesario tener en cuenta las particularidades nacionales. Por último, el BCE considera que, en general, los bancos centrales nacionales de los Estados miembros (BCN) deberían participar activamente en la preparación de las medidas de aplicación relativas a sus competencias respectivas (por ejemplo, los sistemas de compensación y liquidación: véanse también los puntos 18 a 22 del presente dictamen).

7. En segundo lugar, las exclusiones del ámbito de aplicación de la Directiva propuesta. El BCE observa que la letra f) del apartado 1 del artículo 2 y el apartado 2 del artículo 2 excluyen a los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) del ámbito de aplicación de la directiva propuesta. El BCE acoge favorablemente esas disposiciones, que reproducen exclusiones ya recogidas en la actual DSI al tiempo que tienen en cuenta el nuevo marco institucional establecido por el Tratado, pues, según el artículo 107 de este y el artículo 1.2 de los Estatutos del SEBC y del BCE, el SEBC está compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales de todos los Estados miembros. Más concretamente, el apartado 2 del artículo 2 de la Directiva propuesta actualiza el texto actual del apartado 4 del artículo 2 de la DSI. El BCE aplaude esta disposición, que reconoce que, sobre la base de la Directiva propuesta, las empresas de inversión no tienen un derecho automático a ser contrapartes de los BCN. De hecho, la especial naturaleza de las funciones llevadas a cabo por los BCN en el Eurosistema justifica un régimen jurídico especial, tal y como se establece en el Tratado y los Estatutos, que el Derecho derivado comunitario no puede contravenir, y se subraya en particular por la independencia de los

BCN. Recuérdesse que en el artículo 105 del Tratado se enumeran las funciones básicas que debe desempeñar el SEBC (a saber, definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad, realizar operaciones de divisas, poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros y promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago) siguiendo las orientaciones de sus órganos rectores. El BCE y los BCN del Eurosistema tienen otras funciones operativas específicas, como la realización de todo tipo de operaciones bancarias con los países ajenos al Eurosistema y con las organizaciones internacionales, de conformidad con el artículo 23 de los Estatutos, y, en el caso del BCE, la gestión del capital del BCE, suscrito por los BCN con arreglo a los artículos 28 y 29 de los Estatutos. En cuanto a las operaciones de política monetaria, el BCE desea subrayar que la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema⁽¹⁾, en particular su anexo I («Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema»), establece que las entidades que actúan como contrapartida del Eurosistema en las operaciones de política monetaria deben cumplir ciertos criterios de selección que se definen con carácter no discriminatorio. El objetivo es dar acceso a una amplia gama de entidades de crédito a las operaciones de política monetaria del Eurosistema y promover así el trato igualitario de las entidades en toda la zona del euro, garantizando al mismo tiempo que las entidades de contrapartida del Eurosistema cumplen determinados requisitos de tipo operativo y prudencial. Las exclusiones de los apartados 1 y 2 del artículo 2 reducen cualquier incertidumbre con respecto al ámbito de los derechos otorgados por la Directiva propuesta y eliminan el posible malentendido de que la DSI supone que las empresas de inversión obtienen el derecho automático a convertirse en contrapartes en las operaciones de banca central.

8. En tercer lugar, las normas relativas a los intermediarios. De conformidad con el apartado 2 del artículo 1 de la directiva propuesta, las entidades de crédito que presten servicios de inversión estarán sujetas a lo dispuesto en los artículos 12 y 13 (requisitos de organización, proceso de negociación y finalización de operaciones en un MTF) y en los capítulos II y III del título II (condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y derechos de las empresas de inversión). El BCE celebra la aplicación de estas disposiciones a las entidades de crédito para garantizar la igualdad de condiciones de los participantes del mercado y de los lugares de negociación y una coordinación apropiada con lo dispuesto en la Directiva 2000/12/CE. Por otra parte, el BCE entiende que el capítulo II del título IV, que se refiere a la cooperación entre las autoridades competentes de distintos Estados miembros, se aplicará no obstante con respecto a la prestación transfronteriza de servicios de inversión por entidades de crédito. En efecto, estas disposiciones regulan la cooperación en materia de supervisión de un modo específico para la prestación transfronteriza de servicios de inversión, por ejemplo, con la debida atención a las cuestiones relativas a

