

**TRANSPARENCIA Y
PRINCIPIO DE MEJOR EJECUCIÓN**

Enrique Alonso Alonso
Galo Juan Sastre Corchado

Junio 2003

Dirección de Estudios
Comisión Nacional del Mercado de Valores
Monografías nº 2. 2003

Galo Juan Sastre Corchado es Subdirector de la Dirección de Mercados Secundarios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Enrique Alonso Alonso es Técnico de la Dirección de Mercados Secundarios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y de su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es.

ISBN: 84-87870-34-1

Depósito legal: M-30.677-2003

Imprime: Sociedad Anónima de Fotocomposición
Talisio, 9. 28027 Madrid

RESUMEN

En el presente documento se revisan algunos elementos clave para determinar la transparencia y la eficiencia de los mercados de valores. La oportunidad de este análisis viene dada por los cambios que se están produciendo en los mercados de valores europeos, en particular por el aumento de la competencia entre los mercados tradicionales, la aparición de sistemas alternativos de negociación (en adelante MTF –Multilateral Trading Facilities) que compiten con los anteriores y las actividades de internalización de órdenes por parte de las empresas de servicios de inversión (en adelante ESI). Estos cambios son positivos en muchos aspectos, pero comportan también la posibilidad de que se genere una creciente fragmentación de la negociación, con consecuencias negativas en términos de transparencia y eficiencia. El documento prestará una especial atención al tratamiento de la transparencia en la propuesta de la Comisión Europea con motivo de la revisión de la Directiva de Servicios de Inversión y Mercados Regulados (en adelante DSIMR), actualmente en discusión. Asimismo, se discutirá de manera especial las condiciones bajo las que se garantiza el principio de mejor ejecución de las órdenes, estrechamente asociado a la idea de eficiencia, en un contexto multimercado.

ÍNDICE

1. ASPECTOS BÁSICOS DE LOS MERCADOS DE VALORES

- 1.1 Funciones y estructura
- 1.2 Cualidades deseables
- 1.3 Principales tendencias en la organización y funcionamiento de los mercados

2. LA TRANSPARENCIA DE LOS MERCADOS DE VALORES

- 2.1 Consideraciones generales
- 2.2 Pretransparencia y postransparencia
- 2.3 Algunos argumentos en torno al nivel de transparencia

3. LA TRANSPARENCIA EN LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

- 3.1 Consideraciones generales
- 3.2 Tratamiento de la transparencia en la propuesta de DSIMR.
 - 3.2.1 Pretransparencia
 - 3.2.2 Postransparencia
 - 3.2.3 La mejor ejecución y las reglas para la gestión de órdenes

4. LA MEJOR EJECUCIÓN

- 4.1 El concepto de calidad de mercado
- 4.2 Consideraciones acerca del concepto de mejor ejecución
 - 4.2.1 Hacia una definición de mejor ejecución
 - 4.2.2 Los conflictos de intereses y la información a los inversores
 - 4.2.3 Breves consideraciones acerca de la supervisión de la mejor ejecución

5. FRAGMENTACIÓN

- 5.1 Planteamiento del problema
- 5.2 Los sistemas alternativos de negociación
- 5.3 Internalización
- 5.4 La consolidación de la información

6. CONCLUSIONES

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

8. ANEXO: ASPECTOS MÁS RELEVANTES DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL SOBRE TRANSPARENCIA Y TIPO DE OPERACIONES A EFECTUAR EN LOS MERCADOS REGULADOS

1 ASPECTOS BÁSICOS DE LOS MERCADOS DE VALORES

1.1 Funciones y estructura de los mercados

El intercambio entre los ahorradores y los agentes que demandan fondos para financiar proyectos de inversión puede canalizarse mediante la creación de activos financieros que se venden a los ahorradores en el denominado mercado primario. Ahora bien, parece difícil que esta colocación de activos se produzca si los ahorradores no pudieran desprenderse de dichos activos cuando así lo precisen. El mercado secundario de valores surge precisamente para facilitar la liquidez de dichos activos, de tal forma que los tenedores de los mismos puedan deshacerse de ellos cuando así lo deseen.

Un mercado de valores debe ser capaz, como mínimo, de:

- Poner en contacto a oferentes y demandantes de activos financieros.
- Permitir el intercambio de los activos mediante la fijación de los precios.
- Facilitar información sobre las condiciones de compra y venta de activos.
- Arbitrar medidas y procedimiento que mejoren la liquidez de los activos cotizados

En las operaciones de compraventa cabe distinguir dos fases esenciales, cuyo tratamiento da lugar a diferencias sustanciales en la estructura de los mercados.

- **Fase de cotización y contratación.** En esta fase los participantes muestran su intención de comprar y vender una cantidad determinada de unidades de un instrumento financiero a un determinado precio. En el momento en que existe una contrapartida, que se ajusta a las condiciones establecidas por el partícipe, la operación se ejecuta en el mercado.
- **Fase de liquidación.** Una vez se ha acordado las condiciones de compra y venta, es decir, el volumen y precio al que se efectúa la transacción, viene la fase de liquidación donde se produce el intercambio de estos activos.

Una de las distinciones más extendidas entre estructuras de mercado es la que toma como referencia la forma en que se desarrolla la negociación. Así, se puede distinguir entre:

- **Sistemas dirigidos por órdenes.** En estos sistemas las órdenes de todos los inversores confluyen en un sólo libro de órdenes, donde se refleja el volumen y precio de cada una de las órdenes. Una vez que existe una contrapartida adecuada, la orden se casa automáticamente.
- **Sistemas dirigidos por precios.** En este tipo de mercados, la contrapartida la dan directamente los agentes especializados¹, que así asumen un riesgo. Cada intermediario indica los precios y volúmenes a los que está dispuesto a comprar y vender a sus clientes.

La realidad, no obstante, es compleja y los sistemas de negociación actuales tienden a combinar, en mayor o menor grado, características de ambos modelos. Esta confluencia obedece a la necesidad de adaptarse a las necesidades de los participantes. No todos los clientes son iguales, y existe una amplia variedad de tipología de órdenes que responden a las distintas estrategias de

¹ En el ámbito de la Unión Europea, los agentes que intervienen en los mercados de valores por cuenta propia o de terceros se denominan "empresas de servicios de inversión" (ESI).

inversión. Los modelos flexibles permiten que las órdenes se canalicen a un sólo mercado aunque, mediante segmentos de negociación distintos, cada uno de ellos pensado para una estrategia de inversión distinta. Como se señala más adelante, hay una distinción clara entre los intereses de los pequeños inversores y los de los inversores institucionales.

Por otra parte, el desarrollo tecnológico ha propiciado durante las últimas dos décadas una tendencia a sustituir los sistemas de negociación con presencia física de los participantes, o de sus agentes, por sistemas electrónicos de contratación. Esta tendencia ha favorecido, a su vez, la aparición de sistemas de contratación alternativos capaces de competir con los mercados regulados tradicionales.

1.2 Cualidades deseables

Los inversores deben tener en todo momento confianza en el funcionamiento de los mercados. Por este motivo la operativa en un mercado debe realizarse teniendo en cuenta una serie de principios básicos, entre los que cabe citar los tres siguientes:

- Asegurar que los mercados cumplen el fin económico de asignar eficientemente el ahorro a la inversión.
- Proporcionar una adecuada protección de los intereses de los participantes.
- Contribuir a que la actividad en los mercados se desarrolle de la forma más eficiente y transparente posible.

A la hora de establecer medidas encaminadas a asegurar la plena vigencia de estos principios, habrá que tener en cuenta sus consecuencias sobre la innovación financiera y sobre la competencia entre los intermediarios financieros, cualidades también deseables desde un punto de vista social.

Para evaluar la calidad de un mercado se presta una atención especial a las siguientes características:

- **Transparencia.** La información sobre todo el proceso de negociación debe obtenerse de forma rápida e igual para todos.
- **Libertad de acceso.** No debe de existir ninguna restricción de acceso al mercado para ningún partícipe, ni para los volúmenes de operaciones que cualquiera de ellos quiera realizar. Esta canalización se hará de acuerdo con las condiciones que establezca cada mercado.
- **Liquidez.** Cuanto mayor sea el número de participantes en un mercado (compradores y vendedores) más fácil será encontrar una contrapartida a sus órdenes de compra y venta. Además, los precios a los que se casarán las operaciones reflejarán más fielmente las condiciones del mercado. Son varios los factores que contribuyen a mejorar la liquidez de los valores. Ahora bien, el propio activo financiero es un elemento decisivo a la hora de que éste tenga un adecuado nivel de liquidez. Contribuyen a mejorar la liquidez de los mercados las operaciones de arbitraje, los horarios continuados de negociación o el desarrollo de sistemas electrónicos que permiten canalizar las órdenes de forma prácticamente instantánea.
- **Profundidad y amplitud.** Para que esta búsqueda sea lo más rápida y eficiente es necesario que las órdenes de compra y venta que lleguen al mercado sean suficientes en número (profundidad) y cuantía (amplitud). De este modo, las variaciones de precios tendrán una adecuada consistencia, reduciéndose significativamente la volatilidad.

1.3 Principales tendencias en la organización y funcionamiento de los mercados

Los mercados cuentan tradicionalmente con una presencia mayoritaria de participantes nacionales y, por tanto, su estructura y normas de funcionamiento se han adaptado a las peculiaridades de cada país. En la actualidad, sin embargo los mercados de valores viven un proceso de globalización como consecuencia de la mayor integración económica de los países, el aumento de los intercambios comerciales, la liberalización de los mercados de capitales y el desarrollo de sistemas electrónicos de información y negociación, que permiten un acceso rápido a cualquier mercado mundial. Este nuevo marco favorece que los inversores, especialmente los institucionales, diversifiquen su riesgo por países tratando de obtener en todo momento la máxima rentabilidad posible en función del riesgo que quieran asumir.

Esta mayor movilidad internacional de los capitales no sólo genera una mayor negociación transfronteriza, sino que también actúa como un elemento de integración entre los mercados internacionales. Cada vez hay una mayor correlación entre los movimientos de los precios de activos financieros admitidos a cotización en distintos mercados, estableciéndose no sólo una mayor competencia sino una mayor interdependencia entre ellos.

En cuanto a los mercados europeos, además de fenómenos como el de la globalización y o el avance de las nuevas tecnologías y su aplicación a la contratación de valores, existe un factor añadido como es la creación de un espacio económico y político común en el ámbito comunitario, impulsado con la introducción de una moneda única y la adopción de un cuerpo legislativo, cuya finalidad es favorecer la competencia entre mercados y entidades.

Las principales tendencias actuales en los mercados de valores de renta variable son las siguientes:

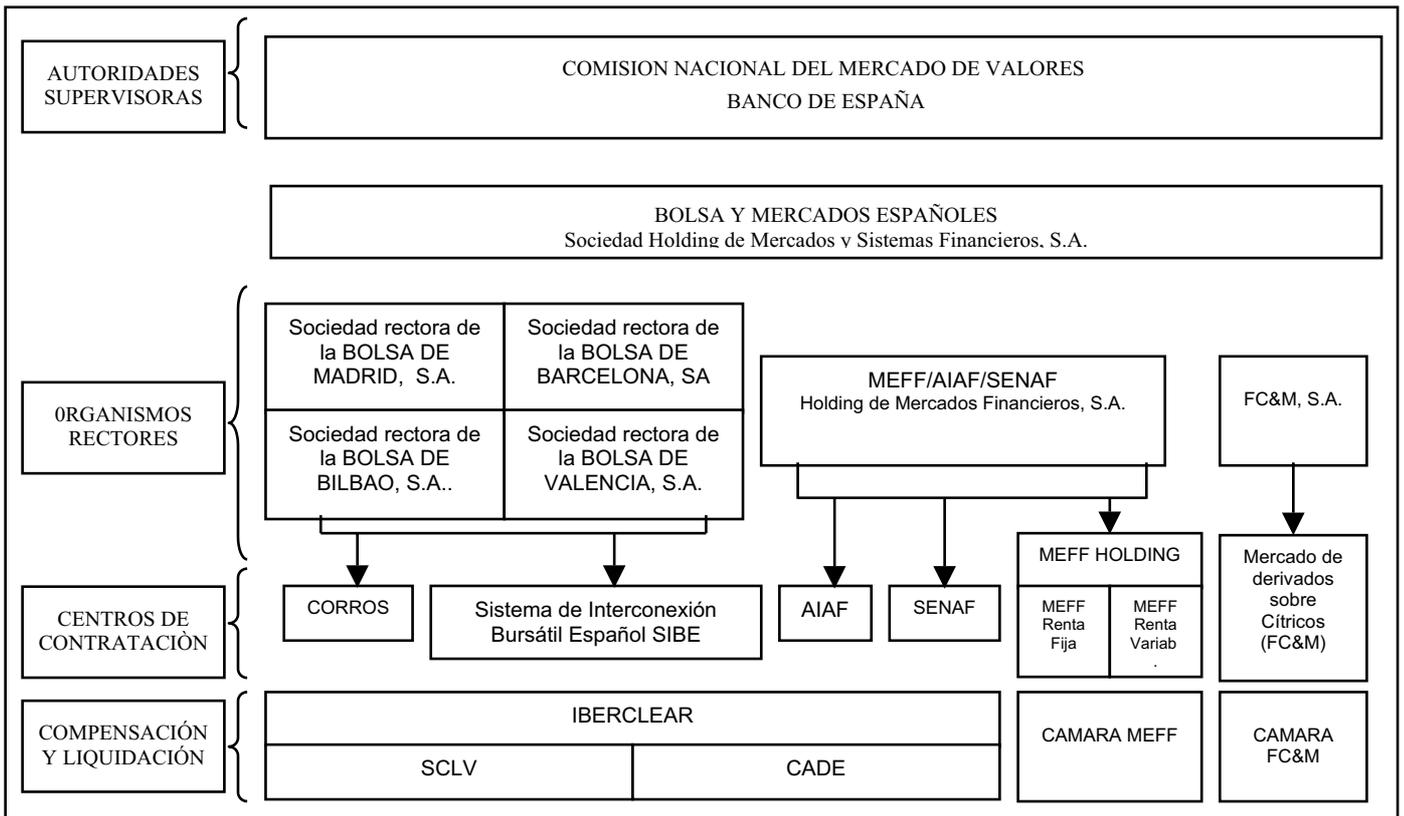
- **Convergencia hacia modelos de mercados electrónicos dirigidos por órdenes.** Por ejemplo, en la actualidad, los más importantes mercados de renta variable en la Europa continental son de ese tipo. El avance de los sistemas electrónicos dirigidos por órdenes tiene que ver con sus ventajas en términos de coste, transparencia o visualización de la negociación y capacidad para garantizar el anonimato de los participantes que, de este modo, están menos expuestos a estrategias perjudiciales desarrolladas por sus contrapartidas
- **Desmutualización.** En los mercados europeos bursátiles se está produciendo un proceso de desmutualización que separa la condición de accionistas de la de miembros de mercado. Este proceso ha conllevado incluso la cotización de los títulos de algunas de las bolsas más importantes del continente europeo, como es el caso de las bolsas de Estocolmo, la Deutsche Borse AG, Euronext y la Bolsa de Londres.
- **Establecimiento de alianzas entre mercados europeos en los ámbitos de la renta variable, renta fija y productos derivados.** Si bien no todos los intentos han llegado a buen puerto, en algunos casos se han alcanzado acuerdos de gran importancia, como la creación de Euronext² o el acuerdo entre las bolsas alemana y suiza que dio lugar a la creación del mercado de productos derivados Eurex³.

