

La segunda reforma bursátil en España. Hacia un mercado único de valores

CECILIO MORAL BELLO
Universidad Complutense de Madrid

Resumen: Este artículo recoge las novedades más significativas en la organización del Mercado de Valores en España que se van a producir con la entrada en vigor de la normativa de adaptación a la legislación comunitaria.

El Mercado de capitales español ha sufrido importantes modificaciones que se han traducido en un nuevo marco de actuación muy diferente al que tradicionalmente venía operando.

Ello puede suponer a futuro un impacto positivo sobre la financiación del sistema económico, que se valora en este trabajo. Además, estos cambios se inscriben dentro de un punto de referencia casi obligada y en un momento trascendente, el camino hacia la unificación monetaria. Puede concluirse en definitiva y sin temor a equivocación que el sector bursátil español ha sufrido una auténtica convulsión en los últimos nueve años y que se encuentra actualmente ante una segunda reforma con un conjunto de profundos cambios estructurales.

1. INTRODUCCIÓN

Un primer antecedente de cierta relevancia, del proceso de reforma de la Bolsa española, puede situarse en el Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, regulada por Orden de 4 de agosto de 1977¹. Once años después y aunque algo más próxima en el tiempo, también parece algo distante ya la

¹ Especial significación tienen las conclusiones del Informe de la Comisión, fueron publicadas por el Ministerio de Economía y Hacienda en el año 1978, siendo entonces Ministro de Economía Enrique Fuentes Quintana. Su difusión general fue considerada como del máximo interés.

promulgación de la Ley del Mercado de Valores² en 1988, que aceleró todo el mecanismo de reforma emprendido en 1977.

Y debe reconocerse que si la primera fecha supuso el inicio de la reforma bursátil, al menos desde el punto de vista de la necesaria mentalización de los agentes e instituciones intervinientes en el mercado, la segunda ha significado una auténtica innovación en los sistemas, organización y desarrollo del mercado de valores español. Y la misma ha venido acompañada de un importantísimo desarrollo legislativo que, aunque no finalizado completamente, se enfrenta de nuevo en la actualidad al reto de la implantación de la normativa comunitaria, que se materializa en la Directiva 93/22/CEE, relativa a los Servicios de Inversión, en el ámbito de los valores negociables, y en la Directiva 93/6/CEE de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación de capital de las empresas de inversión. Ambas Directivas constituyen las piezas básicas de la construcción del denominado Mercado Financiero Único y en concreto del Mercado Único de Valores.

La Comisión para el Estudio del Mercado de Valores profundizó en el análisis de la estructura y organización del mercado y denunció abundantes carencias. Resultaron especialmente significativas las relativas a la transparencia y flexibilidad del mercado, cuestiones estas de gran importancia, cara a la consecución del objetivo primordial de asegurar la eficiencia del mercado de valores español.

La mencionada eficacia se ha convertido en un recurso habitual entre los intervinientes en el mercado de valores, especialmente por parte de la autoridad bursátil, y convendría recordar que la eficiencia económica mide la utilización de *inputs* en términos de coste³, ya que a menudo la búsqueda de la eficiencia, se ha convertido en la práctica en un conjunto de conceptos considerados en bloque, entre los que se encuentran la transparencia, la operatividad, la diversificación de productos y el acceso a los mercados.

Con todo ello y de cualquier modo, el punto de obligada referencia para iniciar cualquier aproximación a la evolución reciente del sector bursátil español lo constituye la referida promulgación de la Ley del Mercado de Valores de 1988, que ha supuesto la entrada en vigor de un sistema de funcionamiento distinto al tradicionalmente observado en el mercado y el comienzo de un conjunto de novedades de evidente trascendencia.

Cabe señalar entre las mismas, el concepto de valores negociables, con la posibilidad de representación mediante anotaciones en cuenta, el sistema de organización del mercado, el nacimiento de un órgano específico de supervisión y control en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y de su correspondiente órgano asesor, el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CCCNMV), la aparición de *brokers* y *dealers* especia-

² La Ley del Mercado de Valores se promulgó el 31 de julio de 1988, aunque no entró en vigor hasta un año después, debido a su complejidad y al elevado número de innovaciones que suponía dentro del Sistema Financiero Español.

³ R. G. LIPSEY (1985), p. 223.

lizados⁴ con la denominación de Sociedades y Agencias de Valores y con distintos objetivos en el mercado y la concreción de una normativa específica y referente a la transparencia.