la protección de los inversores al por menor, con independencia de que esos servicios se presten o no por entidades de crédito. Por consiguiente, el BCE entiende que el mencionado capítulo II del título IV se aplicará necesariamente a las entidades de crédito lo mismo que a cualquier otro tipo de proveedores de servicios de inversión. El BCE advierte además de la posible necesidad de modificar el anexo I de la Directiva 2000/12/CE, donde se enumeran las actividades que se benefician del reconocimiento mutuo. Los foros competentes del sector bancario podrían determinar hasta qué punto se justificaría la modificación.

9. Asimismo, el BCE observa que, de acuerdo con el artículo 62 de la Directiva propuesta, las empresas de inversión que solamente presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión estarán exentas de las exigencias de adecuación del capital de la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito⁽²⁾ (en adelante, «la DAC»). En efecto, como se dice en la sección III.1 de la exposición de motivos, el asesoramiento en materia de inversión no provoca riesgos de mercado o sistémicos, que son el fundamento normativo de la DAC. El asesoramiento en materia de inversión puede en cambio ser fuente de riesgo operativo, ya que las empresas que no observen la diligencia debida pueden tener que indemnizar a clientes concretos por esta causa, lo cual podría afectar a la estabilidad de las empresas. Con el fin de hacer frente a la necesidad potencial de indemnizar a los inversores, el apartado 2 del artículo 11 de la Directiva propuesta establece la obligación de las empresas de inversión que solamente presten asesoramiento en materia de inversión de suscribir un seguro de responsabilidad profesional como alternativa a las exigencias de capital inicial de la DAC. En este sentido, el BCE señala que el riesgo operativo se tiene cada vez más en cuenta en el marco regulador, dados los perjuicios que puede causar a la estabilidad de una entidad. Concretamente, está previsto que el riesgo operativo, que también se deriva de la prestación de asesoramiento en materia de inversión, se incluya en el marco revisado de la UE de adecuación del capital de bancos y empresas de inversión. Por consiguiente, en el futuro, las empresas de inversión que presten solamente asesoramiento en materia de inversión también pueden estar sujetas a exigencias de capital relativas al riesgo operativo de esa actividad. El BCE propone, por lo tanto, que toda alternativa a las exigencias generales de capital de la DAC se analice con cautela e incluso que tenga un alcance limitado, habida cuenta de la próxima revisión del marco de adecuación del capital.
10. Por otro lado, el BCE comparte la preocupación, abordada por la Directiva propuesta, por la necesidad de adoptar medidas eficaces frente a posibles conflictos de intereses. La propuesta establece la adopción de esas medidas en dos niveles. De acuerdo con los apartados 1 y 2 del artículo 16, las empresas de inversión deberán detectar los conflic-

⁽¹⁾ DO L 310 de 11.12.2000, p. 1; Orientación modificada por la Orientación BCE/2002/2, de 7 de marzo de 2002, (DO L 185 de 15.7.2002, p. 1).

⁽²⁾ DO L 141 de 11.6.1993, p. 1; Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 98/33/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 204 de 21.7.1998, p. 29).