² Euronext se creó el 22 de septiembre de 2000 como la integración de las bolsas de Amsterdam, Bruselas y París. Posteriormente, el 13.12.01, la Bolsa de Valores de Lisboa y Oporto (BVLP) se unió a Euronext. Euronext tenía en octubre de 2001 una capitalización de 1.782 billones de euros y negociaba un total de 1.566 compañías. En el año 2001 Euronext lanzó con éxito una OPA sobre LIFFE, el mercado de derivados londinense.

³ En diciembre de 1996 se materializó el acuerdo entre la Deutsche Borse AG y la bolsa Suiza (Schweizer Borse) que permitió la creación en 1998 del mercado Eurex.

En España, uno de los acontecimientos más significativos dentro de este proceso de unificación entre mercados y sistemas de negociación ha sido la creación de “Bolsa y Mercados Españoles”, una empresa holding cuyo objetivo es reagrupar a los mercados de renta variable, de derivados, de renta fija y de deuda pública, así como a las entidades que ofrecen servicios de compensación y de liquidación. La creación de este holding pretende dar a los mercados españoles una dimensión suficiente para poder competir en el entorno europeo, así como acumular sinergias para ofrecer más productos financieros adecuados a las necesidades de los diferentes tipos de inversores. El cuadro 1 resume la actual estructura de los mercados de valores españoles.

Cuadro1: . Estructura de los mercados de valores españoles



En el ámbito de la renta fija se producido una evolución paralela a la de los mercados de renta variable en muchos casos. Así, por un lado, se han desarrollado sistemas multilaterales de difusión de precios como, por ejemplo, el *Trade Web and BondVision* gestionado por *MTS* como mercado para clientes institucionales. Por otro lado, también han surgido sistemas de casación de órdenes de clientes contra la cuenta propia, a semejanza de la internalización de órdenes en valores de renta variable. Un ejemplo podría ser el sistema *Webt* gestionado por *Goldman Sachs*, que lleva cinco años funcionando en Estados Unidos y dos en Europa.

Los cambios han afectado también a los mercados de productos derivados. Como ya se ha señalado, una de las novedades más importantes de la pasada década fue la creación de *Eurex*, mediante la fusión entre la *DTB Deutsche Terminborse* (mercado alemán de opciones y futuros) y *SOFFEX* (mercado suizo de opciones y futuros). Más recientemente, el conglomerado *Euronext* adquirió el mercado londinense *LIFFE* (London International Financial Futures Exchange), uno de los más importantes del mundo en el ámbito de los productos derivados. A destacar, asimismo, que diversos mercados de productos derivados mantienen acuerdos entre sí para permitirse mutuamente el acceso a la negociación de sus miembros.

2 LA TRANSPARENCIA DE LOS MERCADOS DE VALORES.

2.1 Consideraciones generales

El concepto de transparencia que utilizamos en este apartado se refiere a la capacidad del mercado para generar y difundir información sobre precios y cantidades. Una adecuada toma de decisiones exige que el inversor disponga de todos los datos necesarios para elegir la inversión que más satisfaga a sus intereses. También parece evidente que el acceso a dicha información debe ser lo más rápido posible y en igualdad de condiciones para todos los participantes. Por lo tanto, un alto nivel de transparencia facilita que los inversores conozcan en todo momento cuál es la situación del mercado y, más en concreto, la situación de cada activo admitido a negociación.

Es importante que los inversores dispongan de información de las posiciones de compra y venta, así como de las operaciones efectuadas. Esta información es relevante también para el propio mercado. La interdependencia entre mercados donde se negocia un mismo activo o entre mercados donde se contratan activos relacionados entre sí (mercado de contado y mercado de derivados) es cada vez mayor. Un correcto funcionamiento del arbitraje precisa la existencia de información suficiente.

Ahora bien, la determinación del nivel adecuado de transparencia en un mercado se encuentra sometida a diversas consideraciones. Una de las más importantes viene dada por la reserva que, a menudo, expresan los creadores de mercado, que son participantes especiales que están obligados a proveer liquidez. bajo ciertas condiciones. El argumento básico de estos participantes especiales es que un nivel de transparencia muy elevado les haría vulnerables frente a determinadas estrategias de otros participantes y dificultaría la gestión de sus posiciones por cuenta propia. Así pues, en este caso, habría que sopesar las ventajas de un mayor nivel de transparencia con sus posibles efectos negativos sobre la liquidez del mercado.

Entre otras cuestiones a considerar a la hora de determinar el nivel de transparencia de un mercado, cabe señalar las siguientes:

- **El grado de acceso a la información del mercado.** Se plantea qué información debe estar a disposición únicamente de los organismos reguladores y gestores del mercado, cuál debe extenderse a los miembros del mercado o a determinados participantes, y cuál al público en general.
- **La inmediatez de la información.** La información sobre las operaciones ya ejecutadas puede facilitarse inmediatamente o retrasarse la comunicación un determinado tiempo. En este segundo caso, como mucho la información podría retrasarse hasta el inicio de la negociación del día siguiente.
- **El grado de agregación de la información.** La información puede desglosarse con distinto grado de detalle: orden a orden u operación a operación. Por ejemplo, en los mercados dirigidos por órdenes, se pueden facilitar los datos de cada una de las órdenes que figuran en el libro, especificando el volumen y el precio al que se desea ejecutar la transacción. También se puede indicar el miembro del mercado a través del cual se canaliza la orden. Otra posibilidad sería facilitar el volumen total de órdenes para cada precio que figure en el libro. Por lo que se refiere a las operaciones efectuadas, el grado de desglose de la información puede ir desde facilitar volúmenes y precios medios por períodos determinados de tiempo hasta proporcionar un detalle exacto de cada una de ellas (precio, volumen, orden de ejecución y, en algunos casos, miembro de mercado).

- **El nivel de transparencia de las operaciones realizadas fuera del mercado.** Los inversores son libres de realizar operaciones al margen de los mercados. Estas operaciones, sin embargo, tienen que cumplir determinadas condiciones para su realización. En el mercado español se pueden realizar operaciones fuera de las bolsas de valores con una serie de requisitos, entre los que destaca la obligación de su comunicación al mercado, ya que la transparencia debe afectar a todas las operaciones sobre los activos admitidos en un mercado, con independencia de si se efectúan dentro o fuera de él.
- **La conveniencia o no de una transparencia distinta en función del volumen tanto de las órdenes como de las operaciones ejecutadas.**

Combinar todas estas consideraciones no es una tarea fácil. Hay que tener en cuenta las necesidades de los inversores para tomar sus decisiones de inversión, y garantizar una transparencia suficiente para que no se produzcan irregularidades o prácticas abusivas. En efecto, la transparencia influye muy significativamente en el proceso de formación de los precios, ya que una mayor transparencia permite incorporar al precio del activo de forma más rápida toda la información relevante.

Asimismo, no debe ignorarse que la información generada en el ámbito de la negociación puede ser comercializada y que, de hecho, se ha convertido en una fuente de ingresos cada vez más importante para los propios mercados.

2.2. Pretransparencia y postransparencia

Una distinción importante en relación con la transparencia de la negociación es la que se refiere a los conceptos de pretransparencia y post-transparencia.

La pretransparencia se refiere a la información que se facilita sobre las posiciones de compra y venta: los precios y volúmenes a los que están dispuestos a comprar y vender los participantes. En los mercados dirigidos por órdenes, son las posiciones que manifiestan los inversores y que confluyen en el único libro de órdenes. En el caso de los mercados dirigidos por precios, la pretransparencia se refiere al precio y volúmenes a los que están dispuestos a operar los creadores del mercado.

La pretransparencia contribuye a:

- **Una mejor formación de los precios.** Al disponerse de información sobre los precios y volúmenes a los que los participantes desean contratar, se establece una competencia entre todas las órdenes, de tal forma que el libro de órdenes refleja en todo momento los mejores precios posibles. Si no hay una mejora en el precio, el inversor sólo podrá encontrar contrapartida a su orden después de que se hayan ejecutado las órdenes previas. Lo mismo ocurriría para los creadores de mercado. En la medida que el inversor conozca las posiciones de todos ellos, se podrá dirigir a aquél que ofrezca un mejor precio.
- **Una mayor confianza de los participantes en el mercado.** El inversor podrá conocer los mejores precios posibles en cada momento. En los mercados dirigidos por precios esta información impide que los agentes o miembros del mercado puedan aprovecharse de las órdenes de sus clientes. Además, evita que las ESI tengan que desarrollar sistemas complejos para garantizar, tanto a sus propios clientes como a los organismos supervisores, que los precios a los que se han realizado las órdenes son los mejores posibles⁴.

⁴ El principio de mejor ejecución es un estándar de regulación recomendado por IOSCO que está ampliamente recogido en las legislaciones nacionales.

La postransparencia se refiere a la información sobre las operaciones ya ejecutadas en un mercado. Esta información complementa a la proporcionada previamente:

- **Refleja la situación del mercado para cada activo.** A lo largo de toda la sesión podemos observar la evolución de los precios del activo, así como los volúmenes negociados. La consistencia de los precios será mayor cuanto más alto sea el volumen contratado.
- **Permite al inversor contrastar si efectivamente el precio obtenido ha sido el mejor posible en cada momento.** También contribuye a evitar que los agentes utilicen en beneficio propio las órdenes de los clientes. Este aprovechamiento irregular se produce cuando el agente al recibir una orden de su cliente no la ejecuta inmediatamente en mercado sino que realiza una operación del mismo signo en nombre propio y luego traspasa esos títulos a su cliente obteniendo un diferencial sin riesgo⁵.

2.3. Algunos argumentos en torno al nivel de transparencia

Aunque existe amplio acuerdo sobre la importancia de la transparencia para conseguir un mercado eficiente y una adecuada protección de los inversores, la especificación del nivel concreto de transparencia en un mercado es un tema polémico. Determinar cuál debe ser el nivel óptimo de transparencia para cada mercado depende de los activos que se negocien y de los participantes. Además, la transparencia no es un concepto uniforme dentro de cada mercado. Ya se ha señalado que se tiende a sistemas de negociación híbridos entre los dos modelos tradicionales⁶, que incorporan diversos segmentos de negociación⁷. Incluso dentro de un mismo segmento de negociación, la transparencia puede ser distinta según el horario de contratación o la situación del mercado. Por ejemplo, durante la apertura y el cierre el nivel de transparencia puede ser distinto al del resto de la sesión.

La polémica sobre el nivel de transparencia ha crecido últimamente en la medida en que los mercados tradicionales han dejado de tener el monopolio de la canalización de las órdenes de los clientes. Por un lado, se han desarrollado sistemas alternativos de negociación y, por otro lado, en aquellos países donde la regulación lo permite, los agentes pueden internalizar las órdenes de sus clientes dentro de la propia entidad sin que dichas órdenes se incorporen al mercado. Además, la posibilidad de poder elegir entre sistemas de negociación distintos ha puesto de manifiesto que el nivel de transparencia es un factor competitivo entre los sistemas de negociación.

El principal debate se centra en la pretransparencia, es decir en la información sobre las posiciones de compra y venta. A la vista de lo comentado, la cuestión principal es si debe existir un único nivel de transparencia. Parece evidente que debe ajustarse a las necesidades de cada tipo de mercado y de los activos que se negocian. No es lo mismo el nivel de pretransparencia que necesita un sistema dirigido por precios que el que necesita un sistema dirigido por órdenes. El primero puede necesitar un nivel menor de pretransparencia para permitir a los creadores de mercado gestionar mejor el riesgo y los costes derivados de su compromiso de ofrecer contrapartida. Así, Bloomfield y O'Hara⁸ distinguen entre los participantes en el mercado según los requisitos de transparencia que demandan y sugieren que, en un mercado dirigido por precios, los participantes que demanden un bajo nivel de transparencia encontrarán precios más favorables que los más exigentes.

También parece posible establecer niveles de transparencia distintos en función de la liquidez de los valores. Así, los valores menos líquidos pueden requerir un menor nivel de transparencia

⁵ Este tipo de actuación irregular se conoce en la literatura anglosajona bajo el nombre de "front running".

⁶ Dirigidos por órdenes o por precios

⁷ Normalmente los segmentos son diferentes distinguiendo entre grandes y pequeñas órdenes.

⁸ Robert Bloomfield and Maureen O'Hara: *Can transparent market survive?*. Journal of Financial Economics. Noviembre 1999

para favorecer la actuación de los especialistas. Este tema siempre ha sido polémico, en la medida que es difícil combinar los intereses del especialista y los del mercado en general, más proclive a niveles altos de transparencia. Sin embargo, debe existir un nivel mínimo que satisfaga las necesidades mínimas de todos los agentes.

