

LA NUEVA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL DERECHO COMUNITARIO EUROPEO: LA DIRECTIVA 2004/39/CE

ALBERTO JAVIER TAPIA HERMIDA

RESUMEN

Durante el pasado año 2003 y en el corriente 2004 se ha producido una eclosión de normas en el Derecho comunitario europeo del mercado de capitales mediante Directivas del Parlamento europeo y del Consejo sobre abuso del mercado, folleños informativos y mercados de instrumentos financieros. Estas Directivas, que establecen principios marco, están llamadas a desarrollarse en progresión geométrica mediante nuevas Directivas de la Comisión europea que precisarán aquellos principios. El alcance y profundidad de estas nuevas normas permiten hablar de una “refundación” de la regulación europea de los mercados de valores. Dentro de ella destaca la Directiva 2004/39/CE

sobre los mercados de instrumentos financieros porque establece la regulación básica de los elementos centrales de la estructura de aquellos mercados, a saber, los intermediarios típicos (empresas de inversión y entidades de crédito) y los mercados regulados. En este último aspecto, la principal novedad consiste en admitir mecanismos de negociación descentralizada de valores mediante los sistemas de negociación multilateral y la posible internalización de órdenes por parte de las empresas de inversión.

1. ANTECEDENTES Y CONTEXTO

En los dos últimos años hemos asistido —estamos asistiendo y asistiremos— a una eclosión de normas comunitarias referidas a los mercados de valores de tal calibre que permite hablar de una “refundación” del Derecho europeo del mercado de valores o, con más precisión, del mercado de instrumentos financieros¹. Y procede hablar de “refundación”, porque, si bien es cierto que no han variado los presupuestos esenciales sobre los que se asienta dicha regulación (transparencia, integridad y protección del inversor), también lo es que ha variado tanto el método de producir normas, con la introducción del escalonamiento recomendado por el Informe Lamfalussy; como el ámbito, que hasta ahora se acomodaba al diseño esencial establecido en el Código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios, anexo a la Recomendación 77/534/CEE y desde ahora se amplía extraordinariamente a los mercados de instrumentos financieros centralizados y descentralizados.

Conviene destacar que esta inusitada actividad normativa comunitaria contrasta con las recomendaciones de evitar una hiperregulación contenidas en los Informes de los Grupos de Expertos constituidos en octubre de 2003 por la Comisión europea para evaluar el grado de integración de los mercados financieros (bancario, de seguros, de valores y de gestión de activos) tras la aplicación del Plan de

¹ Sobre las “fuentes del Derecho comunitario del mercado de valores” puede verse nuestro manual de “Derecho del mercado de valores”, 2ª Ed., Barcelona 2003, pág.25 y ss.

Acción de Servicios Financieros (“Financial Services Action Plan”, FSAP) de 1999². Si bien es cierto que estos Informes, publicados recientemente por la Comisión, también coinciden en la necesidad de aplicar las normas previstas en aquel FSAP y las Directivas y Reglamentos recientes obedecen a medidas previstas en dicho FSAP.

Por otro lado, la cantidad de disposiciones comunitarias sobre el mercado de valores, que se van modificando sucesivamente y que entran en vigor en distintos momentos y circunstancias, debe llevar a intensificar los esfuerzos de simplificación en este campo acordes con la Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones de 11 de febrero de 2003 (COM 2003, 71 final); para evitar que se configure un “carrusel diabólico” para la seguridad jurídica.

Las normas comunitarias recientes sobre mercados de valores e instrumentos financieros, al seguir el método de regulación escalonada recomendado por el Informe Lamfalusy, se desarrollan mediante un proceso de expansión geométrica tipo “Big Bang” y pueden ordenarse en torno a varios aspectos estructurales o funcionales de regulación de aquel mercado. Así:

a) Entre los aspectos estructurales, podemos destacar cómo la reforma de la Directiva 85/611/CEE sobre los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) por las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE³ ha encontrado su onda expansiva reciente en forma de sendas Recomendaciones de la Comisión de 27 de abril de 2004 relativas al uso de instrumentos financieros derivados para dichos OICVM y a determinados contenidos del folleto simplificado previsto en el esquema C del anexo I de la citada Directiva 85/611/CEE.

b) Entre los aspectos funcionales desarrollados en los dos últimos años destaca la Directiva 2003/6/CE sobre abuso del mercado⁴ que se ha expandido mediante el Reglamento (CE) n° 2273/2003 y las

² Ver la noticia de SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La Comisión Europea publica cuatro Informes de Expertos Independientes sobre la evaluación del Plan de Acción de Servicios Financieros”, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil (en adelante, RDBB) n° 94, 2004.