tos de intereses que pudieran surgir en sus actividades y establecer procedimientos operativos eficaces para evitarlos o gestionarlos sin perjuicio para los clientes. De acuerdo con la letra a) del apartado 1 del artículo 36, los mercados regulados también deberán adoptar medidas para detectar y abordar las posibles consecuencias adversas de los conflictos de intereses, en particular cuando puedan surgir de funciones reguladoras delegadas en el mercado por la autoridad competente. El BCE acoge favorablemente estas disposiciones, en especial porque está de acuerdo con la valoración general, hecha por la Comisión en la exposición de motivos, de que el riesgo de conflicto de interés puede aumentar al aumentar la competencia entre los distintos métodos de ejecución de operaciones y entre lugares de negociación del mismo tipo. Además, el BCE considera que el establecimiento de disposiciones adecuadas sobre conflictos de intereses para todos los lugares de negociación también podría contribuir a garantizar la igualdad de condiciones entre los participantes del mercado. El BCE quisiera hacer las siguientes observaciones a fin de reforzar las disposiciones sobre conflictos de intereses. En primer lugar, según el apartado 2 del artículo 16, las empresas de inversión deben adoptar medidas preventivas frente a posibles conflictos de intereses entre ellas y sus clientes, o establecer y aplicar procedimientos organizativos y administrativos para gestionar esos conflictos. No obstante, podría interpretarse que la Directiva propuesta establece exigencias preventivas y protectoras como alternativa, aunque en general se consideran, también por los especialistas, como exigencias complementarias en el contexto de la supervisión de los intermediarios financieros y de la protección de los inversores en particular. Por ejemplo, parece razonable informar de la existencia de un conflicto de intereses al cliente antes de ejecutar una orden y no solamente cuando del conflicto resulte un perjuicio. En este sentido, el BCE considera que el apartado 2 del artículo 16 propuesto debería considerar las medidas preventivas y protectoras frente a los conflictos de intereses como complementarias en lugar de alternativas, lo cual también sería coherente con el texto de la letra a) del apartado 1 del artículo 36. En segundo lugar, el BCE celebra que pueda aumentarse la eficacia del apartado 2 del artículo 16 mediante legislación de segundo nivel. El BCE considera, sin embargo, que en la otra disposición de la Directiva propuesta que se refiere a los conflictos de intereses (el mencionado artículo 36 relativo a los mercados regulados) no se prevén medidas de aplicación igualmente detalladas. En vista de la importancia de disponer de medidas eficaces frente a posibles conflictos de intereses en el nuevo marco regulador, el BCE sería partidario de incluir disposiciones de comitología no solamente en el artículo 16, sino también en el artículo 36. Un planteamiento general basado en la comitología no sólo ayudaría a abordar la naturaleza cambiante de los conflictos de intereses y los procedimientos para resolverlos, sino que además facilitaría el establecimiento de normas de trabajo comparables, cuando proceda, entre los diferentes modelos de negociación.

11. En cuarto lugar, el nuevo marco regulador de la ejecución de órdenes. La Directiva propuesta, a la vez que mantiene la clasificación dual existente en mercados regulados y

empresas de inversión, introduce el funcionamiento de los MTF como un nuevo servicio esencial de la DSI y, por consiguiente, permite que se autoricen y sujeten a un régimen especial las empresas de inversión que gestionan esos sistemas. Resultado del rápido desarrollo tecnológico de los últimos años, los MTF han facilitado la superación de la rigidez estructural nacional por la negociación y las alianzas transfronterizas, permitiendo un mejor aprovechamiento de las ventajas del mercado único. Por lo tanto, el BCE celebra la inclusión de la gestión de los MTF en la lista de los servicios básicos de la DSI, con lo que se reconoce la naturaleza cambiante de la intermediación financiera y se permite que los MTF pongan a disposición de los usuarios sus medios y servicios en toda la UE y la zona del euro. Además, en la Directiva propuesta se incluyen disposiciones sobre los intermediarios que ejecutan órdenes de clientes internamente. Para salvaguardar los intereses de los clientes en casos de conflictos de intereses, las empresas de inversión están sujetas a obligaciones de «mejor ejecución» y a normas específicas de gestión de órdenes de clientes.

12. La competencia y la concentración en la actividad de negociación tienen sus ventajas y sus inconvenientes. La concentración mejora la liquidez de los mercados y el funcionamiento del mecanismo de formación de precios. La liquidez atrae más liquidez y, como resultado de este ciclo, el mercado con mayor éxito se convierte en un monopolio natural. A lo largo de los años han surgido eficaces monopolios naturales de este tipo en el ámbito nacional. Sin embargo, existe la preocupación de que los monopolios nacionales puedan ser obstáculos para la innovación y la eficacia en una nueva situación en la que la moneda única exige avanzar hacia mercados financieros integrados en la UE y en toda la zona del euro. La supresión propuesta de la norma sobre la concentración de las operaciones en los mercados regulados que existe en la DSI vigente, por un lado, y un nuevo marco legal armonizado que reconoce los nuevos lugares de negociación, por el otro, aumentarán la competencia al permitir a estos últimos poner a prueba las posiciones ganadas por los mercados regulados. Esta mayor competencia contribuirá al establecimiento de un mercado financiero paneuropeo eficaz e integrado, lo cual beneficia también al BCE. No se puede descartar que una mayor competencia entre los lugares de negociación en esa nueva situación conduzca a una fragmentación temporal del mercado que afecte negativamente a la formación de precios. Sin embargo, la Directiva propuesta responde eficazmente a esa preocupación incrementando la transparencia del mercado. En este contexto, el BCE observa que es esencial garantizar la transparencia adecuada de los precios en todos los lugares de ejecución, de forma que la competencia favorezca el buen funcionamiento global del mercado. Además, la directiva propuesta establece normas de «mejor ejecución» con el fin de garantizar, por