Sin embargo, es necesario resaltar que para sistemas de negociación similares no debería haber distintos niveles de transparencia. Es decir, la pretransparencia no debe constituir un elemento diferenciador sino que, por el contrario, debe de tenerse presente que sistemas de negociación distintos pueden requerir niveles de pretransparencia también distintos.

En un trabajo reciente, realizado por encargo de diversas asociaciones de intermediarios financieros, Ruben Lee⁹ reconoce que los efectos de la transparencia sobre los mercados de valores son complejos y pueden ser, además, contradictorios. Así, señala que una mayor transparencia de la negociación acelera y hace más precisa la incorporación de la información sobre una empresa a los precios de los valores emitidos por ésta, contribuyendo de esta forma a una formación de los precios más eficiente. Sin embargo, Lee señala también que:

- No todos los inversores están dispuestos a mostrar públicamente sus órdenes y dar así una opción estratégica a su posible contrapartida. En particular, los inversores informados que acuden a la negociación con información superior al resto (inversores informados) podrían preferir sistemas de negociación con menos niveles de pretransparencia, mientras que los inversores no informados podrían preferir los sistemas más transparentes¹⁰.
- Un aumento de la transparencia podría provocar que los creadores de mercado ensanchasen su horquilla de precios, dado que tendrían menos incentivos a pagar por capturar la información implícita en la negociación con los inversores informados. Sin embargo, también podría ocurrir que la horquilla se estrechase gracias, por ejemplo, a una mayor competencia entre los creadores de mercados derivada de un mejor conocimiento mutuo de sus posiciones respectivas.
- No está claro el impacto una mayor transparencia sobre la volatilidad del mercado. Ésta podría reducirse gracias a un aumento de la especulación estabilizadora, dado que se poseería un mejor conocimiento de los desequilibrios entre oferta y demanda. Sin embargo, también podría exacerbarse el comportamiento estratégico de los participantes ante la disponibilidad de mayor información sobre las posiciones contrarias, lo que podría dar lugar a un aumento de la volatilidad.

3 LA TRANSPARENCIA EN LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

3.1 Consideraciones generales

En este apartado se va a analizar el tratamiento de la transparencia recogido en la propuesta de la Comisión Europea de Directiva de Servicios de Inversión y Mercados regulados (DSIMR)¹¹. La propuesta de DSIMR propone como objetivos para el mercado financiero europeo:

⁹ Ruben Lee: *A survey of the evidence on fragmentation, internalisation and market transparency*. Oxford Finance Group. Septiembre 2002

¹⁰ Este argumento permite a Lee sugerir que los inversores institucionales podrían preferir menores niveles de pretransparencia.

¹¹ La propuesta, presentada el 19 de noviembre de 2002, pretende actualizar la actual Directiva de Servicios de Inversión (DSI), que fue aprobada en 1993, teniendo en cuenta los cambios estructurales que se han producido en los mercados financieros de la Unión Europea desde entonces. A fecha de publicación de esta monografía (julio 2003), la DSIMR se encuentra en segunda lectura en el Parlamento Europeo.

- La protección de los inversores y la integridad del mercado, mediante el establecimiento de unos requisitos armonizados sobre la actividad de los participantes en los mercados.
- La consecución de unos mercados financieros justos, transparentes, eficientes e integrados. En este segundo objetivo principal, se pone de manifiesto la necesidad de un extenso desarrollo regulatorio posterior, en relación a las reglas de negociación y ejecución de transacciones en los distintos sistemas de negociación.

Uno de los principios clave que establece la propuesta de DSIMR es asegurar un adecuado régimen de transparencia aplicable a todas las órdenes/cotizaciones difundidas en el mercado y a los detalles de las transacciones ejecutadas en los valores de renta variable.

Antes de analizar cómo la propuesta de DSIMR trata la transparencia de la negociación conviene señalar, aunque de manera breve, cuál es el entorno de negociación planteado por la propuesta de DSIMR sobre el cual habrán de desarrollarse los criterios de transparencia exigibles. Esencialmente, la propuesta de DSIMR identifica tres tipos de infraestructuras de negociación en los mercados europeos:

a) Mercados regulados.

Los mercados regulados se definen en la propuesta de DSIMR como sistemas multilaterales, gestionados por un operador de mercado, que ponen en contacto múltiples intereses compradores y vendedores en instrumentos financieros dentro un mismo sistema, de acuerdo con unas reglas de negociación no discrecionales. El resultado de la negociación da lugar a un contrato sobre un instrumento financiero admitido a negociación en dicho sistema y sujeto a sus normas.

La propuesta de DSIMR otorga a los mercados regulados un estatus especial y un régimen de autorización, regulación y supervisión específico, preservándoles una serie de funciones que les son propias como la admisión, suspensión y exclusión de cotización de instrumentos financieros.

b) Sistema Multilateral de Negociación (MTF)

La propuesta de DSIMR define los MTF como sistemas multilaterales que ponen en contacto múltiples intereses compradores y vendedores en instrumentos financieros dentro un mismo sistema y de acuerdo con unas reglas de negociación no discrecionales, dando lugar a un contrato sobre un instrumento financiero. Por lo tanto, la operativa de los MTF es muy similar a la de los mercados regulados aunque se diferencian de estos en que no poseen las denominadas “funciones públicas” de los mercados regulados, como son la admisión, suspensión y exclusión de cotización de instrumentos financieros. La propuesta de DSIMR señala que los sistemas de negociación podrán decidir libremente si desean ser autorizados como mercados regulados o bien como MTF.

Cuadro 2. Clasificación de los sistemas de contratación derivada de la propuesta de DSIMR

SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN			
MULTILATERALES		BILATERALES	
MTF	MERCADOS REGULADOS	INTERNALIZACIÓN SISTEMÁTICA (MTF BILATERAL)	INTERNALIZACIÓN PUNTUAL (CUALQUIER ESI)
<ul style="list-style-type: none"> - Diferencias de creación y regulación. - Acceso restringido. - Transparencia - Activos negociados 	<ul style="list-style-type: none"> - Normas públicas de acceso - Transparencia - Competitividad - Activos negociados 	<ul style="list-style-type: none"> - No discrecional - Para todos los clientes o grupo de clientes - Acceso restringido - Activos negociados - Transparencia 	<ul style="list-style-type: none"> - Discrecional - Contratos individuales - OTC - Acceso restringido - Activos negociados - Transparencia

c) Operaciones fuera de mercado

La propuesta de DSIMR permite también que las ESI realicen operaciones fuera de los mercados regulados y de los MTF, casando las órdenes de sus clientes internamente contra las órdenes de otros clientes o contra sus posiciones de cuenta propia.

La internalización de operaciones puede plantear conflictos de interés y supone también una amenaza potencial a la eficiencia del mercado, deteriorando el proceso de formación de precios y poniendo en peligro la consecución de la mejor ejecución de las órdenes. Por todo ello, la propuesta de DSIMR limita la internalización de órdenes de clientes a aquellos casos en los que esta operativa suponga una mejor ejecución de las órdenes de sus clientes; es decir, aquellas situaciones en las que la ejecución interna iguala o mejora las condiciones existentes en el resto de sistemas de negociación (mercados regulados o MTF).

Además, se propone que los potenciales conflictos de interés se vean limitados con unas estrictas reglas de gestión de órdenes, que obliguen a las ESI a ejecutar de manera adecuada las órdenes de sus clientes evitando su aprovechamiento por la propia ESI o por otros clientes.

3.2. Tratamiento de la transparencia en La propuesta de DSIMR.

3.2.1. Pretransparencia

En general, los sistemas dirigidos por órdenes deberán hacer público una parte de su libro de órdenes. En el caso de mercados dirigidos por precios se requerirá la publicación de los precios de oferta y demanda para unos determinados volúmenes de transacciones. Considerando que la difusión de las órdenes/cotizaciones correspondientes a operaciones de elevado volumen o también las transacciones en valores ilíquidos pueden desincentivar a los inversores que pretendan realizarlas, con la consiguiente pérdida de liquidez, los requisitos de pretransparencia arriba expuestos no se aplicarán a estos tipos de transacciones.

Hay que señalar que la propuesta de DSIMR plantea unos regímenes de pretransparencia similares para las operaciones ejecutadas en los mercados regulados y en los MTF. De este modo, tanto los mercados regulados como los MTF deberán difundir la información previa a la negociación de manera continua a lo largo de todo el período de negociación y en un plazo de tiempo razonable desde un punto de vista comercial.

En relación a la pretransparencia de los internalizadores de órdenes, la Comisión Europea ha modificado su punto de vista inicial, expresado en un documento anterior a la propuesta formal de Directiva. Inicialmente, la Comisión no contemplaba exigir requisitos de pretransparencia para las órdenes internalizadas, pero dejaba abierta la posibilidad de requerirla en un futuro. Concretamente, la Comisión Europea se daba un plazo de 4 años para analizar el impacto en el mercado y los posibles problemas surgidos de la no aplicación de los requisitos de pretransparencia a las operaciones realizadas en los internalizadores.

El nuevo criterio de la Comisión, plasmado en su última propuesta de Directiva, parte de la consideración de que la transparencia es el principal mecanismo para salvaguardar la eficiencia del proceso de formación de precios y asegurar la mejor ejecución de las órdenes en un entorno de negociación fragmentado, caracterizado por la existencia de múltiples sistemas de negociación. En este entorno, la información sobre las cotizaciones, así como los detalles de las transacciones ejecutadas fuera de los mercados regulados o de los MTF, puede ser muy relevante para la valoración de los instrumentos contratados por los inversores en dichas estructuras de mercado con un régimen de transparencia mayor (mercados regulados y MTF). Esto facilita el acceso de los participantes a todas las oportunidades de negociación (no sólo a las existentes en los mercados regulados y en los MTF) y el logro de la mejor ejecución de sus órdenes.

No obstante, la propuesta de DSIMR también reconoce que las condiciones de negociación en los mercados regulados y en los MTF no son las mismas que las existentes en las operaciones realizadas por los propios intermediarios de mercado. La ejecución de órdenes fuera de mercado por parte de los intermediarios suele tener un carácter marcadamente bilateral y con frecuencia implica la intervención de la cuenta propia de la entidad. La difusión pública de las posiciones por cuenta propia o de clientes a ejecutar fuera de mercado podría desincentivar la ejecución de las mismas, con la consiguiente pérdida de liquidez.

Se plantea, por tanto, un debate sobre la conveniencia o no de ofrecer cierta pretransparencia para las órdenes internalizadas. Dada la escasa experiencia de los países europeos en cuanto a la internalización de órdenes, se decidió tomar como punto de referencia el mercado norteamericano. Se analizaron las normas existentes en los distintos mercados norteamericanos, con especial atención a las normas de la Bolsa de Nueva York (NYSE) y del mercado electrónico de intermediarios NASDAQ, llegándose a la conclusión de que la difusión de cotizaciones no debería suponer un desincentivo a los proveedores de liquidez de los mercados, al menos para aquellas órdenes de tamaño minorista y en valores suficientemente líquidos.

La pretransparencia de las órdenes internalizadas solo podría poner en peligro la provisión de liquidez en los mercados en el caso de transacciones de elevado volumen o de transacciones en valores muy ilíquidos. Por lo tanto, unos requisitos de pretransparencia adecuados no deberían impedir la provisión de liquidez al mercado por parte de determinados miembros (creadores de mercado ó especialistas).

El SOES (acrónimo inglés de Sistema de Ejecución de Órdenes de Pequeño Volumen) existente en el NASDAQ es un claro ejemplo sobre como las reglas de difusión de las cotizaciones pueden diseñarse de manera se exija la difusión únicamente de cotizaciones de un determinado tamaño, teniendo en cuenta también los diferentes niveles de liquidez de los valores objeto de

negociación.¹² La experiencia americana demuestra que es posible un adecuado equilibrio entre la difusión de cierta información con carácter previo a la negociación para las órdenes internalizadas y la provisión de liquidez al mercado.

Basándose en estas conclusiones, la propuesta de DSIMR propone que las siguientes medidas respecto a las ESI que internalicen órdenes de clientes:

- a) **La difusión de la órdenes limitadas de los clientes¹³ no ejecutadas.** Las ESI deberán hacer público de manera inmediata todas aquellas órdenes limitadas que no sean capaces de ejecutarse (o que no tengan interés) a ese precio especificado.

Hay que tener en cuenta que las órdenes limitadas son una señal importante sobre el precio de un activo porque especifican claramente el valor que los inversores dan a una determinada transacción. Precisamente, una información muy relevante para el proceso de toma de decisiones de inversión son las órdenes a precio limitado no ejecutadas. En algunos mercados, las órdenes limitadas constituyen el tipo predominante de órdenes ejecutadas¹⁴.

Esta regla permite la no difusión de las órdenes limitadas de los clientes por parte de una ESI en el caso de órdenes de elevado volumen o bien si el cliente así lo solicita.

- b) **La obligación, por parte de las ESI que gestionan un libro de órdenes (incluyendo a los *brokers dealers* que actúen por cuenta propia), de difundir los precios de oferta y demanda para un determinado de tamaño de cotización (órdenes de tamaño minorista) en acciones que se caractericen por ser suficientemente líquidas¹⁵.**

Esta regla consigue la difusión, por parte de las ESI que internalizan órdenes de clientes, de las condiciones a las cuales están dispuestos a ejecutar las órdenes de mercado de sus clientes¹⁶, por lo que complementa el requisito de difusión de las órdenes limitadas de clientes.

El proceso de formación de precios y la propia supervisión de la mejor ejecución de las órdenes, se verán favorecidos si los participantes en el mercado están obligados a difundir los términos a los cuales están dispuestos a concluir sus transacciones. La obligación de difundir estas órdenes de tamaño minorista no se aplicará a los intermediarios de pequeño tamaño, cuya contribución al proceso de formación de precios es menor.

3.2.2. Transparencia posterior a la negociación (post transparencia)

La propuesta de DSIMR exige postransparencia a las operaciones negociadas tanto en mercados regulados o en MTF, como a las derivadas de la internacionalización de órdenes.

En todos los casos, deberá hacerse público el volumen y el precio al que las transacciones se han realizado, así como el momento de su ejecución, dentro de un plazo de tiempo razonable. Únicamente podrá diferirse la difusión de esta información en el caso de transacciones de elevado volumen o cuando se refieran a valores ilíquidos.

