

LA LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN EL CONTEXTO GLOBALIZADO DE LA MIFID

Irene Garrido Valenzuela

Ángeles Sandoval Pérez

Paloma Bernal Gómez

ABSTRACT

Since November 2007 there is no doubt that the effects in the field of finance in general and in financial markets in particular will be the introduction of MiFID in all EU member states. Proceeding from this reality, we analyze the implications of the entry into force of this regulation in the securities markets, both as regards the various forms of recruitment to their legislative implementation. On the other hand and in the context of the stock market, this work is carried out an analysis of intervention by the concept of liquidity of the shares introduced by MiFID, which largely affects the cataloguing of companies listed in the framework allowed by the directive of the markets in financial instruments

1. INTRODUCCIÓN

La integración de los mercados europeos de capitales ha sido una prioridad constante para la Comisión Europea desde la introducción del euro en 1999 con políticas encaminadas a la integración de los mercados financieros de los países miembros de la Unión Europea.

Si repasamos las medidas que se han ido aprobando en Europa de cara a la integración de los Mercados Financieros Europeos, necesariamente tendríamos que referirnos a :

- 1993: se publica la Directiva de Servicios de Inversión, que es el primer paso en el proceso de establecimiento del marco legislativo necesario para la integración de los mercados de valores europeos.
- 1.999: El 11 de mayo se aprueba por el Parlamento Europeo un Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), que constituye un “calendario de medidas específicas” y que se ha ido implantando en distintas fases desde la fecha de su publicación. El objetivo estratégico perseguido por el PASF puede contemplarse desde una triple vertiente: instaurar un mercado único de servicios financieros al por mayor, hacer accesibles y seguros los mercados minoristas, y reforzar las normas de supervisión cautelar.
- 2002: se aprueba en el Parlamento Europeo la propuesta del grupo Lamfalussy, que pretendía establecer unos plazos para la implantación de la normativa de mercados comunitarios a través de 4 niveles: el primero correspondería a la legislación principal, el nivel 2 contiene medidas de desarrollo de las normas de primer nivel (la MIFID, que ha entrado en vigor en noviembre de 2007 incluye normas llamadas de segundo nivel que regulan el papel de las Autoridades Supervisoras y que tratan de mejorar las relaciones transfronterizas). El tercer nivel se dirige a implementar de forma uniforme en todos los países comunitarios las normas de los niveles 1 y 2, (en la normativa MIFID también se incluyen normas de nivel 3 que ayudan a la implantación de las de nivel dos, ayudan a que las anteriores se apliquen de forma homogénea). Por último, el nivel 4 constituiría un refuerzo de la normativa.

Todas las anteriores medidas se han tomado con fin último de llegar a alcanzar la futura creación de un mercado único de servicios financieros al por mayor a nivel europeo, proporcionando mayor accesibilidad y seguridad a los mercados minoristas protegiendo a los inversores y además, reforzando las normas de supervisión cautelar.

De todas las normas de la Unión Europea que emanan del Plan de Acción sobre Servicios Financieros (PASF) en los últimos años, es la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MIFID), “*Markets in Financial Instruments Directive*”, la que probablemente tenga el mayor impacto. La MiFID es hoy para los mercados y los intermediarios financieros sinónimo de un cambio muy relevante en el funcionamiento y la organización de sus actividades. Ante la nueva regulación se abren oportunidades de negocio y de desarrollo de nuevos productos y servicios. Las implicaciones de la MiFID, que afectan significativamente a los inversores europeos y tienen repercusiones de peso para las entidades financieras que prestan servicios de inversión, representan un reto para todos los participantes en los mercados y abren grandes oportunidades con la puesta en marcha de nuevas estrategias que, en la mayor parte de los casos, tendrán en común un alto componente tecnológico.

El año 2007 ha sido crucial en el ámbito de la regulación de los mercados de valores europeos como consecuencia de la entrada en vigor de la Directiva. Se trata de una iniciativa de la Unión Europea que pretende la armonización de la normativa de los mercados financieros europeos y la creación de un régimen regulador común para los mercados de productos financieros en los 27 estados miembros de la Unión y los otros tres estados miembros del Área Económica Europea: Islandia, Noruega y Liechtenstein

MIFID transforma los mercados de servicios financieros en todas sus fases, desde la negociación de los valores, hasta la forma en que los intermediarios financieros se relacionan con sus clientes, en definitiva, la creación de un mercado uniforme para instrumentos, proveedores y servicios financieros, abre la puerta a nuevas oportunidades hasta ahora difícilmente planteables en el sector.

En el caso del mercado de valores español, la transposición de la directiva comunitaria a la legislación nacional se ha concretado en la reforma y modificación de la Ley del Mercado de Valores 24/1988, que ha sido aprobada por el Congreso de los Diputados el 29 de noviembre de 2007. Entró en vigor el 21 de diciembre en España, después de que el Boletín Oficial del Estado (BOE) publicara, el 19 de diciembre. La transposición llega, por lo tanto, después de que la normativa entrara en vigor el pasado 1 de noviembre en toda la Unión Europea. Son cuatro los principios cardinales que inspiran la recién aprobada reforma de la Ley del Mercado de Valores.