medio de una mayor divulgación de la calidad de ejecución, que los intermediarios sigan prácticas de encaminamiento de órdenes que permitan a los inversores obtener las mejores condiciones disponibles en los distintos lugares de negociación.

13. Tal y como indica también la sección II de la exposición de motivos, existe un consenso cada vez mayor entre reguladores y comentaristas financieros en que un régimen de transparencia eficaz permite aprovechar la competencia entre los lugares de ejecución de órdenes limitando al mismo tiempo los efectos negativos de esa competencia en la eficacia del mercado en su conjunto, por ejemplo, en forma de fragmentación. La transparencia del mercado se considera generalmente fundamental para la imparcialidad y la eficacia del mercado y, sobre todo, para su liquidez y para la calidad de la formación de precios. Por consiguiente, sería deseable contar con un régimen de transparencia coherente para toda clase de activos que se aplicara a todos los lugares de negociación. Un régimen de transparencia que se limite a los mercados regulados e ignore la negociación fuera de bolsa tendrá un alcance sólo parcial y no logrará resultados óptimos, ya que la negociación fuera de bolsa puede incluir información relevante para las decisiones de inversión. Sobre esta base, se afirma que todos los participantes del mercado deben poder contar con la información sobre esas negociaciones o intereses comerciales para formar sus decisiones de inversión, maximizando así la eficacia de la formación de precios. Con el fin de evitar los efectos negativos mencionados, la Comisión propone aumentar la transparencia del mercado imponiendo la obligación de publicar los precios de demanda y oferta a los que el mercado desea concluir las operaciones (transparencia pre-negociación) a todos los lugares de negociación. Además, establece exigencias de información sobre los precios y el volumen de las operaciones realizadas por las entidades autorizadas (transparencia post-negociación). En principio, el BCE acoge favorablemente estas normas porque contribuyen a alcanzar el objetivo fundamental de permitir que los inversores elijan los lugares de negociación que mejor funcionen. Consecuentemente, la liquidez afluirá con el tiempo a los mercados más eficaces, lo que mejorará la formación de precios.

14. No obstante, el BCE advierte que, para alcanzar ese objetivo, sería necesario además facilitar los medios para una comparación completa de las condiciones de precio ofrecidas por los distintos lugares de negociación para los mismos instrumentos financieros. Con tal fin, podría unificarse en lo posible la información sobre los precios de los instrumentos financieros a nivel europeo. Sin duda, dados los avances tecnológicos, la norma de la «mejor ejecución» sólo puede funcionar si los inversores e intermediarios cuentan con información sobre las cotizaciones de cada lugar en que se negocian valores. En un mercado europeo plenamente integrado, la mejor ejecución (mejor oferta/mejor demanda) sólo puede serlo para toda la UE y basada en las cotizaciones disponibles en toda la UE. La unificación de la información debería velar por ser la base de la

aplicación del «mejor precio» a la operación correspondiente. Puesto que el otro obstáculo fundamental para realizar la comparación mencionada, la existencia de distintas monedas, ya ha sido eliminado en la zona del euro con la introducción de la moneda única, hay sin duda argumentos de peso para unificar la información sobre precios al nivel de la UE o de la zona del euro. Esta unificación debería perseguirse primero y principalmente por el sector privado, velando por la plena disponibilidad de la información para todos los interesados. Los poderes públicos podrían servir de catalizadores fomentando la actuación colectiva del sector privado para resolver cualquier problema de coordinación.