¹² Regla 4710 de NASDAQ sobre la practica y ejecución de pequeñas órdenes en el sistema.

¹³ Una orden limitada condiciona la compra (venta) a que ésta no se realice por encima (debajo) de un precio determinado.

¹⁴ Así, por ejemplo, en Euronext París, el 62,9% de las órdenes inferiores a 5000 acciones de valores del CAC 40 son órdenes limitadas, según el estudio de M. Auguy y D. Davidoff, "El modelo de mercado europeo", Bolsa de París julio de 2002.

¹⁵ Estos precios, a los cuales estarían obligados a comprar o vender las ESI, deberían reflejar las condiciones previas de mercado y tendrían que ser actualizados regularmente.

¹⁶ Orden para comprar o vender un determinado activo al mejor precio existente en el mercado en un momento preciso

Cuadro 3. Régimen de transparencia recogido en la propuesta de DSIMR.

RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA	SISTEMA DE NEGOCIACIÓN		
	MERCADO REGULADO	MTF	OTC/INTERNALIZACIÓN
PRE TRANSPARENCIA (excluidos bloques)	Hacer público una parte del libro de órdenes a lo largo del período normal de negociación.	Hacer público una parte del libro de órdenes a lo largo del período normal de negociación.	Difusión inmediata al mercado de las órdenes limitadas de clientes no ejecutadas internamente.
POST TRANSPARENCIA (excluidos bloques)	Hacer público precio, volumen y momento de ejecución o transacciones ejecutadas dentro del sistema. Tan pronto como sea posible (período de tiempo comercialmente razonable).	Hacer público precio, volumen y momento de ejecución o transacciones ejecutadas dentro del sistema. Tan pronto como sea posible (período de tiempo comercialmente razonable).	Hacer público precio, volumen y momento de ejecución o transacciones ejecutadas dentro del sistema. De manera inmediata y de forma que sea fácilmente accesible para otros participantes en el mercado.

3.2.3. La mejor ejecución y las reglas para la gestión de órdenes

La propuesta de DSIMR establece unos requisitos adecuados para la mejor ejecución de órdenes, para evitar que la existencia de diversos sistemas de contratación conlleve un tratamiento asimétrico entre los diversos inversores. La propuesta establece tres niveles de requisitos para que las ESI cumplan con la obligación de mejor ejecución:

- En un primer nivel, se establece la obligación genérica de que las ESI que actúen por cuenta de sus clientes ejecuten sus órdenes en la forma más favorable posible.

Este requisito tan general se concreta con la exigencia de obtener el mejor precio neto para las transacciones por cuenta de los clientes. El concepto de precio neto incluirá, no sólo el precio de ejecución, sino todo tipo de gastos (comisiones, gastos de gestión, etc.).

Otros factores que deberán tenerse en cuenta son el tamaño de la orden y el momento de ejecución. En este sentido, hay que señalar que la propuesta de DSIMR es consciente de las diferentes motivaciones de los distintos tipos de inversores y considera que, por ejemplo, la celeridad de la ejecución puede ser importante especialmente en el caso de inversores institucionales que gestionan órdenes de elevado volumen y que siguen requisitos sofisticados de gestión de órdenes.

- En segundo lugar, la propuesta obliga a las ESI a disponer de los procedimientos y medios adecuados para lograr esta mejor ejecución. La supervisión de la mejor ejecución que la propuesta sugiere, no consiste en que las autoridades regulatorias comprueben que todas y cada una de las transacciones efectuadas han recibido la mejor ejecución, sino en la verificación de que las ESI disponen de unos medios y procedimientos adecuados y suficientes para lograr esa mejor ejecución.
- Finalmente, las ESI están obligadas a revisar periódicamente sus procedimientos y sus sistemas de ejecución de órdenes, para garantizar que se logra en todo momento la mejor ejecución.

Como complemento a estos requisitos de mejor ejecución, la propuesta de DSIMR establece también unas exigencias para la gestión de órdenes de los clientes. Concretamente, se exige que las órdenes de los clientes se procesen de manera justa y diligente.

Como parte de este deber de diligencia, las ESI deberán informar a sus clientes de los diferentes sistemas de negociación y de los riesgos asociados a los mismos, de modo que puedan efectuar su elección con conocimiento de causa. Por defecto, las órdenes de los clientes deberán ser ejecutadas en un mercado regulado o un MTF. Si el cliente da su consentimiento previo, las ESI podrán ejecutar sus órdenes fuera de estos sistemas, es decir, podrán realizar una operación OTC o bien internalizar sus órdenes.

La propuesta de Directiva da libertad a las ESI para determinar si este consentimiento deberá realizarse de manera genérica (es decir, en el marco de un contrato de operativa entre ambos) o bien operación por operación. En el caso de que el cliente manifieste su consentimiento de manera general, éste deberá ser renovado anualmente.

En el caso de las órdenes limitadas en las que, al especificar el cliente las condiciones de ejecución, podría verse afectado el deber de diligencia, la ESI se verá obligada, bien a canalizar la orden limitada a un mercado regulado o a un MTF, o bien tendrá que publicar la orden, de manera que el resto de participantes en el mercado tengan la oportunidad de negociar en las condiciones fijadas.

Los requisitos de mejor ejecución y las reglas para la gestión de órdenes no se aplicarán cuando la ESI negocie con una “contraparte preseleccionada”. A los efectos de la propuesta de la Comisión, se consideran “contraparte preseleccionada” básicamente las ESI, las entidades crediticias, las sociedades de inversión y las compañías de seguros. La propuesta permite que los Estados miembros designen categorías adicionales de contrapartes preseleccionadas.

En aplicación de este régimen de negociación especial, las ESI deberán confirmar antes de la conclusión de la transacción o durante la misma (nunca con posterioridad) la naturaleza de la contraparte.

4 LA MEJOR EJECUCIÓN

4.1 El concepto de calidad de mercado.

Dado que la mejor ejecución de las órdenes exige, como analizaremos más adelante, ejecutar las operaciones en las condiciones más favorables posibles, se hace necesario analizar brevemente cuáles son las características o requisitos que determinan que una situación de mercado es adecuada u óptima para la ejecución de las órdenes. Es esencial identificar qué factores determinan la calidad de un mercado a la hora de analizar la mejor ejecución de las órdenes.

Entre los diversos aspectos que determinan la calidad de un mercado¹⁷, cabe citar por su importancia los siguientes:

¹⁷ Véase, por ejemplo, Ruben Lee, “Capital Markets that benefit investors”, Oxford Finance Group, publicado en septiembre de 2002; Bacidore, Jeffrey, M. Ross y George Sofianos, “Qualifying best execution and the NYSE: market orders”, NYSE Working paper 99-05; Cohen, Kalman, Robert Conroy y Steven F.J., “Order Flow and the quality of the market”. Capítulo 5 de “Market making and the changing structure of the securities industry”, editado por Oxford Finance Group, en septiembre de 2002.

- **Proceso de formación de precios eficiente.** Se refiere a su capacidad de incorporar toda la información disponible en los precios de forma rápida. Un mercado que incorpora en sus precios toda la información de manera inmediata se denomina “eficiente en cuanto a sus fuentes de información” o eficiente por precios. La transparencia y la consolidación del flujo de órdenes son factores que inciden en la calidad de un mercado.
- **Liquidez.** Mide la capacidad de ejecutar de manera rápida transacciones de elevado volumen sin influir de manera significativa en los precios.

Tradicionalmente se han utilizado diversas variables de negociación para medir la liquidez, como son el número de transacciones, el volumen medio negociado o el volumen relativo negociado¹⁸. Estas medidas realmente reflejan la actividad del valor pero el concepto de liquidez es más complejo. Una medida de la liquidez más satisfactoria podría derivarse de su impacto en términos de coste para los participantes en el mercado¹⁹. Una elevada liquidez permite a los inversores adquirir y modificar su cartera de valores a un bajo coste.

- **Volatilidad.** Puede definirse como una medida de la variabilidad de los precios, tanto para los valores individuales como para los índices. La volatilidad está estrechamente relacionada con el riesgo de mercado.
- **Eficiencia en la asignación de recursos.** Se refiere a la capacidad de un mercado para asignar los recursos financieros a los usos o actividades más productivos.
- **Costes de transacción.** Entre otros, deberían considerarse:
 - Los diferenciales de oferta-demanda (horquilla de precios).
 - El impacto sobre los precios de transacciones de volumen significativo.
 - Los costes de oportunidad.
 - Las comisiones pagadas a los intermediarios, las bolsas y los sistemas de compensación y liquidación (costes explícitos).
- **Integridad.** Hace referencia a un mercado seguro y libre de riesgo sistémico.
- **Igualdad en el trato a los inversores,** de forma que sea justo y no discriminatorio. En este punto hay que resaltar la importancia que algunos autores dan a la facilidad de acceso a los distintos sistemas de negociación como requisito imprescindible para lograr dicho trato igualitario²⁰.
- **Protección a los inversores** frente al fraude y las prácticas abusivas de mercado.

Todos estos atributos son difíciles de medir, aunque no cabe duda que maximizar la calidad del mercado debe ser uno de los objetivos prioritarios a la hora de definir la estructura de un mercado. Para las compañías cotizadas en un determinado mercado la calidad del mismo es fundamental, porque una mayor calidad supone unos menores costes de transacción y un mecanismo de formación de precios más acertado.

Además, maximizar la calidad del mercado debe de ser también un objetivo público. De hecho, las intervenciones regulatorias más justificables son aquellas cuyo objetivo es el de lograr una mejor ejecución para los inversores, para lo cual la calidad del mercado es un aspecto clave

¹⁸ Volumen negociado respecto al *free float* del valor

¹⁹ En esta línea se sitúa, por ejemplo, la propuesta de *Deutsche Borse*, denominado *Extra Liquidity Measure (XLM)*, que relaciona la liquidez de un valor con los costes de transacción; concretamente, el XLM mide la demanda de liquidez a través de los costes de impacto en mercado.

²⁰ Véase, por ejemplo, Robert A. Swarth, Robert A. Wood y Denis Onzebas, “Improving Trading Efficiency in European Equity Markets”, publicado por “Westminster and City”, Noviembre 2001.

(bien directamente, vía reducción de costes de transacción, bien indirectamente asegurando unos mecanismos de formación de precios basados en una liquidez suficiente y en unos niveles de transparencia adecuados).

4.2. Consideraciones acerca del concepto de mejor ejecución

4.2.1 Hacia una definición de mejor ejecución

El concepto de mejor ejecución se encuentra íntimamente ligado al concepto de calidad de mercado, de modo que los factores que determinan la calidad de un mercado son esenciales también a la hora de evaluar la mejor ejecución de las órdenes. La mayoría de los estudios empíricos parten del análisis de la calidad de un mercado como paso previo para la caracterización de la mejor ejecución ²¹.

Tradicionalmente, el concepto de mejor ejecución hacía referencia a la obligación de los intermediarios financieros de lograr el mejor precio en las transacciones ejecutadas por cuenta de sus clientes. Para ser más precisos, y de acuerdo con el estándar número 7 de los *Estándares para mercados regulados* publicados por CESR, la exigencia de mejor ejecución requería obtener el mejor precio para una determinada transacción teniendo en cuenta la naturaleza del sistema de negociación y el volumen de dicha transacción.

En aquellas situaciones en las que existe una concentración del flujo de órdenes en un único sistema de negociación, es relativamente sencillo determinar un precio de referencia que sirva de base a la mejor ejecución de las órdenes. No obstante, cuando la negociación se fragmenta en múltiples sistemas de negociación, asegurar su mejor ejecución se complica, y requiere la selección de un sistema de negociación de referencia que sea el que marque la pauta a la hora de determinar si el precio obtenido mejora efectivamente el precio tomado como referencia.

Hay que señalar también que el concepto de mejor ejecución se ha convertido en uno de los conceptos más controvertidos, debido, entre otras, a las siguientes causas:

- Los distintos inversores tienen distintas preferencias, lo que dificulta dar una definición única de mejor ejecución. Así, por ejemplo, para algunos inversores la velocidad de ejecución y el anonimato de las contrapartes es esencial mientras que otros prefieren obtener un precio mejor o pagar menos comisiones.
- Teniendo en cuenta el punto anterior, y dado también que las propias ESI valoran sus transacciones en función de diversos parámetros, sería necesario establecer un ranking entre los distintos factores que influyen en la mejor ejecución, lo que no es fácil en la práctica.
- Finalmente, no hay que olvidar que la mejor ejecución consiste en lograr en cada momento lo mejor para el cliente y esto lleva indefectiblemente a considerar el coste de oportunidad. De este modo, lograr lo mejor para el cliente exige, no sólo ser capaz de valorar todos los aspectos arriba mencionados para una transacción en concreto, sino todas las posibles oportunidades existentes en ese preciso instante en dicho mercado. Así, deberían considerarse, tanto las posibilidades de negociación existentes en un solo mercado, como, en sentido general, todas las oportunidades disponibles en cualquier sistema de negociación.

A pesar de las dificultades para delimitar el principio de mejor ejecución, parece extenderse en el mundo financiero y entre los reguladores una nueva perspectiva, que consiste en ampliar el concepto más allá del mejor precio y considerar que la mejor ejecución consiste en el deber de

²¹ Robert A. Scwartz, Robert A. Wood and Deniz Ozenbas, "Improving Trading Efficiency in European Equity Markets".

obtener en todo momento el mejor resultado para el cliente. En este sentido, además del precio, deberían tenerse en cuenta otros factores, entre los que cabe destacar:

- Costes, incluyendo tanto el coste de oportunidad de la ejecución como todos los costes derivados de la misma (comisiones, tarifas, etc.)
- Momento de ejecución
- Velocidad de ejecución
- Oportunidad de mejora de precio
- Anonimato de las contrapartes
- Aspectos relacionados con la compensación y liquidación de las órdenes

4.2.2. Los conflictos de interés y la información a los inversores

Los nuevos sistemas de negociación caracterizados por la diversidad de segmentos de contratación y la fragmentación de mercado podrían incrementar las posibilidades de que aparezcan conflictos de interés, tanto entre la ESI y sus clientes como entre distintos clientes de una misma ESI.