- El primero de ellos es la modernización de los mercados de valores españoles para adaptarlos a las necesidades actuales. Para responder a estas nuevas necesidades, la ley amplía el catálogo de servicios de inversión que pueden prestar las entidades, extiende la gama de instrumentos financieros negociables, y reconoce distintos sistemas o métodos para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros.
- El segundo es reforzar las medidas dirigidas a la protección de los inversores. Así, la ley establece un amplio catálogo de normas a las que ha de sujetarse la actuación de quienes presten servicios de inversión.
- En tercer lugar se adaptan los requisitos de organización exigibles a las entidades que presten servicios de inversión para garantizar que su organización se adecua a la compleja gama de servicios que prestan.
- En cuarto y último lugar, se mejoran las potestades supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, potenciando los instrumentos y mecanismos para fomentar la cooperación, nacional e internacional, entre supervisores.

Este trabajo se enmarca dentro del primero de los apartados, y más concretamente en el nuevo entorno legislativo y de contratación para los mercados. En este sentido, el nuevo entorno de la negociación de valores se caracteriza en suma por nuevos sistemas de negociación que compiten entre si: Mercados Regulados (MR), Sistemas Multilaterales de Negociación (MTFs o SMN) y ESI que realizan internalización sistemática de operaciones. Además el nuevo escenario da lugar al

fin del principio de concentración y consagra la libertad de elección de sistema de compensación y liquidación.

2.- NUEVO ENTORNO DE NEGOCIACIÓN

Centrada ya la aportación de este trabajo en el nuevo entorno de negociación, pasamos a describir el nuevo escenario de los mercados de valores, para dar paso, dentro de ese contexto al concepto y desarrollo de acciones liquidas desarrollado por MIFID

1. Mercados regulados

Con el objetivo de promover unos mercados financieros transparentes, equitativos y eficientes mediante normas de contratación y ejecución aplicables tanto a mercados como a intermediarios, la MiFID reconoce al mercado regulado como el mercado por excelencia, el más eficiente, y establece la necesidad de estrictos requisitos para autorizar tanto el mercado regulado como el propio operador del mismo. Estos requisitos son organizativos y de supervisión, requisitos de acceso de miembros y admisión a negociación de valores, y libertad de elección del sistema de compensación y liquidación.

En la transposición a la Ley española los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales, manteniendo el término acuñado por la Ley de 1988, y se definen como “aquellos sistemas multilaterales de negociación que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular conforme a la ley”. Establece también que el régimen jurídico de los mercados secundarios oficiales se completará con el Reglamento del Mercado que será autorizado por el Ministro de Economía y Hacienda.

2. Sistemas multilaterales de negociación

Los MTFs (en terminología de la MiFID) son también sistemas multilaterales gestionados por una empresa de servicios de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir, dentro del sistema, y según normas no discrecionales, intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de terceros para dar lugar a contratos operados por una empresa de servicios de inversión o por un gestor del mercado. A diferencia de los mercados regulados, no tienen funciones públicas (por ejemplo, la suspensión de valores).

Los MTFs deben establecer normas de negociación transparentes y no discrecionales y los operadores del mismo deben establecer y mantener mecanismos y procedimientos eficaces para supervisar el cumplimiento de sus normas por parte de sus usuarios. Así mismo, deben supervisar las operaciones con objeto de detectar infracciones o situaciones de abuso de mercado e informar a la autoridad competente, tanto de sus normas como de las situaciones que supongan abuso de mercado.

Una de las cautelas establecidas por la MiFID sobre los MTFs atiende a la capacidad de las ESI para gestionarlos y, debido a su condición de prestadora simultánea de servicios de inversión, incurrir en potenciales conflictos de interés. Téngamos en cuenta que, en el nuevo entorno de la MiFID, las ESI pueden gestionar órdenes por cuenta propia, por cuenta de terceros, recibir y transmitir órdenes y además operar una MTF.

En la siguiente tabla observamos que los SNM en España permanecen inalterables para los dos periodos considerados (Fecha de entrada en vigor de la MIFID y 15-07-2008) siendo estos: Sistema Español de Negociación de Activos Financieros, MTS Spain sa, Latibex y MAB.

Sistemas de negociación multilateral

	01/11/07	15/07/2.008
ESPAÑA	4	4
RESTO DE EUROPA	84	118

Fuente: Elaboración propia

En la Unión europea en su conjunto y en ese mismo horizonte temporal pasó de 84 a 118 sistemas de negociación multilateral, cifrándose así en una tasa de crecimiento de más del 40%.