Asimismo son destacables el principio de libertad de emisión sin necesidad de autorización previa y la integración del mercado de la Deuda Pública del Estado. Por otro lado, se establece el marco general para las ofertas públicas de adquisición de valores, que también adquiere una importancia muy significativa.

Un paso igualmente significativo, es el relacionado con la novedad que recoge la Ley respecto de la posibilidad de incluir normas de conducta, basadas en las propuestas de la Unión Europea.

2. LA NORMATIVA COMUNITARIA Y SU ADAPTACIÓN AL CASO ESPAÑOL

En este contexto legislativo además, aparece la Normativa Comunitaria propuesta por las Directivas ya enunciadas, y algunas otras normas. Respecto del proceso de gestación de la Directiva 93/22 este se inició en el Tratado de Roma⁵. En el artículo 59 del Tratado, se incluye la libre circulación de servicios. También se recoge una referencia en el Acta Única Europea donde se establece un espacio sin fronteras interiores con libre circulación de personas, mercancías, servicios y capitales⁶.

Para la transformación mencionada se dictan la Directiva 93/22 de Servicios de Inversión y la Directiva 93/6/CEE, de 15 de marzo de 1993, sobre Adecuación de Capital de las Empresas de Inversión y de las Entidades de Crédito, así como la Segunda Directiva del Consejo de 15 de diciembre de 1989, para la Coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las Entidades de crédito y a su ejercicio.

Las ideas base de carácter general que presiden la normativa, son la libertad y el espíritu comunitario. La libertad se refiere al establecimiento y a la prestación de servicios. El Estado miembro de origen de la empresa de inversión debe autorizar su presencia y cuidar de la protección de los inversores y la estabilidad del sistema. La autorización formará parte de un sistema de reconocimiento mutuo que trata de posibilitar la misma, con carácter único y con validez en toda la UE. El Estado miembro de origen por su parte aplicará el principio de supervisión.

⁴ El sistema de funcionamiento anterior descansaba sobre la figura de los Agentes de Cambio y Bolsa. Se instauran brokers y dealers que sustituyen a los Agentes. En el momento de su transformación, existían 144 Agentes distribuidos físicamente en las cuatro Bolsas. En la Bolsa de Madrid 82, en la de Barcelona 35, en la de Bilbao 15 y en la de Valencia 12 Agentes.

⁵ En el Tratado de Roma de 1957, se crean la Comunidad Económica Europea (CEE) y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (EURATOM) y que supone el comienzo de la Unión Europea.

⁶ En el Artículo 8.A., se establece que «el mercado interior implicará un espacio sin fronteras interiores, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estará garantizada».

La protección de los inversores se constituye en uno de los objetivos básicos de la Directiva 93/22 y se materializa en las diversas categorías de los mismos. Por otro lado, debe destacarse la posibilidad que ofrece la Directiva a las entidades de crédito de que se puedan convertir en miembros de un mercado regulado directamente y sin tener que constituir una compañía especializada.

Parece desprenderse del texto de la Directiva, que la Comisión va a informar al Consejo antes de diciembre de 1998, de las repercusiones que ello puede traer consigo y en especial de los conflictos de interés y de la protección del inversor.

Y en ello, puede vislumbrar el observador que la idea que preside el desarrollo del mercado ha venido fundamentada por el empeño de dotar al mismo de un importante nivel de transparencia y eficiencia. El acortamiento de los plazos de compensación y liquidación, la especificación de los requisitos de cotización y de actuación en el mercado, la existencia de la ya aludida CNMV, el papel de las Sociedades Rectoras de las Bolsas y la creación de la figura del Defensor del Inversor, son algunos ejemplos de esta realidad.

Por lo que respecta a la acomodación al mercado de esta profusa normativa, se ha llevado a cabo con mayor o menor éxito a través de un amplio conjunto de disposiciones materializadas, desde 1988 y que se concentran en un importante número de Leyes, Reales Decretos, Ordenes y Circulares. Respecto de la propia Ley del Mercado de Valores, ésta ha sido modificada parcialmente por cinco Leyes y un Real Decreto y la normativa se ha producido sobre la base de ordenación de los mercados primarios y secundarios.

Debe destacarse el vasto número de normas que ha supuesto, además de un absoluto cambio en el marco jurídico, la necesidad de adaptación por parte de los intermediarios financieros y de todos los participantes en el mercado. En total, se trata de un conjunto de 105 normas de nueva implantación, lo que evidentemente ha producido algunos problemas de acomodación.

Además del anteriormente expuesto desarrollo legislativo, no debe olvidarse toda aquella normativa que contiene puntos de referencia bursátil, como puede ser la correspondiente al blanqueo de capitales⁷.