Por un lado, el deber de mejor ejecución obliga a las ESI a buscar lo mejor para sus clientes. No obstante, cuando una ESI internaliza las órdenes de sus clientes podría estar tentado a utilizar las órdenes en beneficio propio o en beneficio de otros clientes.

Otro aspecto significativo a tener en cuenta es la información que el inversor recibe de sus transacciones. Dado que el concepto de mejor ejecución tiene múltiples facetas, y que la importancia de cada uno de ellas varía en función del tipo de inversor, las ESI tienen una responsabilidad importante a la hora de catalogar a sus clientes. Así, podríamos generalizar que mientras que el precio es el factor clave para los inversores minoristas, este factor puede perder cierta importancia, en favor de la rapidez de ejecución o el anonimato en las transacciones, en el caso de los inversores institucionales. También los clientes tienen parte de responsabilidad, dado que en ocasiones se les requiere para que sean ellos mismos los que decidan en qué categoría de inversores quieren encuadrarse o bien decidir a través de que sistema de negociación desean que se ejecuten sus órdenes

Hay que señalar que la única forma que tienen los propios inversores de comprobar la mejor ejecución de sus órdenes es la información sobre la negociación. No cabe duda que la información facilitada con posterioridad a la negociación es necesaria para estudiar la mejor ejecución de las órdenes, pero también es cierto que sin una adecuada difusión de información previa a la negociación los inversores no son plenamente capaces de evaluar la mejor ejecución de sus órdenes. En este sentido, la pretransparencia juega un papel muy importante a la hora de poder garantizar la mejor ejecución

4.2.3. Breves consideraciones acerca de la supervisión de la mejor ejecución.

Dado que con el nuevo entorno de negociación caracterizado por la existencia de múltiples sistemas de negociación la mejor ejecución no puede analizarse únicamente comparando el precio de las transacciones ejecutadas con un determinado precio de referencia. Es necesario un nuevo sistema que permita la supervisión de la mejor ejecución.

Aunque está claro que la responsabilidad de la supervisión descansa en la autoridades reguladoras, no hay que olvidar que las ESI tienen un primer nivel de responsabilidad a la hora de garantizar la mejor ejecución de las órdenes de sus clientes. De este modo, las ESI deberán contar con medios adecuados y con controles internos que les permitan gestionar la mejor ejecución de las órdenes y la posterior supervisión de las mismas (en este sentido, deberán exigirse comprobaciones periódicas a las ESI que garanticen que sus sistemas puedan lograr la

mejor ejecución). La supervisión de la mejor ejecución por parte de las autoridades reguladoras pasa por el análisis de los registros de órdenes y ejecuciones mantenidos por las ESI y el control de sus procesos y actividades.

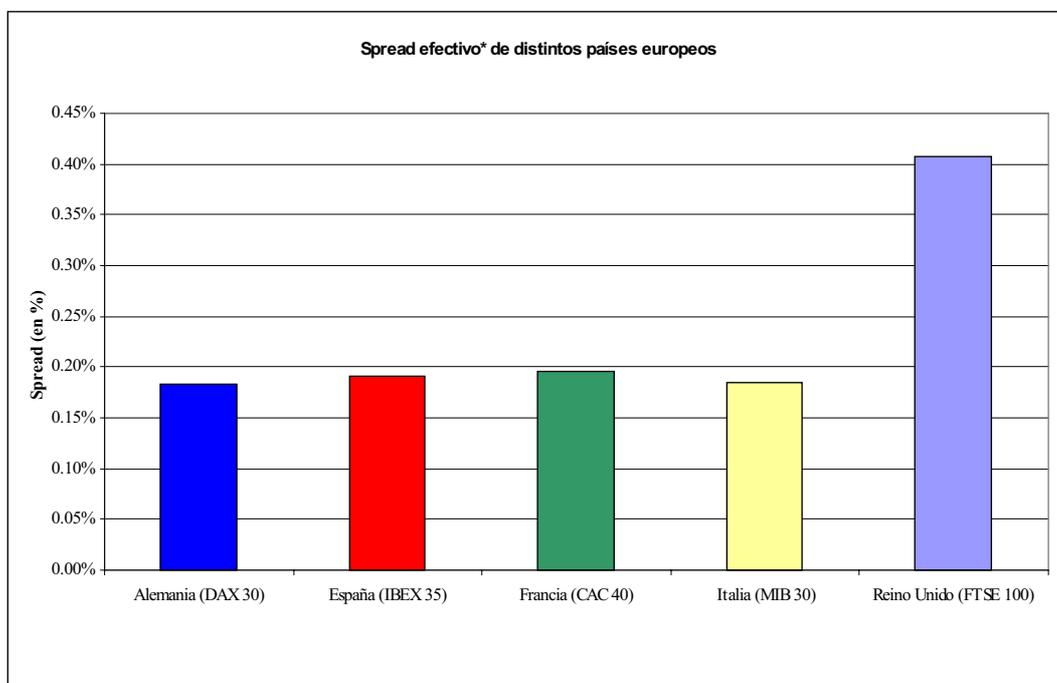
5 FRAGMENTACIÓN

5.1. Planteamiento del problema

En la actualidad, un mismo activo puede negociarse en más de un centro de negociación. Las posibilidades son varias: que el activo se negocie en uno o en varios mercados regulados, mediante MTF o mediante la internalización de las órdenes por las ESI.

Algunos expertos y participantes de los mercados consideran que no se debería imponer la concentración de la negociación de un activo financiero en un único mercado, alegando que la existencia de un monopolio reduciría los incentivos para introducir mejoras en los sistemas de negociación y privaría a los usuarios de este servicio de las ventajas que proporciona la libre elección en un régimen competitivo. Otros estudios, sin embargo, consideran que la existencia de una regla de concentración mejora de manera significativa la eficiencia de los mercados. Cabría citar aquí el estudio desarrollado por la Sociedad de Bolsas analizando los diferenciales efectivos de los distintos mercados europeos²². Su principal conclusión es que en aquellos países, como Alemania, Francia, Italia o España, en que las operaciones pasan por el libro de órdenes central, las horquillas de compraventa son inferiores que en aquellos países en los que no se aplica el principio de concentración de órdenes, como el Reino Unido (véase Gráfico 1).

Gráfico 1. Horquilla de precios efectiva en distintos países europeos



Fuente: Sociedad de Bolsas, S.A.

²² “Estudio comparado de la liquidez en los mercados europeos”. Estudio realizado por la Sociedad de Bolsas (Jorge Yzaguirre Scharfhausen, Comisión de Contratación y Supervisión) como aportación al grupo de trabajo de CESR “Expert Group on market transparency and Efficiency”, Diciembre 2002

Aún cuando existe evidencia de que la confluencia de órdenes de un valor en un único centro de contratación favorece su liquidez, la tendencia actual es que se distribuya la negociación entre varios sistemas, lo que puede hacer más costoso y difícil encontrar contrapartida.

Los estudios realizados sobre la fragmentación, fundamentalmente estudios del mercado inglés o americano, ponen de manifiesto que su principal ventaja es favorecer la competencia. En el caso de las bolsas de valores se argumenta que el monopolio que han disfrutado hasta ahora supone altos costes de transacción para los inversores. Con una mayor competencia, dichos costes se reducirán y, además, se favorecerá la innovación y un mejor servicio. La cuestión clave es si la hipotética reducción de costes permite compensar los efectos negativos de una menor liquidez y profundidad del mercado.

Una segunda cuestión se refiere a la consolidación de la información sobre las posiciones y operaciones efectuadas sobre un mismo activo en cada uno de los sistemas de negociación donde cotiza. La consolidación supondría que toda la información sobre la negociación de un activo en distintos sistemas estuviera disponible a través de un único mecanismo de difusión. Por tanto, la transparencia es esencial para que se pueda llevar a cabo dicha consolidación.

En tercer lugar, podría existir la posibilidad de que todos los inversores tengan acceso al menos a la información sobre las posiciones y operaciones efectuadas en cada mercado. Cabría incluso pensar en una concentración de toda la información (sobre toda la negociación realizada en los mercados, MTF o internalizadores) en una única localización. Esta función podría llevarla a cabo, por ejemplo el mercado principal de cada activo o un organismo supervisor.

Más allá de la mera agregación de información, podrían desarrollarse mecanismos que permitieran la interconexión de los diferentes sistemas de negociación, de tal forma que las órdenes se dirigieran a aquel sistema donde el cliente pueda encontrar mejores condiciones. Esta interconexión se asemejaría, en cierto modo, a la existencia de varios creadores de mercado en un mercado dirigido por precios²³.

IOSCO²⁴ sugiere algunos factores que pueden determinar un mayor o menor grado de fragmentación de un mercado:

- El tamaño de cada mercado y la existencia de suficiente liquidez para sustentar diversos mecanismos de contratación.

²³ Un buen ejemplo de integración de la negociación en un entorno fragmentado es el sistema "Supermontage" de Nasdaq. En noviembre de 2002, Nasdaq puso en funcionamiento una nueva plataforma de contratación conocida con el nombre de "Spermontage". Este sistema nace para resolver algunos de los problemas que se comentan a lo largo del documento, en especial la fragmentación de la negociación y favorecer la "mejor ejecución" de órdenes para los clientes. El modelo es un sistema integrado en tiempo real que facilita información tanto de órdenes como de ejecuciones, permitiendo la conexión de órdenes de diversas ESIs mediante la creación de un libro central de órdenes que contribuya a mejorar la liquidez de los valores. Con esta plataforma los creadores de mercado podrán introducir sus propias órdenes, nominal o anónimamente, a cualquier precio, ya que hasta ahora sólo podían introducir sus órdenes al mejor precio, con lo que la profundidad del mercado mejora sensiblemente.

De esta forma los partícipes podrán acceder a las órdenes de cualquier ESI aumentando significativamente la rapidez de ejecución de sus órdenes.

Este es un claro ejemplo de un sistema híbrido de contratación. Hasta ahora Nasdaq ha sido un claro ejemplo de modelo dirigido por precios al operar mediante la figura del creador de mercado. El "supermontage" apuesta por combinar la tradicional operativa de los creadores de mercado con un libro central de órdenes al que pueden acceder cualquier ESI o inversor.

Todavía es muy pronto para evaluar esta nueva experiencia. Sin embargo, a la vista de las primeras informaciones facilitadas por el propio mercado, las perspectivas son buenas. En un informe difundido con resultados hasta el 18 de diciembre de 2002 se pone de manifiesto que un 93% de las órdenes de mercado se han ejecutado total o parcialmente frente al 67% que se ejecutan con anterioridad a su implantación. A estos efectos Nasdaq considera como orden de mercado tanto las órdenes limitadas como aquellas órdenes que pueden ejecutarse inmediatamente de su formulación.

²⁴ International Organisation of Securities Commissions: "Transparency and Market Fragmentation". Noviembre 2001.

- La eficiencia y los servicios prestados por los nuevos operadores.
- El modelo de mercado y los incentivos para el desarrollo de nuevos mecanismos de contratación.
- El marco regulatorio de cada país.

A su vez, la aparición de distintos mecanismos de contratación y, por tanto, la posibilidad de que pueda fragmentarse la negociación, dependen de una serie de factores, entre los que pueden destacarse los siguientes:

- **Tipología de inversores.** Los mercados tradicionales son mercados abiertos a todo tipo de inversores. Los nuevos mecanismos de negociación se dirigen en la mayoría de los casos a un tipo de inversor determinado.
- **Desarrollo tecnológico.** La negociación de un mismo activo puede realizarse mediante sistemas de contratación distintos. El desarrollo tecnológico ha sido un elemento clave en el auge de los nuevos mecanismos de negociación.
- **Activos negociados.** Todos los mercados tratan de atraer un mayor número de activos financieros. Ya hemos comentado que los emisores estarán muy interesados en que sus activos estén admitidos en cuantos más mercados mejor, ya que esto supone poder acceder a un mayor número de inversores, lo que redundará en su beneficio en colocaciones futuras. También los mercados están deseosos de ofrecer nuevos activos a sus clientes, de tal forma que éstos no tengan que acudir a otros mercados.
- **La eficiencia en los servicios ofertados.** Los mercados tratan de dar a los inversores servicio con el menor coste posible y la mayor seguridad. Estos mejores servicios pueden referirse tanto a la negociación como a la compensación, liquidación o custodia de los activos.
- **Las ESI compiten mediante la internalización de órdenes o el desarrollo de sistemas alternativos de negociación.** Algunas ESI consideran que pueden ofrecer a sus clientes un menor coste si pueden ejecutar todas las órdenes dentro de la propia ESI, ahorrándose los costes de su canalización al mercado. La tecnología actual permite que las ESI puedan desarrollar mecanismos de negociación con esta finalidad.

La internalización y la aparición de los nuevos sistemas de contratación son dos de los fenómenos que pueden suponer un cambio radical en la actividad de los mercados tal como hoy la conocemos. Por eso analizaremos ambos conceptos.

5.2. Los sistemas alternativos de negociación

Los ATS²⁵ (MTF, de acuerdo con la nueva denominación recogida en el borrador de la DSMIR), han empezado a surgir en Europa en los últimos años siguiendo la estela del mercado norteamericano. Aunque su experiencia en el mercado europeo es todavía escasa, sí puede apreciarse un mayor éxito momentáneo en el ámbito de la renta fija que en el de la renta variable, probablemente porque, en el primer ámbito, aportan como principal novedad la negociación multilateral electrónica frente a los sistemas tradicionales de negociación bilateral predominantes hasta ahora, mientras que en el segundo tienen que competir con los modernos y eficientes sistemas de negociación electrónicos adoptados por las principales bolsas europeas.

²⁵ Sistemas alternativos de negociación (“*Alternative Trading Systems*”)

La propuesta de DSIMR contempla a los MTF como mecanismos de contratación donde existe un alto número de participantes y donde todos ellos pueden operar entre sí (multilateralidad). Por su parte, CESR los define como sistemas multilaterales gestionados por una entidad que, sin ser mercados regulados, permiten la conexión entre compradores y vendedores mediante un sistema de órdenes firme y que dispone de un sistema de reglas de contratación no discrecional.