3. Internalizadores sistemáticos

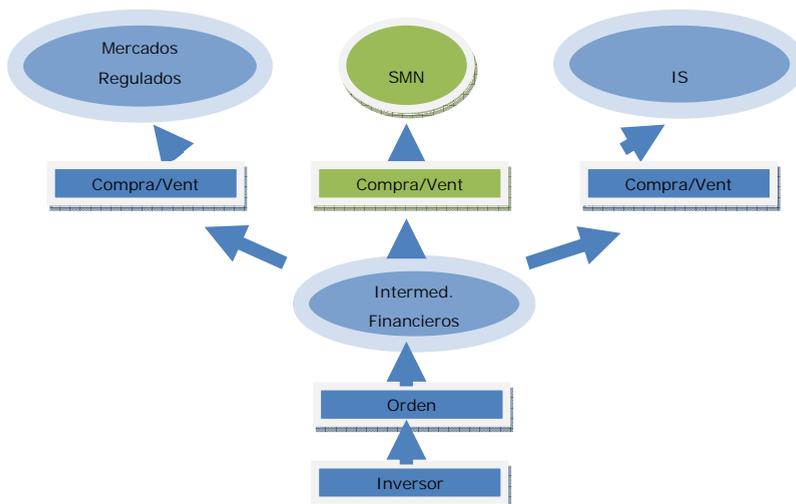
Bajo esta denominación se encuadran las ESI que, de forma organizada, sistemática y frecuente ejecutan órdenes contra su cuenta propia al margen de los mercados regulados y los MTFs. De esta definición se deducen dos ideas fundamentales:

Un internalizador sistemático compite con el resto de sistemas de negociación (mercados regulados y MTFs), con lo cual se hace necesario un régimen de transparencia equitativo. La MiFID impone a esta figura una serie de obligaciones en materia de mantenimiento de precios, actualización y retirada de cotizaciones.

La diferencia entre un internalizador sistemático y los mercados regulados y los MTFs, es que el internalizador sistemático, al operar contra su cuenta propia, pone en riesgo su propio capital y esto añade riesgos a su operativa que se compensan con un régimen de transparencia diferenciado.

En el entorno anterior a la MiFID las órdenes de los clientes institucionales y minoristas se dirigían, directamente, por el principio de concentración al mercado regulado. La situación actual sería la que se refleja en el siguiente gráfico

GRAFICO 1



Fuente: elaboración propia

La MiFID opta pues por la fragmentación de todo el sistema, en el cual las órdenes pueden ir al mercado regulado, a un sistema multilateral o pueden ser casadas directamente contra una cuenta propia por las ESI y, de hecho, puede haber interacción entre todos los sistemas. A partir de la MiFID se podrá dar, por ejemplo, una orden a un internalizador sistemático, que a su vez podrá enviarla para que se ejecute en una SMN o en un mercado regulado. La complejidad del nuevo entorno plantea retos, exigencias y oportunidades para todos los participantes en los mercados. Para los emisores pretende facilitar su acceso a los mercados y, por tanto, a nueva financiación. Los mercados y las ESI se enfrentarán a una mayor competencia, pero a la vez verán abiertas nuevas oportunidades de negocio y las autoridades acometerán nuevos retos en materia de supervisión.

En la siguiente tabla se refleja la evolución de los internalizadores sistemáticos a nivel europeo, ya que en España aún no está funcionando ninguno. En relación con la Unión Europea se registra un incremento de internalizadores sistemáticos entre los períodos analizados, pasando de 4 internalizadores sistemáticos el 1 de Noviembre de 2007 a 11 el 15 de Julio de 2008, lo que supone un 36% de incremento.

Internalizadores sistematicos

	01/11/07	15/07/2.008
ESPAÑA	0	0
RESTO DE EUROPA	4	11

Fuente: Elaboración propia

La MiFID otorga gran importancia al entorno de la contratación de la renta variable continental. Este nuevo entorno difumina la frontera entre los mercados y las ESI que pueden gestionar un mercado o "convertirse en un mercado". El objetivo declarado es la promoción de unos mercados financieros transparentes, equitativos y eficientes mediante normas de contratación y ejecución aplicables tanto a mercados como a intermediarios.

Por lo tanto, las consecuencias, a la vez que retos, del nuevo entorno de negociación serán las siguientes:

- 1) Negociación fragmentada. Toda la operativa que fluye entre los distintos sistemas de negociación tendrá que ser consolidada en algún punto para garantizar la mejor ejecución de las órdenes.
- 2) Se establecerá un régimen de transparencia adecuado. Régimen equitativo, justo y razonable para que los mercados y los participantes en los mismos tengan una información adecuada.
- 3) Se regulará la mejor ejecución de las órdenes.
- 4) Las autoridades supervisoras se enfrenta al reto de la gestión de la comunicación de operaciones.