3. EVALUACIÓN DEL CAMBIO OPERADO

El cambio puede ser calificado de amplio en su extensión, y de profundo en su contenido. Y una modificación de estas características resulta compleja y de efectos imprevisibles ya que no existía ningún tipo de posible experiencia aplicable en su momento. Y aunque en el terreno internacional sí se han producido actuaciones de gran relieve en este campo, como el caso del BIG-BANG⁸ inglés, no puede

⁷ La norma más importante al respecto, es la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre Determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

⁸ El denominado Big Bang inglés, proceso de reforma de la Bolsa inglesa, supuso el punto de partida para el cambio de la organización bursátil en toda Europa.

CUADRO I
Desarrollo legislativo del Mercado de Valores

	Leyes	Reales Decretos	Decretos	Órdenes	Circulares	Normas Técnicas	Resoluciones
Mercado Secundario		15	2	12	7	1	
Sociedades y Agencias de Valores	1	2		3	7		
Anotaciones en Cuenta		3		8	1		2
Opciones y Futuros		1		3	1		1
CNMV		1			2		
Mercado Primario		1		3			
Mercados Secundarios No Oficiales				2			
Normas de Conducta		1					
Supervisión, Inspección y Sanción	1						
Instituciones de Inversión Colectiva	3	2		8	5		
Mercado Hipotecario	1	2		3			

Elaborado a partir de la normativa publicada sobre el sector bursátil.

efectuarse ningún paralelismo con el caso español ya que sus características propias eran claramente diferenciales.

Un primer aspecto a destacar es que, el conjunto de agentes económicos que actuaban en el momento de operarse la reforma en el mercado, se han tenido que acomodar a la nueva situación sin poder plantear especiales contrapartidas y puede afirmarse que, en gran medida se ha observado la espontánea colaboración de los diferentes estamentos implicados y desde luego y especialmente se ha podido comprobar el excelente nivel del trabajo realizado con anterioridad a la reforma y que ha permitido un puente sin rupturas. En él han colaborado todas las unidades económicas afectadas, poniendo en este empeño su experiencia y una voluntad práctica de evolución y de adaptación a los tiempos modernos en orden a conseguir la mejor eficacia en el proceso de asignación de recursos en la financiación vía mercado de capitales, que asegura el mercado bursátil.

Puede hablarse así, de una transformación artificial, de una organización de mercado en otra, basada exclusivamente en criterios de acomodación a nuevas tendencias internacionales y legislativas tanto de la UE como de España.

En este entorno, se presenta el mercado bursátil, conformando su oferta y demanda, según las reglas del mercado. Para Fischer, Dornbusch y Schmalensee (p. 444), se pueden apreciar dos concepciones básicas de la bolsa de valores; una es la de un casino, otra es la teoría de los mercados eficientes.

El esfuerzo de la autoridad económica de la UE, se dirige a evitar el primero y fomentar el segundo.

El mercado bursátil se comporta como un mercado eficiente a nivel internacional y aunque el mercado secundario actúa en ocasiones produciendo grandes sobresaltos, el esfuerzo de la legislación internacional y el trabajo de las autoridades supervisoras, se encamina hacia la construcción de un modelo eficiente.

4. LA ADAPTACIÓN ESPAÑOLA A LA LEGISLACIÓN COMUNITARIA

4.1. La situación del proceso de adaptación

En base a lo anterior, puede afirmarse que en el caso español, el mercado se ha dirigido por imperativos legales hacia un modelo basado en la transparencia, agilidad de las operaciones y aseguramiento de la solvencia. Este tipo de proceso corre el riesgo de no resultar homogéneo, y de centrarse sobre algunos aspectos de manera más decidida que sobre otros. Esta es una característica, objeto de virulentas críticas, por algunos actuantes en el mercado español, ya que argumentan que las reformas se llevan a cabo con extraordinaria agilidad y pulcritud. El proceso merece un análisis más profundo que indudablemente excede del objeto y contenido de este artículo, pero en los casos de asimilación a modelos con mayor grado de desarrollo económico y social, el esfuerzo de adaptación implica importantes cambios y grandes sacrificios, y suele producirse el fenómeno mencionado. También el problema se correlaciona con el sistema político imperante e incluso con la personalidad de los responsables que impulsan el proyecto.

Sin embargo dos cuestiones alteran el inicial planteamiento gubernamental. De un lado, la evolución imparable de los mercados a la búsqueda de negocio e identidad propia. De otro, el desarrollo de los planes de la UE, que al igual que en el terreno político impone en este campo un patrón de comportamiento con escasas oportunidades de réplica para los agentes que intervienen en el mercado.