Así pues, los reguladores europeos se inclinan por considerar a los MTF como verdaderos mercados, cuyas principales características se podrían sintetizar como sigue:

- Plena inclusión en el proceso de negociación de las fases de cotización y contratación.
- Sistemas multilaterales abiertos a todos los inversores.
- Ejecución de las operaciones dentro del propio sistema de contratación.
- Reglas básicas de contratación no discrecionales²⁶.
- Los activos que se negocian pueden estar también admitidos a negociación en un mercado regulado.

Estos sistemas de contratación han surgido, fundamentalmente, por dos motivos:

- **Para negociar de forma centralizada activos que no se negociaban en mercados regulados, sino mediante operaciones OTC.** Con este mecanismo se da un primer paso para estandarizar una negociación que tenía un carácter eminentemente bilateral y que, en la mayoría de los casos, se realizaba telefónicamente. Como se ha indicado, este era el caso habitual para los activos de renta fija y productos derivados no estandarizados. En este sentido, la aparición de MTF para productos OTC puede ser un factor beneficioso que permita su estandarización, además de favorecer un aumento de su liquidez y contribuir a incrementar la transparencia.
- **Para aprovechar ventajas en términos de coste respecto a los mercados regulados tradicionales.** Durante los últimos años han surgido voces que consideraban que el monopolio de los mercados regulados frenaba su eficiencia y aumentaba sus costes de negociación. En estos grupos se situarían la renta variable y la renta fija admitida a negociación en las bolsas de valores. Las razones que por las que están surgiendo ATS para activos ya admitidos a negociación son, por un lado, el intento de las algunas grandes ESI de aprovechar su amplia clientela de tal forma que no sea necesario canalizar todas sus órdenes al mercado con el ahorro de costes que esto supone y, por otro lado, el deseo de crear mecanismos de negociación muy específicos que se adapten a una determinada tipología de inversores. Algunos inversores institucionales prefieren realizar operaciones de una forma más flexible sin someterse a las condiciones de los mercados regulados.

Ya hemos visto que desde un punto de vista operativo es difícil establecer diferencias entre la actividad de los MTF y la de los mercados regulados, como así parecen entenderlo los reguladores europeos. Por tanto, una cuestión a plantear es si deben estar sujetos o no a los mismos requisitos que los mercados regulados. En este sentido, convendrá tener en cuenta, entre otras, las siguientes consideraciones sobre la existencia de un terreno de juego equilibrado y sobre posibles conflictos de intereses:

- De acuerdo con la propuesta actualmente en discusión, la DSIMR incluirá la gestión de MTF entre los servicios financieros de carácter principal abiertos a las ESI. Por tanto, éstas dispondrán de pasaporte para realizar esta actividad en todos los países de la Unión Europea. Tal posibilidad suscita de modo inmediato la cuestión de si los mercados regulados y los MTF compiten en condiciones de igualdad.

²⁶ Todas las operaciones se efectúan de acuerdo con dichas reglas. Por tanto, no estamos ante operaciones puntuales entre una ESI y sus clientes realizadas al margen de las reglas de contratación de los mercados regulados. En la mayoría de los casos las operaciones son firmes una vez se ha ejecutado la operación.

- Los ATS pueden ser un negocio más dentro de las ESI. La cuestión está en si esta función es totalmente compatible, en términos de un posible conflicto de intereses, con su actuación como proveedor de otros servicios financieros a sus clientes, por ejemplo el asesoramiento o la tramitación de órdenes en busca de la mejor ejecución. Conviene recordar que en el mercado comunitario europeo las ESI que gestionen un MTF están sujetas a un código de conducta, de acuerdo con lo establecido en el artículo 11 de la vigente Directiva de Servicios de Inversión. Por tanto, sería necesario aclarar en cualquier circunstancia la naturaleza de las relaciones entre una ESI y los usuarios de un MTF gestionado por aquella.
- Por último, sería conveniente examinar si las reglas de contratación de los MTF excluyen de modo efectivo la discriminación entre los inversores.

5.3. Internalización

Una segunda forma de fragmentación del mercado consiste en la internalización de las órdenes por parte de las ESI. Es la propia firma de inversión la que casa directamente las órdenes de sus clientes sin canalizarlas al mercado. La internalización puede referirse tanto a las órdenes que se casan directamente entre clientes dentro de la ESI como a aquellas órdenes en las que la firma de inversión actúa de contrapartida. De este modo, sólo se canalizarían fuera de la ESI aquellas órdenes que por falta de contrapartida no pudieran internalizarse o cuando así lo solicitase el cliente.

La internalización puede reducir la liquidez en los mercados y la calidad del proceso de formación de los precios; hay un menor número de órdenes que compiten entre sí y puede, por tanto, que exista una menor presión para reducir la horquilla de precios de compra y venta.

La internalización se centra en las órdenes de los pequeños inversores y en las órdenes limitadas. De acuerdo con Ruben Lee²⁷, uno de los problemas a considerar es la posibilidad de que las órdenes de los inversores menos informados no lleguen al mercado, sino que se ejecuten directamente dentro de las propias ESI, y que el mercado quedase principalmente para los inversores informados, dispuestos a asumir más riesgos. Los inversores no informados, ante la sospecha de que en el mercado predominan los inversores informados, no desearían enviar sus órdenes limitadas al mercado y se mostrarían más propicios a asegurar su contrapartida contratando directamente con la firma de inversión. El coste de esta decisión sería la obtención de un peor precio del que obtendrían si acudieran al mercado.

Sin embargo, el día a día de los mercados, donde se observa un progresivo aumento de la información y de los medios técnicos al alcance de los pequeños inversores, permite contemplar el fenómeno de la internalización de una forma menos pesimista. Es muy posible que los pequeños inversores no estén dispuestos a renunciar a un mejor precio por asegurarse la ejecución de sus órdenes y prefieran seguir acudiendo al mercado regulado, donde la liquidez será normalmente mayor que en cualquier ESI.

Así pues, parece conveniente considerar, entre otras, las siguientes cuestiones referidas a la internalización:

- Los inversores pueden preferir que su intermediario financiero internalice su orden como forma de asegurar una más rápida ejecución de las órdenes.

²⁷ Ruben Lee: "Capital Markets that Benefit Investors. A Survey of the evidence on Fragmentation, Internalisation, and Market Transparency. Sep. 2002 Oxford Finance Group.

- Parece difícil que un intermediario tenga en todo momento mejores precios para un activo que los que pueda ofrecer un mercado, dado el mayor número de órdenes que llegan a éste.
- Es necesario contar con mecanismos que garanticen al inversor la mejor ejecución posible²⁸.

5.4. La consolidación de la información

El nuevo escenario europeo de los mercados de valores, caracterizado por la existencia de múltiples sistemas de negociación, no sólo puede suponer una fragmentación de la liquidez, sino también una fragmentación de la información que se brinda a los inversores sobre la negociación.

Tener una visión global de lo que ocurre en la negociación de un activo es cada vez más complejo dado que el mismo activo se negocia de manera simultánea en múltiples sistemas de contratación. Este problema que ya existía anteriormente por la cotización de un mismo activo paralelamente en varios mercados regulados, se ve agravado con la entrada en escena de nuevos sistemas de negociación como son los MTF y la internalización de órdenes por parte de las ESI.

Por ello es importante que toda la información de negociación (no sólo transacciones ejecutadas sino también cotizaciones) esté disponible a partir de una única fuente.

La consolidación requiere la agrupación y puesta a disposición tanto de la información previa a la contratación (pretransparencia), como a los datos de ejecución de las operaciones (posttransparencia).

La transparencia es el prerequisite fundamental para la consolidación de la información en diferentes mercados garantizando que los precios se equiparen en los diferentes sistemas de negociación. Si no existe un adecuado nivel de transparencia y, lo que es más importante, si este nivel no es homogéneo entre los distintos sistemas de negociación, no será posible la consolidación de la información.

La posibilidad de consolidación de la información de negociación varía en función del sistema de negociación en el que se han ejecutado las órdenes, e incluso dentro de un mismo sistema de negociación de las distintas modalidades de ejecución. Pero no sólo los tipos de sistemas a través de los cuales se realiza la contratación pueden influir en el proceso de consolidación sino que, incluso el tipo de activo negociado podría plantear ciertas cuestiones a este respecto. Resulta particularmente difícil la consolidación y difusión de las operaciones realizadas fuera de los mercados regulados (con especial referencia a las operaciones OTCs), y de las operaciones realizadas en los mercados regulados fuera de los horarios o procedimientos habituales de contratación. Cabría la posibilidad de exigir distintos grados e incluso distintas técnicas de consolidación en función de la propia naturaleza, o las características de la negociación del activo cuya información de negociación se pretende consolidar.

La consolidación de la información puede ser llevada a cabo por distintos agentes. Existen intereses comerciales suficientes para que los difusores profesionales consoliden y difundan información de negociación dispersa en los distintos sistemas de contratación. También podrían ser los propios mercados, o en general los sistemas de contratación, los encargados de consolidar la información y ponerla a disposición de los inversores.

²⁸ En un informe elaborado por la Federation of European Securities Exchanges (FESE), “Internalisation of the order flow”, en noviembre de 2001, se ponía de manifiesto el efecto negativo que la internalización podría tener en los mercados centralizados por órdenes, mayoritarios en Europa. En dicho informe se indicaba que un aumento significativo de la internalización no beneficiaría al inversor. Además la formación de precios sería menos eficiente y aumentarían los costes de negociación.

En el caso de que un mismo instrumento cotice en diversos mercados, sería entonces necesario decidir quién centralizaría la difusión de información, lo que implicaría la necesidad de determinar cuál es el mercado de referencia de este instrumento. En general, las principales alternativas son considerar como mercado de referencia aquel en el que el volumen negociado es mayor o aquel en el cual haya sido emitido el activo.

Finalmente, también podría plantearse que la consolidación de la información la lleve a cabo una autoridad competente para este fin. Esta información de negociación podría considerarse como un bien público y así debería ser suministrado de manera gratuita para asegurar el acceso igualitario al mercado por parte de todos los inversores.

Esta última opción cuenta con el inconveniente de que la UE aún no ha desarrollado de manera exhaustiva un cuerpo legislativo que regule el uso comercial de la información de negociación. Esto implicaría en la mayoría de los países de la UE tener que modificar muchos ámbitos de la regulación de los mercados de valores y leyes financieras, legislación referente a la propiedad intelectual e incluso la modificación de leyes generales de comercio²⁹. La tendencia actual en varios países de la UE es la de controlar la actividad de los difusores de información de forma que se asegure que los inversores, en particular los minoristas, disponen de amplio acceso a la información de negociación.

El debate acerca del coste de consolidar y difundir la información está cobrando cada vez mayor importancia. Por una parte, los ingresos por estos servicios comienzan a representar un papel cada vez mayor en la cuenta de resultados de los mercados regulados que están viendo desaparecer algunas de sus fuentes tradicionales de ingresos³⁰. Algunos autores abogan por limitar la intervención de las autoridades al control de las tasas de consolidación y difusión de información para evitar que los “productores de dicha información” abusen de su posición dominante.

Pero también los inversores finales, los difusores profesionales e incluso los nuevos sistemas de negociación (MTF e internalizadores) están interesados en disponer de esa información a bajo coste. Algunos de los nuevos sistemas de negociación toman como referencia los precios y las cotizaciones de los mercados regulados para fijar los precios en sus propios sistemas de negociación, por lo que obligar a los mercados a difundir gratuitamente la información beneficiaria de manera directa a los difusores profesionales ya que estos sí cobran por sus servicios. Esta es la razón esgrimida por los partidarios de imponer unos límites de precios a esta actividad.

Por otra parte, en la medida en que la información de las transacciones ejecutadas y de las cotizaciones a las que los distintos miembros están dispuestos a comprar o vender esté consolidada, los participantes en el mercado serán capaces de asegurar la mejor ejecución de las órdenes de sus clientes. Si la información de precios y volúmenes y la de ofertas de compra y venta, aún siendo pública, se encuentra dispersa, puede que el coste de su obtención supere los beneficios de su búsqueda. No obstante, como se ha indicado antes, la mejor ejecución de las órdenes consiste en el deber de obtener en todo momento el mejor resultado para el cliente. Si no se conocen todas las posibles opciones no es posible asegurar que se está eligiendo la mejor.

Finalmente, otro aspecto a tener en cuenta son las consecuencias para la supervisión de la negociación y la persecución de las prácticas abusivas de mercado. Muchos países practican una supervisión *ex ante* y en tiempo real de la contratación de los mercados a través de diversos

²⁹ Alasdair Murray, “Key issues facing European Securities Exchanges”, 3 de julio de 2002. Sponsored by the Federation of European Securities Exchanges (MIMEO). Publicado en la Web de la FESE

³⁰ En primer lugar, las cuotas de los miembros pierden sentido en un entorno de mercados desmutualizados como el que parece estar imponiéndose en los mercados regulados de la UE. En segundo lugar, las innovaciones tecnológicas y, sobre todo, la competencia con otros sistemas de negociación (bien sean otros mercados regulados bien sean MTF o internalizadores de órdenes) tienden a reducir los costes de transacción.

controles o sistemas de alarmas diseñados al efecto. Para una adecuada supervisión se necesita disponer del flujo total de datos. Si el flujo de órdenes se distribuye entre los mercados regulados, los MTF y las ESI, para que se pueda realizar una supervisión adecuada se necesita que la información sea consolidada previamente. Si no es así, demostrar la existencia de prácticas abusivas, por ejemplo, una manipulación en los precios de los activos, será más difícil.

6 CONCLUSIONES

El entorno de los mercados está cambiando. Los elementos claves son una globalización de los mercados de valores, un fuerte incremento de la negociación transfronteriza, el desarrollo de productos financieros cada vez más sofisticados y la creación de un espacio común europeo que se ha visto favorecido por la implantación del euro.

Una mayor competencia entre mercados está provocando cambios que afectan a la organización de los mercados, donde se han impuesto claramente los sistemas electrónicos de negociación. En el ámbito de la renta variable prevalece el modelo centralizado por órdenes, si bien incorporando algunas de las características de los sistemas dirigidos por precios. Este modelo híbrido trata de compatibilizar la mayor liquidez que favorece un libro de órdenes único, con la necesaria flexibilidad que se requiere a la hora de realizar operaciones con un volumen significativo de títulos.