3.- LIQUIDEZ MIFID: APLICACIÓN EN EL MERCADO ESPAÑOL

La entrada en vigor de la nueva Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID) como acabamos de ver, establece un nuevo entorno para los mercados financieros basado en el fomento de la competencia en igualdad de condiciones con el objetivo final de crear un mercado financiero único eficiente en Europa. Uno de los aspectos más relevantes de este nuevo marco es la definición de acciones líquidas, elemento a su vez fundamental para la consecución de un mercado eficiente.

El concepto de acciones líquidas se traduce pues en una importante novedad que la entrada en vigor de la MiFID introdujo en los mercados financieros. La liquidez de las acciones en los mercados financieros es algo de gran importancia para los inversores pues, en un momento determinado el inversor prefiere invertir en aquellos valores que tienen mayor posibilidad de colocación en el Mercado. Además, porque la calidad de un mercado de acciones, entendiendo ésta como la eficiente formación de precios de las acciones que en el cotizan viene determinada por la liquidez. Por eso y para favorecerla, la normativa de mercado establece los mecanismos adecuados que se ajustan a cada tipo de valor: contratación continua para los valores más líquidos y contratación

mediante subastas o presencia de especialistas de liquidez para los valores de menor liquidez o para determinados momentos de la sesión de forma que en todos los casos exista un nivel de liquidez suficiente.

Esta preferencia por la liquidez marca una pauta importante a la hora de jerarquizar una serie de valores dado. De forma tradicional, podemos decir que los indicadores que nos hablan de la posibilidad de comprar o vender un valor un día determinado son el índice de frecuencia y el índice de volumen de contratación. El primero, estaría relacionado con el concepto estadístico de frecuencia. Para un espacio muestral de sesiones estudiado podemos sustituir el concepto de frecuencia por el de la probabilidad de que el valor que consideramos se contrate un día hábil bursátil determinado. De todas formas aunque el Índice de Frecuencia de una idea más o menos clara de la probabilidad de comprar o vender en un día determinado hay que realizar un análisis más detallado para no llegar a conclusiones erróneas. Para que esto no ocurra, y que el análisis de liquidez sea completo, se construye el índice de volumen de contratación que complementa al anterior, y señala la relación entre el capital nominal y el capital admitido a contratación de la empresa.

De igual forma, podemos decir que los profesionales de los mercados miden la liquidez a través de un doble parámetro, cuyo resultado viene a ser similar a lo expresado en el párrafo anterior: la horquilla de precios que mide a su vez el coste de operar en el mercado (considerando únicamente los precios) y la profundidad de mercado resumida en los volúmenes disponibles a la compra y a la venta asociados a la horquilla. Cuanto menor

sea la horquilla y mayores los volúmenes asociados a la misma menor será el impacto de mercado entendiendo éste como la posibilidad de obtener un precio alejado del precio deseado.

Respetando la clasificación tradicional, la MIFID introduce el concepto de “**acciones líquidas**”. Los estados miembros de la Unión Europea deben definir como “líquidas” aquellas acciones que habiendo negociado diariamente, tengan un capital flotante no inferior a 500 millones de euros y que cumplan una de las siguientes condiciones:

- media diaria de operaciones no inferior a 500, o
- efectivo medio diario negociado no inferior a 2 millones de euros.

Observamos como en la definición de liquidez MIFID, se tiene en cuenta, además del tamaño de la empresa la frecuencia de contratación (habiendo negociado diariamente) y el volumen contratado (cumpliendo una de las dos últimas condiciones).

El Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) recoge la información enviada por los Reguladores Nacionales sobre acciones líquidas y la incorpora a una base de datos pública que mantiene actualizada. Los valores líquidos se dividen en “clases” por tamaño medio de la transacción. Estas clases sirven para determinar el “volumen estándar del mercado” (Standar Market Size o SMS); tamaño de la orden que tiene relevancia porque implica determinadas obligaciones de transparencia a los internalizadores sistemáticos.

En la aplicación práctica nos proponemos analizar la evolución que se registró a nivel de las acciones líquidas en el mercado de valores español dentro del contexto europeo. Los datos utilizados en este estudio fueron obtenidos a través de la base de datos del CESR. En efecto, La aplicación del Reglamento MiFID (n.º 1287/2006, de 10 de agosto de 2006) exige que las autoridades competentes calculen y publiquen un conjunto de información relativa a todas las acciones que estén admitidas a negociación en un mercado regulado. CESR ha recopilado esta información, y la publica en forma de una base de datos. La información incluida en esta base de datos permite a los participantes en el mercado reconocer las acciones líquidas, así como otra serie de información indispensable para conocer la estructura, composición y evolución de los mercados de valores europeos.

El estudio que se realiza está referido a dos periodos diferentes: El día 1 de noviembre de 2.007, fecha de entrada en vigor de la MIFID y el día 15 de julio, fecha en la que se cierra este trabajo.

En relación con la evolución de las acciones líquidas, uno de los parámetros considerado por el CESR para obtener esa denominación es el “promedio diario negociado” definido como el volumen de negocios anual, dividido por el número de días de negociación. La cifra se expresa en euros. El siguiente cuadro refleja la situación.