15. Por otro lado, el BCE observa que la Directiva propuesta limita las obligaciones de transparencia previas y posteriores a la negociación a las operaciones con acciones que cotizan en mercados regulados, excluyendo, por ejemplo, las operaciones con valores distintos de acciones que cotizan en mercados regulados. Conviene advertir al respecto que, al final de 2002, el importe nominal pendiente de los valores distintos de acciones cotizados en mercados regulados que podían admitirse en las operaciones de crédito del Eurosistema superaba la capitalización de las bolsas de la UE. Es decir, la directiva propuesta deja fuera de las obligaciones de transparencia previas y posteriores a la negociación a una categoría de activos muy importante. Además, ni la Directiva propuesta ni la exposición de motivos explican las razones de esta aplicación limitada de las obligaciones de transparencia previas y posteriores a la negociación. Por el contrario, en la sección II de la exposición de motivos se dice que lo fundamental de la Directiva propuesta es un régimen eficaz de transparencia cuyo objetivo es asegurar que se pone a disposición de los participantes del mercado de toda la UE la información apropiada sobre las condiciones de las negociaciones recientes y las posibilidades actuales de negociación en todos los mercados, sistemas de negociación y otros puntos de negociación ⁽¹⁾. De acuerdo con esta afirmación, el artículo 23 de la directiva propuesta se refiere a todos los instrumentos financieros enumerados en el anexo I, en cuanto a las obligaciones de transparencia. Sin embargo, los artículos 25, 26, 27, 28, 41 y 42 limitan de forma inesperada a las acciones las obligaciones de transparencia previas y posteriores a la negociación.

16. El BCE subraya que la aplicación de las nuevas normas de transparencia tanto a los valores distintos de acciones como a las acciones contribuiría considerablemente al buen funcionamiento del proceso de formación de precios de esos activos y a proteger la integridad del mercado. En cuanto a lo primero, el BCE observa que la gran mayoría de los activos que pueden admitirse en las operaciones de crédito del Eurosistema son valores distintos de acciones que cotizan en un mercado regulado. No obstante, estos activos se negocian con frecuencia en plataformas alternativas, es decir, no reguladas. En tales casos, la mejor fuente de información de precios puede no ser el mercado regulado en el que cotiza el activo. La determinación de una

⁽¹⁾ Véase la exposición de motivos, p. 13.

fuerza adecuada de precios de referencia de los activos admisibles es muy importante para el Eurosistema, ya que la valoración de esos activos y la aplicación de las medidas de control del riesgo se basan casi exclusivamente en los precios del mercado. Por consiguiente, es importante para el Eurosistema que no solamente el mercado regulado en el que cotizan los activos, sino también las plataformas alternativas de negociación, en las que se producen no pocas operaciones, estén sujetos a las obligaciones de transparencia, lo que asegurará una adecuada formación de precios. Tal y como también advierte la Comisión en la exposición de motivos, los MTF son en la actualidad los principales lugares organizados de negociación de títulos de renta fija y, sin embargo, tienen solamente el 1 % del volumen de las operaciones en acciones de la UE ⁽¹⁾. Restringir las obligaciones de transparencia previas y posteriores a la negociación a los instrumentos de renta variable implicaría necesariamente, por lo tanto, que el régimen de transparencia propuesto afectaría a los MTF de forma muy limitada, lo cual no concuerda plenamente con los objetivos de la Directiva propuesta. Además, se admite comúnmente que la transparencia de precios es beneficiosa para la integridad del mercado. Si quienes desean realizar una operación pueden obtener la máxima información sobre las ofertas y demandas vigentes y sobre las operaciones recientes en una amplia gama de sistemas de negociación de instrumentos, como se dice en la norma 3 de las normas sobre sistemas alternativos de negociación publicadas por el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores, mejorará la transparencia de precios. Por tanto, limitar la aplicación de las normas de transparencia a las acciones impediría a las autoridades encargadas de detectar el abuso del mercado cumplir sus funciones respecto de los mercados de renta fija.