³ V. RDBB n° 87, 2002, p.328 y ss.

⁴ V. RDBB n° 91, 2003, p.332 y ss..

Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión⁵. Por último, destaca también la nueva regulación de la transparencia en el mercado primario y en el secundario de valores a partir de la Directiva 2003/71/CE, sobre el folleto de oferta pública o admisión a cotización de valores⁶, desarrollada mediante el Reglamento (CE) n° 809/2004, de la Comisión.

Pero, con ser importantes las Directivas mencionadas, no hay duda de que la más relevante para comprender la “refundación” del Derecho comunitario del mercado de valores es la reciente Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 “relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo”⁷.

La importancia de la Directiva 2004/39/CE obedece, por un lado, a que se trata de una norma de integración que regula la estructura de los mercados de instrumentos financieros y la conducta de sus principales sujetos específicos, a saber, las empresas de inversión. Por otro lado, aquella Directiva es relevante porque introduce cambios esenciales en los sistemas de negociación de valores e instrumentos financieros ya que, junto a los sistemas tradicionales de los mercados regulados, reconoce otros sistemas de negociación multilateral (SMN) y la posibilidad de internalización de órdenes por parte de empresas de inversión (internalizadores sistémicos), al margen de mercados regulados o SMN. Asistimos, por lo tanto, a un cambio esencial de los presupuestos tradicionales de negociación mediante sistemas multilaterales de concentración de órdenes, inducido por los intermediarios anglosajones y que obliga a replantear las garantías habituales de formación objetiva e imparcial de los precios y de ejecución de las órdenes de la mejor manera posible para los inversores.

La regulación de los mercados de instrumentos financieros que establece la Directiva 2004/39/CE se ordena en torno a una estructura de intermediarios, que son las empresas de inversión que, junto a las

⁵ V. RDBB n° 94, 2004.

⁶ V. RDBB n° 93, 2004, p. 306 y ss.

⁷ DOUE 30.4.2004, L145/1 y ss.

entidades de crédito, actúan en los procesos de adquisición originaria o derivativa de valores negociables o instrumentos financieros. Esta última negociación secundaria puede producirse, según decimos, tanto en el ámbito de mercados regulados como en el de SMN o bien mediante la internalización sistemática de órdenes. La regulación de las empresas de inversión sigue las pautas tradicionales de tipificación de los servicios y actividades de inversión, reserva de los mismos a los intermediarios autorizados, establecimiento de las condiciones de acceso a la actividad y de ejercicio de la misma. Junto a estos sujetos agentes, la Directiva se ocupa de las autoridades supervisoras.

2. VIGENCIA

La Directiva 2004/39/CE entró en vigor el 30.04.2004, día de su publicación en el DOUE (art.72) y los Estados miembros deberán adaptar sus ordenamientos a los mandatos armonizadores de la misma en un plazo de 24 meses desde dicha entrada en vigor (art.70).

Dicha Directiva deroga la Directiva 93/22/CEE, de servicios de inversión⁸ desde los 24 meses de entrada en vigor de la misma, que se produjo el 30.04.2004 (art.69) y ha modificado las Directivas 85/611/CEE (art.66), 93/6/CEE (art.67) y 2000/12/CE (art.68).

Siguiendo el método Lamfalusy antes mencionado, esta Directiva está plagada de remisiones y habilitaciones a favor de la Comisión para que adopte las medidas de ejecución pertinentes, labor que desarrollará mediante reglamentos, Directivas o recomendaciones y en la que estará asistida por el Comité Europeo de Valores (art.64).