- En este cuadro figuran en total 71 empresas, de las cuales 66 son las anteriormente mencionadas que eran consideradas líquidas por el CESR a la entrada en vigor de la MIFID. De ellas a 15-07-2.008 no aparecen 10 (ALTADIS, METROVACESA, JAZZTEL, ASTROC MEDIT., SOGECABLE, NH HOTELES, ERCROS, SOL MELIÁ, RENTA CORPORACION REAL ESTATE, MIDESA) por no cumplir los requisitos pero en cambio entran otras 5 nuevas empresas (IBERDROLA RENOVABLES, CRITERIA CAIXACORP, ESPAÑOLA DE PETROLEOS, VISCOFAN y BANCO DE VALENCIA), que si los cumplen.
- De las 61 empresas consideradas líquidas en el momento actual por el CESR, cabe reseñar que 35 se corresponden con las que conforman el Ibx 35, 17 al médium Cap y 5 al Small Cap, indicadores de liquidez de referencia en el mercado español. Las 4 compañías restantes pertenecen al Índice General de la Bolsa de Madrid.
- Observamos como todas las empresas del cuadro tienen un efectivo medio diario negociado no inferior a 2 millones de euros, y por ello cumplen una de las dos condiciones exigidas para ser consideradas líquidas

	EMPRESA	PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO				TRANSACCIONES DIARIAS	
		% 2.007	% 2.008	01/11/2007	15/07/2008	01/11/2007	15/07/2008
1	BANCO SANTANDER	17,17%	17,17%	854.732.246	1.190.181.613	6.462	8.898
2	TELEFONICA	16,28%	16,36%	810.444.741	1.134.020.280	7.059	9.410
3	BBVA	14,05%	13,11%	699.396.543	908.505.796	6.074	8.211
4	IBERDROLA RENOVABLES	0,00%	11,72%		812.661.978		9.884
5	ENDESA	9,40%	7,12%	468.155.150	493.329.783	4.418	3.413
6	IBERDROLA	5,41%	6,05%	269.156.772	419.134.852	3.613	5.805
7	REPSOL YPF	6,65%	4,50%	331.092.978	312.176.279	4.814	5.734
8	ALTADIS	2,56%	0,00%	127.421.893		2.179	
9	BANCO POPULAR	2,02%	1,81%	100.799.761	125.684.199	2.065	3.170
10	INDITEX	1,35%	1,62%	67.230.458	112.078.118	1.997	3.326

11	METROVACESA	1,08%	0,00%	53.983.391		1.046	
12	CRITERIA CAIXACORP	0,00%	1,53%		106.233.946		2.222
13	ACS	1,05%	1,29%	52.083.443	89.217.673	1.601	2.865
14	UNION FENOSA	0,91%	1,12%	45.096.797	77.398.131	1.361	2.527
15	GRUPO FERROVIAL	1,06%	0,95%	52.597.822	65.910.810	1.734	2.444
16	ACCIONA	0,72%	0,90%	35.869.076	62.621.495	1.161	1.994
17	GAS NATURAL	0,74%	0,89%	36.711.942	61.852.981	1.315	2.454
18	RED ELECTRICA DE ESP	0,86%	0,87%	42.572.952	60.243.318	1.233	1.869
19	GAMESA	0,73%	0,82%	36.292.788	57.161.252	1.703	2.911
20	ENAGAS	0,85%	0,80%	42.246.099	55.139.583	1.708	2.421
21	ACERINOX	0,84%	0,69%	41.654.096	48.099.707	1.730	2.647
22	BANCO DE SABADELL	0,97%	0,69%	48.499.516	47.957.241	1.667	1.672
23	ABERTIS	0,68%	0,69%	33.637.612	47.679.603	1.279	1.787
24	FCC	0,68%	0,66%	33.996.748	45.649.381	1.096	1.870
25	IBERIA	0,57%	0,64%	28.591.059	44.443.511	1.092	1.622
26	BANKINTER	0,68%	0,58%	33.883.029	40.362.423	2.274	2.429
27	GESTEVISION TELECINCO	0,53%	0,44%	26.518.752	30.343.220	1.310	2.062
28	CINTRA	0,46%	0,44%	23.002.615	30.212.103	1.418	1.897
29	SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE	0,52%	0,41%	25.995.604	28.638.169	1.640	1.795
30	JAZZTEL	0,52%	0,00%	25.988.379		1.469	
31	MAPFRE	0,52%	0,40%	25.825.305	27.544.900	1.676	1.767
32	BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES	0,41%	0,40%	20.206.385	27.401.227	814	1.455
33	INMOBILIARIA COLONIAL	0,44%	0,38%	22.093.366	26.010.907	989	1.231
34	AVANZIT	0,62%	0,36%	30.640.349	24.807.233	2.180	2.033
35	ASTROC MEDIT.	0,48%	0,00%	23.950.585		1.074	
36	SACYR VALLEHERMOSO	0,50%	0,35%	24.861.199	24.168.612	1.069	1.519
37	SOGECABLE	0,39%	0,00%	19.167.623		980	
38	INDRA SISTEMAS	0,39%	0,32%	19.358.888	21.889.521	1.181	1.600
39	AGUAS DE BARCELONA	0,28%	0,29%	13.956.470	19.788.359	773	905
40	BANCO ESPAOL DE CREDITO	0,34%	0,27%	16.939.878	19.025.430	849	1.071
41	GRIFOLS	0,24%	0,24%	12.115.011	16.948.830	632	1.368
42	NH HOTELES	0,28%	0,00%	13.876.524		704	
43	SEDA DE BARCELONA	0,26%	0,24%	12.914.736	16.447.694	905	1.059
44	REALIA BUSINESS	0,51%	0,23%	25.422.825	16.005.876	686	540
45	LABORATORIOS ALMIRALL	0,50%	0,23%	24.952.258	15.902.919	1.112	887
46	ABENGOA	0,24%	0,22%	11.726.348	15.167.180	1.020	1.148
47	ZELTIA	0,13%	0,21%	6.650.893	14.578.517	895	1.615
48	OBRASCON HUARTE LAIN	0,17%	0,20%	8.447.918	14.054.121	394	586
49	ANTENA 3	0,54%	0,20%	27.124.636	13.600.800	1.696	1.485
50	PROMOTORA DE INFORMACIONES	0,23%	0,18%	11.341.316	12.308.100	838	933
51	TECNICAS REUNIDAS	0,20%	0,16%	10.002.544	11.293.162	384	789
52	EBRO PULEVA	0,21%	0,15%	10.272.647	10.427.931	711	955
53	ERCROS	0,23%	0,00%	11.623.635		773	
54	SOL MELIA	0,19%	0,00%	9.611.224		448	
55	BANCO PASTOR	0,23%	0,13%	11.561.279	9.018.094	737	761
56	CORP.FINANCIERA ALBA	0,10%	0,12%	5.044.029	8.313.495	367	665