17. El BCE observa que, según el artículo 60 de la Directiva propuesta, la Comisión informará al Parlamento Europeo y al Consejo, a más tardar cuatro años después de su entrada en vigor, de la posible extensión de las obligaciones de transparencia previas y posteriores a la negociación a las operaciones en instrumentos financieros distintos de acciones. Sin embargo, el BCE recomienda que la Comisión reconsidere el alcance de las normas de transparencia y las extienda a los valores distintos de acciones o a todos los instrumentos financieros que cotizan en los mercados regulados. Si esto no fuera posible, el plazo establecido en el artículo 60 debería reducirse a dos años.

18. En quinto lugar, las normas relativas a los sistemas de compensación y liquidación. El BCE celebra la decisión de la Comisión de no abordar la regulación de la compensación y la liquidación en la Directiva propuesta y está de acuerdo con las razones expresadas en la sección V.1 de la exposición de motivos. Sin duda, la eficaz compensación y

liquidación de las operaciones de valores es decisiva para el buen funcionamiento de los mercados de valores, la buena gestión de las operaciones de política monetaria y la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Debido a la importancia sistémica de los operadores que ofrecen esos servicios y a complejas razones técnicas y normativas, la regulación de esos distintos tipos de funciones del mercado debería abordarse por separado. Por otro lado, la estrecha relación entre negociación y post-negociación requiere una regulación coordinada. Por consiguiente, el BCE recomienda a la Comisión que concluya un régimen adecuado de compensación y liquidación. El BCE está muy interesado en el actual debate sobre el contenido de un programa comunitario sobre la infraestructura posterior a la negociación y asegura a la Comisión todo su apoyo a la hora de establecer las directrices principales de las medidas que se propongan.

19. Según lo expuesto, la Directiva propuesta limita su tratamiento de la compensación y liquidación a aclarar los derechos de las empresas de inversión, los miembros de los mercados regulados y los participantes en ellos, a acceder, a su elección, a sistemas de compensación y liquidación situados en otros Estados miembros. Con arreglo al apartado 1 del artículo 32, los Estados miembros se asegurarán de que las empresas de inversión de otros Estados miembros tengan la posibilidad del acceso directo e indirecto a los sistemas de contraparte central, compensación y liquidación existentes en sus respectivos territorios con el fin de realizar operaciones en instrumentos financieros y de que el acceso a dichos sistemas esté sujeto a los mismos criterios transparentes y objetivos que se aplican a los participantes locales. En particular, los Estados miembros no pueden restringir el uso de esos mecanismos a la compensación y liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en un mercado regulado o en un MTF de sus respectivos territorios. Asimismo, según el apartado 2 del artículo 32, los Estados miembros se asegurarán de que los mercados regulados de sus respectivos territorios ofrecen a los miembros o participantes directos, indirectos y a distancia el derecho a designar el sistema de liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en esos mercados. El BCE está de acuerdo con que todas las empresas de inversión tengan las mismas oportunidades de incorporarse o tener acceso a los mercados regulados en toda la Comunidad y comparte la opinión de que, con independencia de la forma en que se organicen las operaciones en la actualidad en los Estados miembros, es importante eliminar las limitaciones técnicas y legales del acceso directo, indirecto y a distancia a los mercados regulados. Para facilitar la conclusión de operaciones transfronterizas, el BCE también comparte la opinión de que es conveniente que las empresas de inversión, incluso las que gestionan un MTF, puedan acceder a los mecanismos de compensación y liquidación en toda la Comunidad, independientemente de que las operaciones se hayan concluido a través de mercados regulados del Estado miembro de que se trate. Por lo que se refiere al acceso y la elección de las contrapartes centrales, el BCE ya ha expresado públicamente su opinión de que es necesario un acceso abierto para asegurar la igualdad de condiciones entre los proveedores de servicios.

⁽¹⁾ Véase el recuadro sobre los nuevos avances en la negociación financiera de la UE en la página 8 de la exposición de motivos.

