

Aspectos Jurídicos de la Integración de los Mercados de Valores

Sabino Forniés
Comisión Europea
Rio de Janeiro 2005

■ Proceso Gradual:

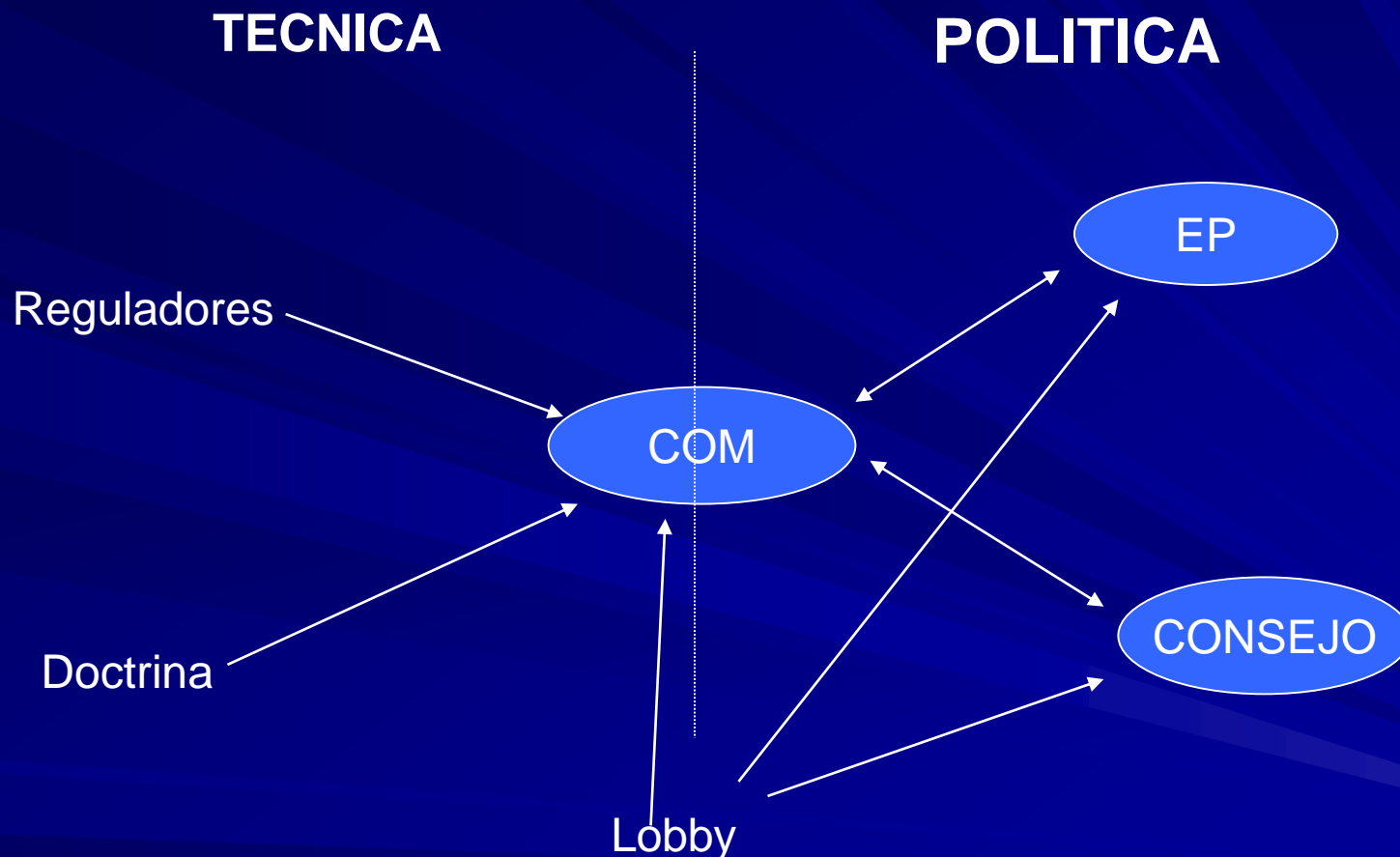
- Tratado
- Reconocimiento Mutuo
- Armonización mínima
- Armonización Suficiente
- Y Después.....

■ Proceso Complejo que depende del equilibrio de intereses: Exportadores/Importadores; Tradición Romana/Tradición Germánica

■ Como se canalizan dichos intereses?

- Por medio de un proceso legislativo necesariamente lento.
- Fundamentalmente interrelacionado (todo es negociable).
- Cuyo resultado es « lógicamente » IMPERFECTO desde un punto de vista técnico. Dinámica Técnico/Político tiende a ser divergente.

- Necesidad de una arquitectura institucional compleja. Con un punto Central « relativamente » **INDEPENDIENTE**



IMPORTANTE: Ser proactivo técnicamente, las soluciones reactivas
Generalmente son inadecuadas.