Hay que señalar también, que el mercado único de valores que pretende la UE no es un mercado que englobe a todos los demás y se convierta en el mercado de valores de Europa, sino que la idea se basa en las existencia de mercados nacionales en donde los actuantes puedan operar con práctica total libertad, mediante el llamado pasaporte comunitario o licencia y bajo la supervisión de las autoridades locales de cada país.

Este proyecto entró en vigor el primero de enero de 1996⁹ y en este momento, el Sector se enfrenta al diseño de la inevitable reforma de la Ley del Mercado de Valores¹⁰.

Antes de entrar en el obligado examen del proyecto, conviene realizar una precisión sobre otra cuestión que aparece en este entorno y que resulta muy interesante y significativa. Se refiere a los órganos que legislan y a los que representan y negocian a los países de la UE en el seno de la misma. Estos vienen actuando

⁹ La directiva 93/22/CEE en su artículo 31, dispone que los Estados miembros vienen obligados a adoptar las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas precisas para que el 1 de julio de 1995, se produjera el cumplimiento de lo establecido en la norma. Además, la entrada en vigor de las disposiciones debería producirse no más tarde del 31 de diciembre de 1995.

¹⁰ En la actualidad existe un Proyecto de Ley como Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que se encontraba en el Congreso de los Diputados antes de la convocatoria de Elecciones Generales de marzo de 1996. Como consecuencia de la disolución de las Cámaras, no ha podido aprobarse aún el mencionado Proyecto de Ley.

con un criterio administrativo y alejado a menudo de la realidad de los sectores, y por ello, olvidan habitualmente situarse más cerca de los problemas puntuales y del trabajo día a día que los representados desarrollan.

Actúan con motivaciones técnicas y políticas y lejanos a las pretensiones de los agentes que intervienen en los mercados. Después evidentemente se produce la negociación que se materializa en unos acuerdos concretos ¹¹.

La primera cuestión apuntada anteriormente, se traduce en una necesaria acomodación a las novedades que van surgiendo en el mercado. La segunda plantea atractivas interrogantes siempre derivadas de la transposición de la normativa emanada de las Directivas del Consejo de la UE y la tercera supone que algunas materias tengan necesariamente que volver a ser abordadas de manera inmediata.

Además y de cualquier forma, la estructura de funcionamiento mencionada, se traduce en negociaciones de larga duración, ya que el consenso con las partes implicadas supone mucho tiempo de trabajo.

4.2. Aspectos destacados de la adaptación

Prescindiendo de entrar en profundidad en este momento, en el análisis de una normativa que merece un estudio comparado pormenorizado, tanto a nivel interno con la legislación existente, como con el resto de países de la UE, especialmente desde una óptica jurídica, cabe señalar que el criterio de libertad de actuaciones que preside la política comunitaria comienza a afectar y de manera importante a los mercados de valores y a la mecánica operativa de adaptación, que tradicionalmente en otras áreas de la economía se ha venido acometiendo con grandes cautelas y que en el terreno bursátil se ha llevado a cabo con evidente celeridad en el caso español.

Así, y en este orden de cosas, se asiste desde un punto de vista normativo, a la práctica desaparición de las fronteras para las actuaciones de los intermediarios y a la libertad de establecimiento de los mercados, a la vigilancia de la transparencia de los mismos, a un diferente cometido de los órganos supervisores, entre ellos el de la CNMV, a una regulación más estrecha desde el punto de vista de actuación ética, a una mayor agilización de los sistemas de liquidación y a la irrupción de la banca como actor directo en el mercado de valores.

Al igual que en tantas otras cuestiones la UE ha plasmado sus decisiones a través de una Directiva, en este caso la Directiva 93/22. En ella se ha determinado

¹¹ Esta reflexión puede constituir un punto de estudio a nivel internacional. Las implicaciones futuras de las negociaciones que se establecen en organismos supranacionales se traducen en un marco de actuación que deberá ser observado durante años y que afecta a capas de la sociedad muy variadas. Sabido es que las directrices de las mismas se mueven en un sentido determinado pero la concreción de las mismas debe materializarse generalmente en la UE, en fórmulas aceptadas por todos los socios. Esto conlleva a tener que negociar cada aspecto concreto por parte de los funcionarios encargados dentro de una filosofía, de un conocimiento de los problemas y de una posición fuerte o débil.

cómo tienen que funcionar los mercados y los agentes que intervienen en el mercado de capitales y por ello las unidades económicas españolas afectadas deberán realizar el segundo esfuerzo de acomodación.