20. El BCE comparte la opinión de la Comisión de que las empresas de inversión que deseen participar directamente en los sistemas de liquidación de países asociados deben cumplir los oportunos requisitos operativos y comerciales para su asociación, así como las medidas cautelares, para mantener el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros, según se dice en el considerando 35. El BCE entiende que la expresión «medidas cautelares» no se refiere a las medidas de control y de riesgo internas del proveedor del sistema, sino a las medidas adoptadas por las autoridades responsables del buen funcionamiento de los mercados financieros. Por consiguiente, esto debería reflejarse en la redacción de la Directiva propuesta incluyendo no solamente las medidas cautelares, sino también la supervisión, ya que el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros también se puede garantizar con otras medidas reguladoras adoptadas en los Estados miembros.
21. Con arreglo a lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 32, el derecho de los miembros de un mercado regulado o de sus participantes a designar el sistema de liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en ese mercado regulado está sujeto, entre otras cosas, al «reconocimiento por la autoridad competente responsable del mercado regulado de que las condiciones técnicas para la liquidación de operaciones realizadas en ese mercado a través de un sistema de liquidación distinto del que tenga designado permiten el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros». De acuerdo con la observación anterior, se debería tener en cuenta que la competencia de garantizar un funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros podría corresponder a autoridades distintas de las autoridades del mercado, como las autoridades específicamente competentes para la compensación o liquidación de las operaciones de valores (de mercados regulados), de conformidad con la regulación de cada Estado miembro. La redacción del artículo 32 también debería tener en cuenta a esas autoridades y coordinar potencialmente sus funciones respectivas. Asimismo, en lugar de supeditar el derecho de designación al reconocimiento expreso de la autoridad o autoridades competentes, tal vez convendría imponer unas exigencias armonizadas mínimas. En este sentido, se debería reconocer el interés o la competencia de los bancos centrales respecto del buen funcionamiento de la compensación y liquidación de valores. El BCE entiende que la Comisión, cuando solicita al Comité de responsables europeos de reglamentación de valores que la asesore, también le encargará que consulte con los BCN las medidas de ejecución del apartado 4 del artículo 32.
22. El BCE entiende que el propósito del apartado 4 del artículo 32 es establecer criterios objetivos para que las autoridades competentes evalúen la designación de un sistema determinado por los miembros o participantes indirectos o a distancia de un mercado regulado nacional. Es esencial velar por que los participantes no consideren que las autoridades competentes favorecen a los sistemas nacionales cuando no reconocen una designación determinada. Su decisión debe basarse en criterios objetivos y armonizados. Una vez que los órganos rectores competentes hayan adoptado las recomendaciones del SEBC y del Comité de responsables europeos de reglamentación de valores, estas podrían convertirse en referencia para los BCN y otras autoridades competentes.
23. En sexto lugar, el intercambio y las exigencias de información. El BCE acoge favorablemente el apartado 6 del artículo 54, que elimina todo obstáculo legal al intercambio de información entre las autoridades competentes y los miembros del SEBC, incluidos los BCN y el BCE, a los efectos del cumplimiento de sus funciones respectivas. El creciente grado de integración de los mercados financieros en la UE y la zona del euro requiere sin duda alguna un mayor esfuerzo para cooperar e intercambiar la información pertinente de forma rápida y eficaz. En esta tarea deberían participar especialmente las autoridades supervisoras pertinentes con carácter multinacional y multisectorial, así como los BCN.
24. Por último, el BCE observa que, de conformidad con el artículo 56 de la Directiva propuesta, los Estados miembros de acogida podrán exigir, con fines estadísticos, que todas las empresas de inversión que tengan sucursales en su territorio les informen periódicamente sobre las actividades de esas sucursales. El BCE desea señalar que la población informadora de referencia del BCE a efectos de sus exigencias de información estadística, según se define en el artículo 1 del Reglamento (CE) nº 2533/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, sobre la obtención de información estadística por el Banco Central Europeo ⁽¹⁾, incluye un subgrupo de empresas y sucursales de inversión. Con el fin de reducir en lo posible la carga informadora, el BCE recomienda que las autoridades comprueben los datos estadísticos ya disponibles y apliquen las exigencias adicionales de recopilación de estadísticas del artículo 56 de la directiva propuesta. Además, siempre que se recopilen estadísticas en virtud de ese artículo, el BCE acogería favorablemente un intercambio de información.
25. El presente dictamen se publicará en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Hecho en Fráncfort del Meno, el 12 de junio de 2003.

El presidente del BCE

Willem F. DUISENBERG

⁽¹⁾ DO L 318 de 27.11.1998, p. 8.