Dos de los elementos básicos que caracterizan el funcionamiento del mercado son la transparencia y la eficiencia. El nivel adecuado de transparencia varía según el tipo de mercado y los sistemas de negociación. Por el lado de la pretransparencia, hay un cierto consenso en que la difusión sobre el libro de órdenes es esencial para que los inversores conozcan la situación de un mercado. Este nivel puede ser menor en los mercados dirigidos por precios o en los mercados centralizados en el caso de valores poco líquidos donde actúen especialistas. También la pretransparencia puede ser menor para las grandes operaciones debido a la mayor dificultad de encontrar contrapartida. En cuanto a la postransparencia, también hay consenso en cuanto a la difusión de información sobre las operaciones cruzadas en tiempo real. Un cierto retraso sería posible para operaciones por un volumen significativo, en especial si éstas corresponden a posiciones de creadores del mercado.

El desarrollo de modelos híbridos de contratación, la mayor competencia entre mercados regulados, el desarrollo de los MTF y la internalización por parte de las ESI, esta modificando el consenso existente sobre la bondad de un alto nivel de transparencia. Muchos MTF basan su estrategia competitiva, entre otras cosas, en niveles particulares de transparencia inferiores a los de los mercados regulados.

La experiencia en muchos mercados, en especial europeos, pone de manifiesto que la transparencia ha favorecido la liquidez de los valores. Sin embargo hay opiniones que estiman que un nivel alto de transparencia no siempre favorece la liquidez, ya que determinados inversores no están dispuestos a mostrar públicamente sus órdenes, de tal forma que prefieren la utilización de sistemas alternativos de negociación donde no tengan que cumplir estándares altos de transparencia. También se defiende que los derechos de esta información corresponden a cada mercado, que debería de tener la capacidad de explotar la información como otra fuente de ingresos más.

Es difícil establecer un régimen de transparencia distinto entre mercados o sistemas alternativos que negocien el mismo tipo de activo. Los mercados de valores por la función social que han desempeñado así como por la adecuada protección de los intereses de los inversores han debido mostrar un alto nivel de transparencia. No parece adecuado que otras entidades puedan aprovecharse de la misma.

La aparición de nuevas vías de negociación de activos ha introducido competencia en los mercados regulados, lo que puede redundar en beneficios para el inversor. Sin embargo, tampoco puede justificarse una competencia en distintas condiciones de igualdad. Si todos los mecanismos de negociación desarrollan una actividad similar, las reglas de juego deben ser iguales para todos, en especial en lo que se refiere a la transparencia de las operaciones y a la protección de los inversores.

Parece difícil mantener una elevada liquidez para un valor simultáneamente en varios centros de negociación. Los valores europeos más líquidos suelen concentrar una parte muy significativa del total negociado en un mercado que es, por tanto, referencia para el resto. La fragmentación de la negociación entre varios mercados o mecanismos de contratación, dificulta que las entidades puedan llevar a cabo de forma óptima el servicio de canalización y búsqueda de contrapartida de las órdenes de sus clientes. Solamente en un mercado eficiente, con un proceso de formación de precios adecuado, con una liquidez suficiente y unos costes de transacción ajustados es posible lograr la mejor ejecución de las órdenes.

Para garantizar la mejor ejecución de órdenes, las entidades deben poder acceder a los diversos sistemas de negociación. Si no ocurriese así, la operativa de MTF y la internalización del flujo de órdenes podrían tener un impacto negativo en los mercados, dando lugar a un deterioro en la calidad informativa de los precios y a un aumento de los costes de transacción para el inversor.

La fragmentación de la negociación comporta también una fragmentación de la información, por lo que la consolidación de ésta se configura como un objetivo prioritario. El requisito previo para ello es la existencia de un adecuado nivel de transparencia y, más importante aún, que dicho nivel sea homogéneo entre los distintos sistemas de negociación, de modo que sea comparable y consolidable.

Los dos principales debates entorno a la consolidación es quién debe llevarla a cabo y cuál debe ser el precio por su acceso. Algunos consideran que la información debe de ser consolidada por los propios sistemas de negociación, concretamente por el mercado de referencia (concepto controvertido que podría identificarse con el mercado de emisión) de cada activo. Otros consideran que los difusores de información privados deberían encargarse de esta labor. Como alternativa también se plantea la mediación de la autoridad regulatoria para garantizar que esté disponible para los inversores.

La propuesta de DSMIR actualmente en discusión contempla un régimen de transparencia para la negociación de valores. El régimen de pretransparencia propuesto es similar para las operaciones ejecutadas en los mercados regulados y en los MTF, exigiendo a ambos difundir la información previa a la negociación de manera continuada a lo largo de todo el periodo de negociación y en un plazo de tiempo razonable desde un punto de vista comercial. En cuanto a la pretransparencia de la internalización, se requiere a las ESI que difundan las órdenes limitadas de sus clientes no ejecutadas, así como la difusión de las órdenes de tamaño minorista.

En lo que se refiere a la posttransparencia, la propuesta de DSMIR recoge un régimen similar para las operaciones en mercados regulados, las que se realizan en MTF y para las órdenes internalizadas por las ESI. En todos los casos, deberá hacerse público el volumen, el precio de las transacciones y el momento de ejecución, dentro de un plazo de tiempo razonable. Únicamente podrá diferirse la difusión de esta información en el caso de transacciones de elevado volumen o cuando las operaciones se efectúen en valores ilíquidos.

Para garantizar la protección de los inversores en el nuevo entorno fragmentado de negociación, la propuesta de DSMIR establece que las ESI que actúen por cuenta de sus clientes deberán de ejecutar sus órdenes en la forma más favorable posible, prestando especial atención al precio neto. Las ESI deberán gestionar las órdenes de sus clientes de manera diligente, informándoles de los distintos sistemas de contratación a través de los cuáles pueden ejecutar sus órdenes y de

los riesgos asociados a cada uno de ellos. Como salvaguardia adicional, la propuesta contempla la ejecución por defecto de las órdenes de clientes en los mercados regulados o en los MTF, salvo elección expresa en contrario por parte de los clientes.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALASDAIR, Murray (2002): “Key issues facing European Securities Exchanges”. Sponsored by the Federation of European Securities Exchanges (MIMEO). Publicado en la Web de la FESE

AUGUY, M. y DAVIDOFF, D. (2002). “El modelo de mercado europeo”.. Bolsa de París, Julio 2002.

BACIDORE, Jeffrey ROSS, M. and SOFIANOS, Georges (1999). “Qualifying best execution and the NYSE: market Orders”. NYSE Working paper 99-05.

BANCO DE ESPAÑA (2003). 2003. Regulación financiera cuarto trimestre de 2002. Boletín económico. Enero

BLOOMFIELD, Robert and O’HARA, Maureen (nov. 1999). “Can transparent market survive?”. Journal of Financial Economics.55 (2000) 425-459

BOARD John, SUTCLIFFE, Charles y WELLS Stephen (nov. 2001): “Transparency and fragmentation: financial market regulation in a dynamic environment”. Editorial Palgrave Macmillan año 2002 . 303 páginas

BOLSA DE MADRID (2002). Revista. Diciembre.

CESR (1999). “Standards for regulated markets under the ISD”. Diciembre

CESR (2002) “Standards for alternative trading systems”. Julio

CHRISTIE, William, CORWIN, Shane, HARRIS, Jeffrey: “Nasdaq trading halts: The impact of Market Mechanism on Prices, Trading activity and execution costs”. The Journal of Finance, junio 2002.

COHEN, J., CONROY, Robert, and F.J. Steven, “Order Flow and the quality of the market”. Capítulo 5 de “Market making and the changing structure of the securities industry”. Lexington Press , 1985EURONEXT, XETRA, NYSE, NASDAQ Y SIBE. Manuales vigentes de negociación obtenidos de las páginas web correspondientes a cada mercado.

EUROPEAN ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS Y OTROS, “A European capital market for the 21 Century”. Publicado en la Web de la European Association of Securities Dealers.

FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES (2001). “ Internalisation of the order flow”. Noviembre.

IOSCO (2001). “ Transparency and Market Fragmentation, Report of the Technical Committee of IOSCO”. Noviembre.

IOSCO (2002). “Objectives and principles of securities regulation”. Febrero.

LEE, Ruben (2002). “Capital Markets that Benefit Investors. A survey of the evidence on fragmentation, internalisation and market transparency”. Published by Oxford Finance Group. Septiembre.

SWARTZ, Robert, WOOD, Robert and ONZEBAS, Denis (2001). “Improving Trading Efficiency in European Equity Markets”. Published by Westminster and City Programmes. Noviembre.

VARIOS AUTORES (2002). Defining Best Execution Summit, “Liquidinet, November 2002”. Documento publicado por con motivo de una reunión sobre Best Execution organizada Liquidinet en noviembre de 2002.

8. ANEXO

ASPECTOS MÁS RELEVANTES DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL SOBRE TRANSPARENCIA Y TIPO DE OPERACIONES A EFECTUAR EN LOS MERCADOS REGULADOS

1. TRANSPARENCIA DE LAS OPERACIONES EFECTUADAS EN LOS MERCADOS REGULADOS

Normativa básica:

- Art. 21 de la Directiva de Servicios de Inversión (93/22/CEE del Consejo de 10 de mayo de 1993).
- Art. 43 de la Ley del Mercado de valores (en adelante LMV)
- Circular 3/99 de la CNMV sobre transparencia de las operaciones en los mercados Oficiales de Valores

Artículo 21 de la DSI

“1. A fin de permitir que los inversores evalúen en cualquier momento los términos de una operación que se propongan efectuar y comprobar después las condiciones de su ejecución, cada autoridad competente tomará, para cada uno de los mercados regulados que haya incluido en la lista contemplada en el artículo 16 medidas para proporcionar a los inversores la información que cita el apartado 2.

De conformidad con las obligaciones que figuran en el apartado 2, las autoridades competentes fijarán la forma y el plazo exacto en que se deba proporcionar la información, así como los medios por los que se pondrá a disposición teniendo en cuenta la naturaleza, el volumen y las necesidades del mercado de que se trate, así como los inversores que operen en dicho mercado.

2. Para cada instrumento, las autoridades competentes exigirán por lo menos:

a) la publicación, al principio de cada jornada bursátil, del precio medio ponderado, de los precios más alto y más bajo y del volumen negociado en el mercado regulado en cuestión en el transcurso de toda la jornada bursátil precedente;

b) además, para los mercados continuos basados en la confrontación de órdenes y para los mercados dirigidos por precio, la publicación, al final de cada hora de funcionamiento del mercado, del precio medio ponderado y del volumen negociado en el mercado regulado en cuestión durante un período de funcionamiento de seis horas que terminará de forma que, antes de la publicación, haya un intervalo de dos horas de funcionamiento del mercado, y cada veinte minutos, del precio medio ponderado, del precio más alto y del precio más bajo, en el mercado regulado en cuestión, calculado en un período de funcionamiento de dos horas que terminará de forma que, antes de la publicación, haya un intervalo de una hora de funcionamiento del mercado. Cuando los inversores tengan previamente acceso a la información sobre los precios y las cantidades en los que se pueden efectuar las operaciones:

- *la citada información deberá estar disponible en cualquier momento durante las horas de funcionamiento del mercado;*
- *los términos anunciados para un precio y un volumen determinados deberán ser los términos con los cuales el inversor pueda efectuar dicha operación. Las autoridades competentes podrán retrasar o suspender la publicación cuando dicha acción se*

justifique por la existencia de condiciones de mercado excepcionales o incluso, en el caso de mercados de pequeña envergadura para preservar el anonimato de empresas e inversores. Las autoridades competentes podrán aplicar disposiciones especiales en los casos de operaciones excepcionales de gran envergadura en relación al tamaño medio de las operaciones sobre el valor de que se trate en este mercado o en el caso de valores de escasa liquidez definidos de acuerdo con criterios objetivos y publicados. Además, las autoridades competentes podrán aplicar disposiciones más flexibles, por lo que respecta principalmente a los plazos de publicación, en lo relativo a las operaciones sobre obligaciones o instrumentos similares.

3. *En el ámbito regulado por el presente artículo, cada Estado miembro podrá adoptar o mantener disposiciones más restrictivas o disposiciones adicionales sobre el fondo y la forma por lo que respecta a la información que se facilitará a los inversores sobre las operaciones efectuadas en los mercados regulados para los cuales sea el Estado de origen, siempre que dichas disposiciones se apliquen independientemente de cual sea el Estado miembro en donde esté situado el emisor del instrumento financiero o el Estado miembro en cuyo mercado regulado se haya negociado por primera vez dicho instrumento.*
4. *A más tardar el 31 de diciembre de 1997, la Comisión deberá informar sobre la aplicación del presente artículo. El Consejo, a propuesta de la Comisión y por mayoría cualificada, podrá decidir la modificación del presente artículo.”*

Artículo 43 de la LMV

El artículo 43 de la Ley del Mercado de Valores indica que “a fin de procurar la transparencia de los mercados, la CNMV, el Banco de España y los organismos rectores de los mercados de valores determinarán con los límites que reglamentariamente se establezcan, la información de carácter público que será obligatorio difundir de las operaciones de mercado”.

Este artículo menciona expresamente que la información se referirá principalmente a: precios y volúmenes negociados, forma de publicidad y plazo exacto en que deba proporcionarse dicha información, así como los medios por los que se pondrá a disposición del público.

Al regularse dicha información se tendrá en cuenta el tipo de operación, la naturaleza, dimensión y necesidades del mercado en cuestión, así como a las de los inversores que en él operan.

En resumen, el artículo 43 de la LMV señala que deberá ser pública la información correspondiente a la identidad del activo negociado, el volumen, el precio y hora de ejecución de las órdenes, la identidad del miembro del mercado que ha intermediado la operación.

Circular 3/1999 de la CNMV

La CNMV ha desarrollado mediante esta Circular el artículo 43 de la LMV, indicando la información que debe ser pública para cada mercado regulado.