3. ÁMBITO DE APLICACIÓN

El ámbito de aplicación de esta Directiva se delimita, primero, por inclusión (art.1) alcanzando a las empresas de inversión (título II)

⁸ De la que dimos noticia en la RDBB nº 52, 1993, p.1185 y ss.; ver también nuestra noticia sobre su modernización a raíz de la Comunicación de la Comisión de 15 de noviembre de 2000 en esta RDBB nº 82, 2001, p.227 y ss.

y a los mercados regulados (título III). También alcanzan algunas de sus disposiciones a las entidades de crédito, cuando presten uno o varios servicios o actividades de inversión.

En concreto, se les aplicarán algunas de las condiciones de autorización de las empresas de inversión (las normas sobre adhesión a un sistema de indemnización de los inversores autorizado, art.11, dotación de capital inicial, art.12, y requisitos de organización, art.13); todas las condiciones de funcionamiento de aquellas empresas de inversión previstas en el capítulo II del título II (excepto el art.23.2.pfo.2º); todos los derechos de las empresas de inversión establecidos en el capítulo III del título II (excepto el art.31.2 a 4 y el art.32.2 a 6, 8 y 9) y algunas normas de control público como son las contenidas en los arts.48 a 53, 57, 61, 62 y 71.1.

En segundo lugar, el ámbito de aplicación de la Directiva se delimita por exclusión, diferenciándose las excepciones imperativas que alcanzan a las empresas de seguros, a los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones, al Sistema Europeo de Bancos Centrales, etc. (art.2); y las excepciones facultativas que pueden aplicar los Estados miembros a determinadas personas que únicamente estén autorizadas a prestar el servicio de inversión consistente en la recepción y transmisión de órdenes sobre valores negociables y participaciones de organismos de inversión colectiva y la prestación de asesoramiento en materia de inversión en instrumentos financieros que cumplan las condiciones establecidas en el art.3.

4. ELEMENTOS DE LA ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Los elementos de los mercados de instrumentos financieros se definen en el art.4 y son los siguientes:

a) Elementos estructurales, bien sean subjetivos (empresa de inversión, internalizador sistemático, creador de mercado, cliente profesional o minorista, gestor del mercado, Estado miembro de origen y de acogida, autoridad competente, entidades de crédito, sociedad de gestión de un OICVM, agente vinculado, sucursal, empresa matriz y fi-

lial) u objetivos (instrumento financiero, valores negociables, instrumentos del mercado monetario, participación cualificada).

b) Elementos funcionales (servicios y actividades de inversión, servicio auxiliar, asesoramiento en materia de inversión, ejecución de órdenes por cuenta de clientes, negociación por cuenta propia, mercado regulado, sistema de negociación multilateral, etc.).

En relación con los elementos señalados, cabe destacar que el anexo I de la Directiva incluye la “lista de servicios y actividades de inversión, servicios auxiliares e instrumentos financieros” y que el anexo II señala los clientes profesionales a efectos de la Directiva distinguiendo entre las entidades que se consideran clientes profesionales en todo caso (entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, etc.) de aquellos otros sujetos que pueden ser tratados como profesionales si así lo solicitan y cumplen los criterios de identificación oportunos.

5. LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN

La Directiva establece el régimen de estas empresas en su título II sobre el esquema tradicional que define, primero, las condiciones de acceso a su actividad típica para, a continuación, determinar las condiciones de ejercicio de la misma. En efecto:

a) El acceso a la condición de empresa de inversión como intermediario típico del mercado de valores está condicionado a la autorización previa de un Estado miembro y, por ello, el capítulo I del título II empieza estableciendo la obligatoriedad de la autorización (art.5), el alcance de la misma (art.6); los procedimientos para concederla o denegarla (art.7) y las causas de su revocación (art.8). Después, señala los requisitos necesarios para obtener aquella autorización que afectan tanto a las personas implicadas en las empresas de inversión (gestores, art.9 y socios con participaciones cualificadas, art.10) como a los procedimientos que éstas deben establecer en aspectos tales como su adhesión a un sistema de indemnización de los inversores autorizado (art.11), dotación de capital inicial (art.12), or-

ganización (art.13) y proceso de negociación y conclusión de operaciones en un SMN (art.14). En relación con lo anterior, se regulan también las relaciones de la Comunidad con terceros países al objeto de conseguir un trato homogéneo de las empresas de inversión comunitaria a la hora de establecerse o prestar servicios y realizar actividades de inversión en un tercer país (art.15).

b) Una vez que la empresa de inversión ha accedido al mercado de valores, debe cumplir una serie de condiciones de funcionamiento establecidas en el capítulo II del título II de la Directiva que empieza por recordar la necesidad de que se cumplan en todo momento las condiciones de autorización inicial (art.16), para lo que obliga a los Estados a una supervisión continua de las empresas de inversión (art.17).