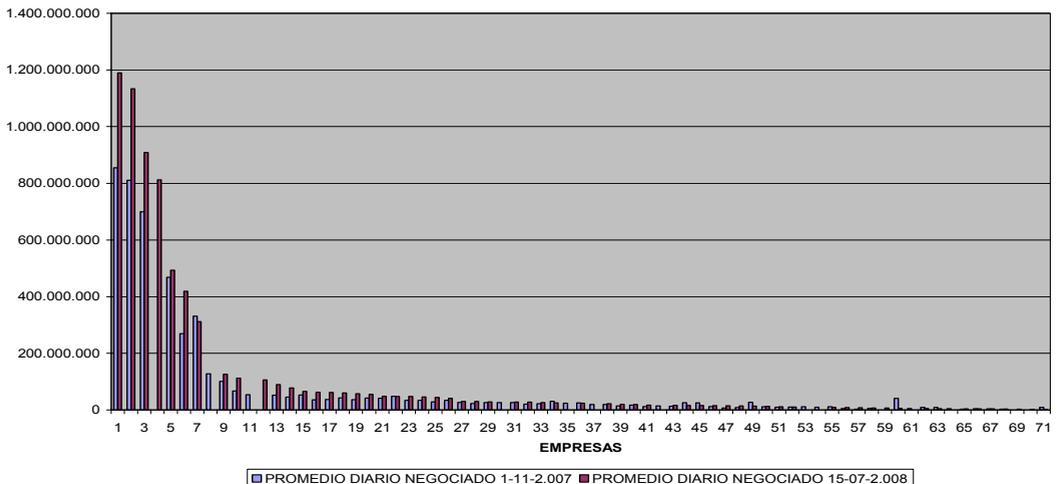
57	ZARDOYA OTIS	0,07%	0,11%	3.303.966	7.649.427	366	733
58	TUBACEX	0,12%	0,10%	5.932.330	6.771.300	626	733
59	ESPAÑOLA DE PETROLEOS	0,00%	0,10%		6.647.266		226
60	MARTINSA-FADESA,	0,81%	0,08%	40.537.200	5.739.728	786	146
61	RENTA CORP. REAL ESTATE	0,11%	0,00%	5.452.421		267	
62	FAES	0,18%	0,08%	8.820.644	5.447.737	1.058	727
63	ENCE	0,18%	0,07%	8.820.644	4.714.494	552	522
64	MIDESA	0,09%	0,00%	4.701.149		200	
65	CATALANA OCCIDENTE	0,06%	0,06%	2.869.061	4.303.697	269	373
66	SOS CUETARA	0,10%	0,06%	4.758.466	4.121.799	270	244
67	PROSEGUR	0,08%	0,06%	4.107.434	4.110.415	340	379
68	TUBOS REUNIDOS	0,06%	0,05%	2.885.922	3.457.888	356	491
69	VISCOFAN	0,00%	0,03%		2.365.526		265
70	BANCO DE VALENCIA	0,00%	0,03%		2.323.180		341
71	VOCENTO	0,18%	0,03%	8.929.743	2.115.990	560	224
		100,00%	100,00%	4.978.459.113	6.931.408.800		

Fuente: elaboración propia a partir de datos del CESR

El reflejo de esta situación se plasma en el gráfico 2, en el cual se observa que para casi todas las empresas líquidas el “promedio diario negociado a 15-07-2.008 supera al registrado a 1-11-2.007, lo que da una idea del buen ratio de liquidez en base a ese concepto.