Los principales objetivos que se persiguen con esta normativa son:

- Tratar de evitar cualquier tipo de prácticas de abuso de mercado.
- Asegurar que los precios reflejan adecuadamente la negociación en cada mercado.

- Facilitar a los participantes una mejor defensa de sus intereses, así como una mejor toma de las decisiones de inversión.
- Reforzar la confianza de los clientes en las ESI.

La Circular establece un régimen específico tanto para la pretransparencia como para la posttransparencia para cada uno de los mercados secundarios oficiales de valores. Sin embargo, esta norma no resulta de aplicación respecto de las operaciones que se efectúan en el Mercado de Deuda Pública mediante anotaciones en cuenta, cuya competencia corresponde al Banco de España, ni aborda la publicidad de las operaciones a las que se refiere el artículo 36.5 de la Ley del Mercado de Valores, al no tener éstas la consideración de operaciones de un mercado secundario.

Por lo que respecta a las denominadas operaciones bursátiles especiales, esta materia se encuentra regulada en el Real Decreto 1416/1991, de 27 de diciembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados y por la Orden Ministerial de 5 de diciembre de 1991, por lo que la Circular reproduce las exigencias de información exigidas por aquella normativa y se remite en lo demás a la misma:

Las Sociedades Rectoras de los mercados deberán difundir la información a que se refiere esta Circular a través de sus boletines diarios de contratación y además, cuando ello fuera necesario, deberán desarrollar los sistemas técnicos adecuados que permitan su difusión pública en los plazos que se determinan en esta circular.

2. INFORMACIÓN A DIFUNDIR POR LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS DE VALORES

Las Bolsas de Valores deberán difundir la siguiente información:

2.1 Operaciones ordinarias

Transacciones efectuadas en el SIBE

- Ordenes formuladas. En tiempo real, y para cada valor, deberán difundirse todas las propuestas formuladas (precio y volumen) para las cinco mejores posiciones a la compra y a la venta. Para las órdenes formuladas en el mercado de bloques (bloques convenidos y bloques por precios) al menos se difundirá el volumen mínimo y el rango de precios a los que se pueden realizar operaciones en cada uno de los valores, así como las cinco mejores posiciones de compra y venta (volumen y precio) para el mercado de bloques por precios.
- Operaciones ejecutadas. En tiempo real, y para cada valor, deberán difundirse todas las operaciones efectuadas a lo largo de la sesión, indicando: precio, volumen, miembro del mercado comprador y vendedor y hora de ejecución. Para aquellas operaciones que no se ejecuten en el mercado de órdenes (principal y fixing) podrá retrasarse su difusión pública como máximo hasta la apertura de la negociación del día siguiente.

Operaciones de renta variable efectuadas en corros

- Al cierre de los corros, y para cada valor, deberá difundirse el precio máximo, el precio mínimo, el primer precio y el último precio. Antes de la apertura de los corros al día siguiente, deberá difundirse el volumen contratado (nominal y efectivo) el día anterior y el precio medio ponderado.

Operaciones efectuadas en el mercado electrónico de renta fija

- Operaciones ejecutadas. En tiempo real y para cada emisión negociada, deberá difundirse el volumen diario acumulado en cada momento, así como el precio de la última transacción.

Operaciones de renta fija en corros.

- Al cierre de los corros y para cada valor deberá difundirse el primer precio, el precio máximo, el mínimo y el último precio. Antes de la apertura de los corros al día siguiente, deberá hacerse público el volumen contratado el día anterior.

2.2 Operaciones efectuadas al amparo del RD 1416/1991 de 27 de diciembre sobre operaciones bursátiles especiales

- Deberá publicarse: identidad del valor, cuantía, precio, momento de la perfección de la operación, la identidad del miembro o miembros del mercado que la hubieran intervenido. La información de cada una de ellas se difundirá antes de la apertura de la siguiente sesión de negociación y se observará en todo lo demás lo establecido en dicho Real Decreto y normas de desarrollo.

2.3 Operaciones extraordinarias contempladas en el artículo 36.3 de la LRMV

- Operaciones efectuadas al amparo de las letras a) y b) del artículo 36.3 de la Ley del Mercado de Valores. Deberá hacerse público: la identidad del valor, volumen, precio y fecha de inscripción de los cambios de titularidad en el registro de anotaciones en cuenta. La Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores difundirá esta información al día siguiente al de la recepción de la comunicación.
- Operaciones efectuadas al amparo de la letra c) del artículo 36.3 de la Ley del Mercado de Valores. Deberá difundirse la siguiente información: identidad del valor, volumen, precio, identidad de la entidad autorizada por el comprador y por el vendedor para realizar la operación, fecha de la autorización para efectuar la operación, fecha de inscripción de los cambios de titularidad en el registro de anotaciones en cuenta e identidad de la entidad o entidades adheridas involucradas. Las operaciones deberán comunicarse a las Sociedades Rectoras de forma inmediata. Las Sociedades Rectoras difundirán la mencionada información en un plazo máximo de cuarenta y ocho horas desde su notificación.

3. INFORMACIÓN A DIFUNDIR POR LOS MERCADOS OFICIALES DE FUTUROS Y OPCIONES Y POR AIAF, MERCADO DE RENTA FIJA

Las Sociedades Rectoras de los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones deberán difundir la siguiente información:

- Órdenes formuladas: Deberá difundirse en tiempo real y para cada contrato y vencimiento abierto y serie, en su caso, el volumen acumulado para cada una de las tres mejores propuestas de compra y de venta.
- Operaciones ejecutadas: deberá difundirse en tiempo real y para cada contrato y vencimiento abierto y en serie, en su caso, todas las operaciones efectuadas a lo largo de la sesión, indicando el precio, volumen y hora de ejecución.

- Posiciones abiertas: deberá difundirse en tiempo real y para cada contrato y vencimiento, y serie, en su caso, el volumen de posiciones abiertas.

Por su parte, AIAF, Mercado de Renta Fija, S.A. deberá difundir la siguiente información:

- Operaciones ejecutadas. Deberá informarse en tiempo real el volumen contratado en cada emisión negociada, precio y TIR últimos, salvo para los activos a corto plazo (pagarés) para los que sólo se difundirá volumen contratado y TIR últimos

4. PRINCIPIO DE CONCENTRACIÓN EN EL MERCADO ESPAÑOL DE OPERACIONES DE UN MERCADO SECUNDARIO OFICIAL DE VALORES

4.1 Normativa básica

- Art. 14 de la Directiva de Servicios de inversión
- Artículo 36 de la LMV

Artículo 14 de la DSI

1. *“Los Estados miembros velarán por que puedan prestarse en su territorio, de conformidad con las disposiciones de los artículos 17, 18 y 19, los servicios de inversión y los demás servicios enumerados en la sección C del Anexo, tanto por medio del establecimiento de una sucursal como mediante la prestación de servicios, y ello por cualquier empresa de inversión autorizada y supervisada por las autoridades competentes de otro Estado miembro con arreglo a las disposiciones de la presente Directiva, siempre que la autorización abarque dichos servicios. La presente Directiva no afectará a las competencias de los Estados miembros de acogida por lo que respecta a las participaciones en organismos de inversión colectiva que no entren en el ámbito de aplicación de la Directiva 85/611/CEE (14).*

2. *Los Estados miembros no podrán condicionar el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios a que se refiere al apartado 1 a la obligación de obtener autorización, ni a la de aportar un fondo de dotación, o a cualquier otra medida de efecto equivalente.*

3. *Un Estado miembro podrá exigir que las operaciones relativas a los servicios contemplados en el apartado 1 se efectúen en un mercado regulado, cuando respondan al conjunto de los criterios siguientes:*

- *que el inversor resida habitualmente o esté establecido en dicho Estado miembro;*
- *que la empresa de inversión efectúe la operación bien a través de un establecimiento principal o de una sucursal situados en dicho Estado miembro, bien en el marco de la libre prestación de servicios en dicho Estado miembro;*
- *que la operación se refiera a un instrumento negociado en un mercado regulado de dicho Estado miembro.*

4. *Cuando un Estado miembro aplique el anterior apartado 3 deberá otorgar a los inversores residentes habitualmente o establecidos en dicho Estado miembro el derecho de no observar la obligación impuesta en virtud del apartado 3 y de hacer efectuar las transacciones a que se refiere el apartado 3 fuera de los mercados regulados.*

Los Estados miembros podrán supeditar el ejercicio de dicho derecho a una autorización explícita, habida cuenta de las distintas necesidades de los inversores en materia de

protección y, en particular, de la capacidad de los inversores profesionales e institucionales de actuar lo mejor posible en favor de sus intereses. En cualquier caso, dicha autorización deberá poder concederse en unas condiciones que no impidan la rápida ejecución de las órdenes del inversor.

5. La Comisión presentará un informe sobre el funcionamiento de las disposiciones que figuran en los apartados 3 y 4 a más tardar el 31 de diciembre de 1988 y, si lo considera pertinente, propondrá las modificaciones que deben introducirse en ellas.”

La DSI, traspuesta a nuestro ordenamiento por la LMV, establece en su art. 14.3 la posibilidad de que un estado miembro exija que las operaciones se efectúen en un mercado regulado, cuando respondan al conjunto de criterios siguientes:

- Que el inversor resida habitualmente o esté establecido en dicho Estado Miembro.
- Que la operación se realice a través de un establecimiento principal o una sucursal establecidos en dicho estado
- Que la operación se refiera a un instrumento negociado en un mercado regulado de dicho estado miembro.

No obstante, el art. 14.4 establece que el estado miembro deberá otorgar a los inversores residentes habitualmente o establecidos en dicho estado miembro, el derecho a no observar la obligación antes mencionada y por tanto, efectuar transacciones fuera de los mercados regulados. Los estados podrán condicionar este derecho a una autorización explícita, siempre que la misma no impida la rápida ejecución de las órdenes (art. 14.4 DSI).

Artículo 36 de la LMV

Este artículo se encuentra ubicado en el Título IV de la Ley del Mercado de Valores, Capítulo I “Disposiciones Generales”, por lo que es de aplicación a cualquier mercado secundario organizado. No obstante, la flexibilización de la regla de concentración derivada de este artículo tiene una mayor incidencia en los mercados bursátiles, cuyos sistemas de negociación, tanto por tradición como por exigencia legal, se basan en el principio de concentración de órdenes. En el resto de mercados de valores españoles cabe la realización de operaciones al margen de las reglas de contratación ordinarias. Por una parte, AIAF y el Mercado de la Deuda Pública Anotada funcionan de forma descentralizada. Los mercados de derivados funcionan de forma centralizada, pero sus propias reglas de funcionamiento hacen que tenga poco sentido operar al margen del mercado, ya que al no actuar la Cámara como contrapartida, no se eliminaría el riesgo de crédito de las transacciones.

Operaciones de un mercado secundario oficial de valores

El artículo 36 de la LMV define las operaciones de un mercado secundario oficial de valores como las transmisiones por título de compraventa, u otros negocios onerosos característicos de cada mercado, cuando se realicen sobre valores negociables o instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo.

Es muy importante resaltar que la norma de concentración se refiere a la realización de operaciones dentro de un mercado regulado. Esto no significa que todas las órdenes deban formularse en el libro centralizado de órdenes, como se ha señalado a lo largo del documento los mercados regulados han optado en su mayoría por sistemas flexibles de negociación con diversos módulos de contratación.

Por ejemplo en el ámbito bursátil, en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) las órdenes pueden formularse dentro del libro principal o en los .Además pueden realizarse operaciones de acuerdo con lo establecido en el RD 1416/91 sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados.

Las operaciones de mercado se dividen en ordinarias y extraordinarias.

Las operaciones ordinarias

Son operaciones ordinarias las realizadas con sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial de que se trate.

Las operaciones extraordinarias como operaciones de mercado

Se consideran operaciones extraordinarias las no sujetas a todas o a alguna de las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial. Las operaciones extraordinarias se realizan sobre instrumentos financieros admitidos a cotización en algún mercado regulado. Son transacciones que, aunque no se sometan a todas reglas del mercado, toman como referencia los precios de mercado y obedecen a motivaciones económicas.

Por ello, no se trata de que, en relación a las operaciones extraordinarias, los inversores puedan establecer las reglas por las que quieren que funcione el mercado en relación con los mismos, sino que el mercado, por ser precisamente un mercado secundario organizado, debe regirse por unas reglas que garanticen la regularidad de su funcionamiento (reglas que habrán de regular las condiciones de acceso al mercado, la forma de operar en el mismo, la admisión a negociación de los valores y la información y publicidad a realizar en relación con las operaciones del mismo), pero en los supuestos que se establecen, y sólo en ellos, será posible realizar operaciones sin sujeción a tales reglas normales de funcionamiento.

La LMV tipifica los casos en los que podrán realizarse operaciones extraordinarias:

- a) Cuando el comprador y el vendedor residan habitualmente o estén establecidos fuera del territorio nacional.
- b) Cuando la operación no se realice en España. Reglamentariamente se determinarán los requisitos que deben darse en una operación para entender que se realiza fuera de España.
- c) Cuando tanto el comprador como el vendedor autoricen previamente a una empresa de servicios de inversión o a una entidad de crédito, expresamente y por escrito, que la correspondiente operación se realice sin sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado. Reglamentariamente se determinará el contenido y los requisitos de la referida autorización, para lo cual se tendrán en cuenta, entre otros aspectos, la naturaleza del inversor, la cuantía de la operación y las condiciones de precio que deberán ser, salvo mandato en contrario, las que garanticen que se obtenga el mejor precio en la operación.

La realización de operaciones extraordinarias deberá ser comunicada a los organismos rectores del correspondiente mercado, en la forma que reglamentariamente se determine. En el caso previsto en la letra c) del número 3 anterior, mientras no tenga lugar dicha comunicación, el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores o instrumentos financieros, ni ejercer los derechos que los mismos comprendan.

En contraposición, las operaciones extrabursátiles quedan recogidas en el artículo 36.5 de la LMV al decir que las transmisiones a título oneroso diferentes a las previstas en el número 1 anterior (operaciones de mercado) y las transmisiones a título lucrativo de valores o instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial no tendrán la consideración de operaciones del mismo.