Después, las condiciones de funcionamiento se agrupan en función de los objetivos perseguidos y así, se establecen condiciones para detectar, prevenir y corregir conflictos de intereses (art.18), para garantizar la protección del inversor mediante normas de conducta en la prestación de servicios de inversión a clientes (art.19), en la prestación de servicios por medio de otra empresa de inversión (art.20), la obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente (art.21), las normas de gestión de órdenes de clientes (art.22), las obligaciones de las empresas de inversión que designan agentes vinculados (art.23) y las operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles (art.24); y para asegurar la transparencia e integridad del mercado, con las obligaciones de preservar dicha integridad, de declarar las operaciones y de llevar un registro (art.25), de hacer públicas las cotizaciones en firme (art.27) y de adoptar medidas de transparencia de pre-negociación y post-negociación en general y cuando las empresas de inversión actúen en SMN (arts.28 a 30).

c) El régimen de las empresas de inversión acaba en el capítulo III del título II de la Directiva con la alusión a los derechos derivados del pasaporte comunitario tanto mediante la libertad de establecimiento de una sucursal (art.32) como a través de la libre prestación de servicios y actividades de inversión (art.31), con atención especial al acceso tanto a los mercados regulados (art.33) como a los sistemas de contrapartida central y de compensación y liquidación (art.34 y 35).

6. LOS MERCADOS REGULADOS

El régimen de estos mercados se establece en el título III de la Directiva y parte de la necesidad de autorización de los mismos por un Estado miembro (art.36), para cuya obtención ha de acreditarse el cumplimiento de requisitos de gestión de los mismos mediante personas honorables y expertas (art.37), de socios significativos idóneos (art.38), de organización adecuada (art.39) y, en particular, de normas claras y transparentes tanto para la admisión, suspensión o exclusión de los instrumentos financieros de la negociación (arts.40 y 41) como para el acceso de sus participantes y la adhesión de sus miembros (art.42). Por otra parte, se presta atención especial a los requisitos de transparencia pre-negociación y post-negociación aplicables en dichos mercados (arts.44 y 45).

7. CONTROL PÚBLICO DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN Y DE LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La Directiva culmina la regulación sustancial de los mercados de instrumentos financieros estableciendo las bases del control público de los mismos en tres ámbitos:

a) Primero, en cada Estado miembro, que debe designar las autoridades competentes para supervisar los mercados de instrumentos financieros (art.48) y dotarlas de las facultades necesarias (art.50). La eficacia de la regulación lleva a exigir sanciones administrativas para los incumplimientos de las normas derivadas de la Directiva (art.51), a garantizar el derecho de recurso (art.52) y a fomentar mecanismos extrajudiciales para las reclamaciones de los inversores (art.53). Conviene destacar la necesidad de que, en cada Estado miembro, cooperen las autoridades supervisoras de las entidades de crédito y otras entidades financieras, de las empresas y mediadores de seguros y reaseguros, de los fondos de pensiones y de los OICVM (art.49).

b) Segundo, en el ámbito comunitario, donde las autoridades competentes de los distintos Estados miembros están obligadas a cooperar en las actividades de supervisión de las empresas de inversión y

mercados de instrumentos financieros, intercambiándose información, consultándose antes de conceder una autorización y permitiendo las verificaciones in situ y las investigaciones. En particular, la competencia básica del Estado miembro de origen no obsta para reconocer determinadas facultades a los Estados miembros de acogida (capítulo II, arts.56 a 62).

c) Por último, en el mercado de valores global, regulándose la cooperación con terceros países mediante el intercambio de información (capítulo III, art.63).