GRAFICO 2

PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO



Fuente: elaboración propia a partir de datos del CESR

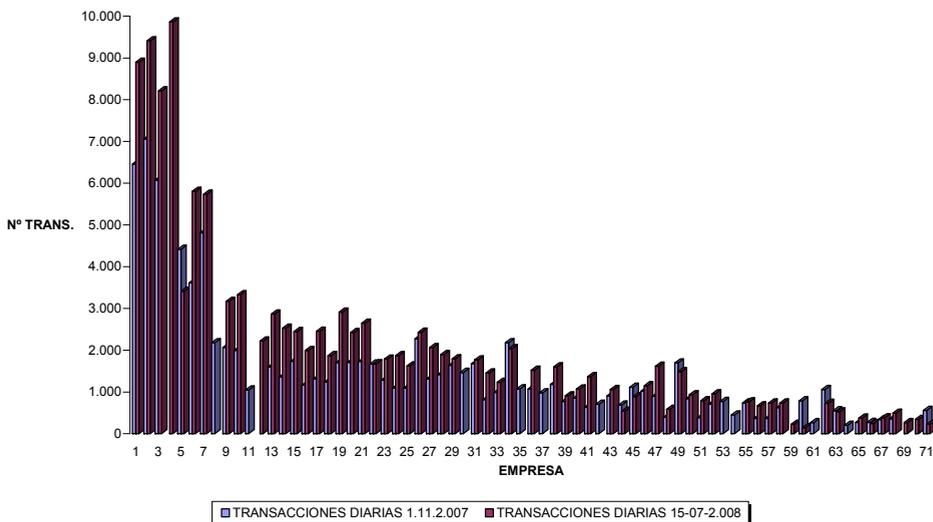
PROMEDIO DIARIO NEGOCIADO				
1-11-2.007	15-07-2,008	1-11-2.007	15-07-2,008	EMPRESA
17,17%	17,17%	854.732.246	1.190.181.613	BANCO SANTANDER
16,28%	16,36%	810.444.741	1.134.020.280	TELEFONICA
14,05%	13,11%	699.396.543	908.505.796	BBVA
0,00%	11,72%		812.661.978	IBERDROLA RENOVABLES
9,40%	7,12%	468.155.150	493.329.783	ENDESA
5,41%	6,05%	269.156.772	419.134.852	IBERDROLA
6,65%	4,50%	331.092.978	312.176.279	REPSOL YPF
68,96%		76,03%		

En esta tabla se refleja lo que también observamos en la representación gráfica: que sólo las 7 primeras empresas a 15-07-2.008 y las 6 primeras a 1-11-2.007 suponen el 76% y el 69% de lo negociado por la totalidad de las empresas consideradas líquidas, lo que da una idea clara del grado de concentración que existe en el mercado de valores español.

El otro parámetro considerado por MIFID para declarar a una empresa como “liquida” es el número de transacciones diarias, que viene a complementar al volumen de contratación (promedio diario negociado en euros) expresado en unidades de contratación. El CESR calcula este promedio dividiendo el número de operaciones anuales por el número de días de negociación. El resultado para el caso español en los dos periodos considerados es el siguiente:

GRAFICO 3

TRANSACCIONES DIARIAS



Observamos tanto en la tabla de datos como en el gráfico 3 que la condición de número mínimo de transacciones no la cumplen todas las empresas. En el primer periodo del estudio (Noviembre de 2.007), de las 66 empresas líquidas 11 realizan un número diario de transacciones inferior a 500, lo que supone un 16,66% del total. Las cifras para el periodo actual (15 de Julio de 2.008) son de 9 lo que supone un 14,75% sobre las 61 empresas líquidas para esa fecha. No obstante, y tal y como indicamos anteriormente la condición de líquida la obtiene una empresa que necesariamente tenga un capital flotante superior a 500 millones de euros pero de las dos condiciones siguientes (mínimo de promedio diario negociado y transacciones diarias) solo se le exige el cumplimiento de una de ellas.