- Integrar diferentes realidades nacionales en un único sistema implica que el régimen reglamentario final haya de ser un compendio de los de los diferentes países?
 - Inicialmente SI (depende del grado de divergencia inicial)
- También puede ser una OPORTUNIDAD (sobre todo si existe una relativa independencia).
- La UE está empezando a apreciar el Mercado Interno como Oportunidad – Better Regulation

Visión General

- Mercado primario: Directiva de Folletos, Reglamento de Ejecución
- Mercado Secundario:
 - MAD (Abuso de Mercado)
 - Directiva Fair presentación y Conflictos de Intereses
 - Directiva definición manipulación de mercado y transparencia información confidencial
 - Reglamento buy back y estabilización
 - Directiva Lista de Insiders y notificación operaciones sospechosas
 - MIFID (Markets in Financial Instruments)
 - Directiva de Transparencia de los emisores
- Servicios/Productos: Mifid y Ucits
- Otros:
 - Fondo de Compensación
 - Clearing and Settlement
 - Gobierno Corporativo/Auditoria/Contabilidad, etc.

FOLLETOS / PROSPECTUS

- Un solo folleto valido para toda la Union Europea.
 - Autorización por parte del « home country » del emisor (posible delegación por parte de la autoridad competente).
 - Definición Única de Oferta Publica y de admisión a negociación.
 - Requisitos de contenido del prospectus (básicamente en le reglamento de Ejecución). Posible diferenciación entre registration document y securities note (en caso de sucesivas ofertas publicas)
 - Aspectos lingüísticos: lengua del país del emisor y/o lengua « comunmente » admitida en finanzas.
- No se aplica la Directiva (Régimen Nacional – en la mayoría de los casos mucho menos detallado):
 - Emisiones destinadas « exclusivamente » a « qualified investors » (entidades de crédito, Fondos de Inversión y grandes empresas).
 - Importe Mínimo de las participaciones 50.000€
 - Emisiones de menos de 100.000 €
- Posibilidad de aprobar prospectus elaborado conforma a las normas de terceros países (si el emisor es de un país tercero):
 - La legislación del tercer país es acorde los estándares internacionales en lo que respecta a prospectus (fundamentalmente IOSCO).
 - La Información financiera es equivalente
 - Ambos casos Nivel 2.

TRANSPARENCIA

■ Directiva de Mínimos

- Cada emisor sometido a los requisitos establecidos en su país de origen (posibilidad de aplicar el régimen del Mercado regulado en caso que no haya dual listing).
- Armonización de la información periódica financiera:
 - Anual: Estados Financieros e informe de gestión.
 - Semestral: Estados Financieros condensados o resumidos e informe de gestión interino.
 - Trimestral: No es obligatorio.
- Armonización otra información:
 - Notificación de participaciones significativas.
- Idioma: el del país del emisor y/o un idioma comúnmente admitido en finanzas.
- Armonización canales de acceso información:
 - Officially appointed mechanism.
 - Hacerla publica de forma que sea fácilmente accesible (Nivel 2)
- Exenciones, 50.000€ renta fija.

ABUSO DE MERCADO/INSIDER DEALING

- **Ámbito de aplicación:** Productos financieros admitidos a negociación en Mercados Regulados (independientemente de donde se negocien) – Por primera vez quedan incluidos los derivados en materias primas (interrelacion con la Mifid).
- **Definición precisa (Nivel 1 y Nivel 2)** de lo que es información privilegiada (if it were made public would be likely to have significant effect on the prices...) y las situaciones de abuso de mercado. Primera vez a nivel comunitario. Situaciones en las que se esta comenzando a aplicar (Citibank). Practica de los supervisores es fundamental (Nivel 3).

- Obligación legal de identificar la información privilegiada y de publicarla.
- Obligación de tener una lista de insiders, personas que detentan información privilegiada (listas permanentes y listas provisionales).
- Información pública (inicialmente a la autoridad competente) sobre las operaciones que los gestores realizan en acciones de sus propias empresas.
- Tratamiento de Research y análisis (básicamente disclosure de los posibles conflictos de interés – Mifid).
 - Informar sobre los conflictos de interés entre el analista y el emisor y en particular:
 - Participaciones de capital (5%)
 - Intereses financieros significativos.
 - Si el analista es un market maker o lead (co) manager.
 - Si el analista le presta servicios de inversión.
 - Informar de las medidas organizativas establecidas por el analista para evitar los conflictos.
 - Información sobre el sistema remuneratorio de los analistas (en particular si esta ligado al Investment banking).
 - Información estadística sobre las recomendaciones de los analistas.

■ Jurisdicción:

- El Estado de origen del Mercado Regulado es competente en todo lo que respecta a cualquier manipulación realizada sobre los instrumentos admitidos a negociación en dicho estado (independientemente de donde se hayan realizado) – Importante: mecanismos para compartir información (Mifid) y de investigación (cooperación entre autoridades competentes).
- El Estado Miembro en el que se hayan realizado las operaciones sospechosas también es competente.
- La MAD no resuelve el conflicto de jurisdicciones.

■ Sanciones:

- No se impone una obligación de establecer sanciones penales.
- Se armoniza a, nivel general, la obligación de tener sanciones administrativas que sean « effective, proportionate and dissuasive »