Acciones líquidas

	01/11/07	15/07/2.008
ESPAÑA	66	61
RESTO DE EUROPA	873	1.004

El mercado español pasa de 66 a 61 acciones líquidas, lo que supone un decrecimiento del 7,58%. A nivel de la Unión Europea el comportamiento fue contrario al español, pues el número de acciones líquidas a 1 de Noviembre de 2007 era de 873 y a 15 de Julio de 2008 era de 1.004, significando un incremento del 15%. Por otro lado, y siguiendo utilizando datos del CESR, se comprueba que ha disminuido notablemente el número de empresas consideradas líquidas en relación con el total de empresas consideradas por el CESR (en base a este criterio), para el mercado español. En efecto, a 1-11-2.007, de las 179 empresas cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), 66 figuran como acciones líquidas en la base de datos publicada por el CESR en el último trimestre de 2007. A 15 -07-2.008 de las 192 empresas cotizadas en el SIBE, son 61 las que figuran en ese listado. Vemos pues que hemos pasado de un ratio del 36,87% a uno del 31,77% en Julio de 2.008. Este hecho viene a confirmar la situación económica en el contexto español.

Sin embargo, hay muchos argumentos de confianza en el horizonte, lo cual nos permite afirmar que España, tal y como viene haciéndolo en el pasado, y basándonos en el análisis efectuado en torno a la liquidez de las empresas españolas tras la MIFID, seguirá estando presente en la configuración del futuro global de los mercados desde una posición de competitividad, fiabilidad, transparencia y fortaleza.

CONCLUSIONES

- EL año 2007 ha sido crucial en el ámbito de la regulación de los mercados de valores europeos como consecuencia de la entrada en vigor de la Directiva a Directiva de mercados de instrumentos financieros (MIFID), “*Markets in Financial Instruments Directive*”. Se produce una modernización de los mercados de valores españoles para adaptarlos a las necesidades actuales. Para responder a estas nuevas necesidades, la ley reformada
 - amplía el catálogo de servicios de inversión que pueden prestar las entidades,
 - extiende la gama de instrumentos financieros negociables,
 - y reconoce distintos sistemas o métodos para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros.

- La complejidad del nuevo entorno plantea retos, exigencias y oportunidades para todos los participantes en los mercados. Las consecuencias, a la vez que retos, del nuevo entorno de negociación son
 - Negociación fragmentada
 - Se deberá establecer un régimen de transparencia adecuado
 - Se regulará la mejor ejecución de las órdenes.
 - Las autoridades supervisoras se enfrentan al reto de la gestión de la comunicación de operaciones.
- El nuevo entorno de la negociación de valores se caracteriza en suma por nuevos sistemas de negociación que compiten entre sí: Mercados Regulados (MR), Sistemas Multilaterales de Negociación (MTFs o SMN) y ESI que realizan internalización sistemática de operaciones. La evolución en el periodo de análisis (1-11-2.007/15-07-2.008) de los primeros a nivel español y europeo es prácticamente nula. Los segundos aparecen constantes en el caso español pero se incrementan en un 40% a nivel europeo. Los internalizadores sistemáticos experimentan a nivel europeo un incremento del 36%.
- La liquidez MIFID, coincide en gran medida con los criterios tradicionales de liquidez, ya que de las 61 empresas consideradas líquidas en el momento actual por el CESR, cabe reseñar que 35 se corresponden con las que conforman el Ibex 35, 17 al médium Cap y 5 al Small Cap, indicadores de liquidez de referencia en el mercado español. Las 4 compañías restantes pertenecen al Índice General de la Bolsa de Madrid.
- Del análisis efectuado en torno a la liquidez de las empresas españolas tras la MIFID podemos asegurar que España seguirá estando presente en la configuración del futuro global de los mercados desde una posición de competitividad, fiabilidad, transparencia y fortaleza.

BIBLIOGRAFIA

Anciano Carmen, 2007 Revista de Finanzas y Banca. Implicaciones de las MIFID en entidades y clientes disponible en:

<http://www.iberfinanzas.com/index.php/Articulos-actualidad/Implicaciones-de-MiFID-en-entidades-y-clientes.html>

Bolsa. Revista mensual de Bolsas y Mercados Españoles. Diciembre de 2.007. Nº 170

Comité Europeo de Reguladores (CESR), Disponible en: www.cesr-eu.org

Diario Oficial de la Unión Europea: Directiva 2006/49/CE

Diario Oficial de la Unión Europea: Reglamento Nº1287/2006

Nuevas Reglas de Juego para la Industria Financiera, Disponible en:

<http://200.41.56.79/DB/BBVC/EDOCS/2006/10/Contenido%20agos-sept2005.pdf>

Real Decreto 217/2008, de 15 de Febrero sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios disponible:

http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/rd217-2008.html.

Reforma de la Ley de Mercado de Valores Ley 24/1998 del 28 de Julio disponible en: <http://wwwa.bde.es>

VIDAL, Isabel, FRANCISCO, Paulo (2007). "As novas formas organizadas de negociação e os deveres de transparência", Auditório da CMVM, Lisboa.