Este segundo esfuerzo va a situar a las Sociedades y Agencias en un régimen abierto y de competencia ante la mirada de la autoridad económica, que observa desde una localidad preferente el proceso. Se pasa así, de un sistema controlado, dirigido y vigilado por entidades delegadas del Estado, a una libertad absoluta de mercado.

No pueden olvidarse que los usos y hábitos del negocio europeo también se, irán imponiendo paulatinamente y que las fronteras internas en la UE van desapareciendo por filosofía conjunta en todos los órdenes y en especial, al menos en teoría, en materia de acceso a los mercados y que la Bolsa tendrá que liberalizar la entrada en el mercado tanto de Empresas Bursátiles como de Bancos de la UE.

El papel de las entidades crediticias en los mercados bursátiles se realizará sin cortapisas, y desde 1996 funcionará en toda la UE, salvo en Grecia, Portugal y España, en donde el acontecimiento se producirá en el año 2000.

Puede afirmarse, por otra parte, que la acomodación del mercado bursátil español a la legislación comunitaria, se ha dirigido con especial cuidado y atención a la óptica del inversionista. Las Sociedades y Agencias de Valores, sin embargo, han asumido una tasa de riesgo empresarial, hoy por hoy dudosamente rentable ¹².

Las empresas han acometido el negocio con el conocimiento y la experiencia en el mercado conseguida a través de una actuación profesional durante décadas y han debido soportar los costes producidos de la adaptación. El primero ha venido impuesto por la modernización de los sistemas de trabajo y se ha traducido en fuertes inversiones, especialmente informáticas. El segundo, se ha debido a la especial herencia laboral del anterior sistema bursátil, impuesta por la Ley mediante un mecanismo de garantía de los puestos laborales denominado sucesión de empresas. Con todo ello, se trataba de asegurar la consecución del objetivo económico-social: la viabilidad de las operaciones en el mercado de valores, que garantiza la financiación de una parte importante de la economía española ¹³.

¹² La Rentabilidad Media sobre Fondos Propios de las Sociedades y Agencias entre 1989 y 1995, ha evolucionado de la forma siguiente:

	1989	1995	OC-1996
Sociedades	35%	25,8%	22,7%
Agencias	74%	7,5	26,1%

Fuente: CNMV.

¹³ Quizás convenga ahora reflexionar nuevamente sobre los sistemas de implantación por parte de la administración, de las reformas con un sentido profundo y literal. La acción no se encuentra exenta de riesgo, y el sector afectado observa los cambios con cautela.

Emisiones en 1995¹⁴
(importes en miles de millones de pesetas efectivas)

Emisiones	2.300,2
Ampliaciones de capital	151,6
Renta fija	2.142,5
Warrants	6,1
OPV	262,1
Total	2.562,3

Fuente: CNMV.

Respecto al caso que nos ocupa, los aspectos más destacados del proceso, se inician con los requisitos para operar en España, con un mercado acomodado a su economía, y que han venido resultando mucho más rígidos que en otras economías¹⁵.

La idea de la Directiva de Inversión sobre Sociedades se basa en gran medida en la protección de los inversores y en la estabilidad del Sistema Financiero.

Otros aspectos relevantes, se refieren a la creación por parte de las empresas de origen, de sucursales y la posible prestación libre de servicios en otros Estados miembros, a la garantía del reconocimiento mutuo de las autorizaciones y sistemas de supervisión, a la presentación de normas de coordinación, al establecimiento de un marco común de supervisión de riesgos de mercado, a la instauración del principio de que aunque los operadores no tengan los requisitos mínimos podrán seguir ejerciendo su actividad, a la armonización de las normas vigentes de supervisión, al establecimiento de igualdad de trato a las Sociedades para que compitan en el mercado y al ajuste de la legislación a las novedades surgidas en el desarrollo de los mercados.

El criterio de autorización para ejercer la actividad se basa en un aspecto espacial. A las empresas las autoriza a operar el Estado en donde se encuentre el domicilio social.

Por tanto, las menores exigencias de capital son una realidad y la libertad de establecimiento y actuación su fórmula operativa.

Las autorizaciones, según la Directiva, las emitirán los Estados miembros de origen de las empresas y se mantiene el objetivo de protección a los inversores y de los derechos de propiedad. La filosofía de este planteamiento radica en la igualdad, la libertad de creación de Sociedades y la prestación de servicios.

También conviene hacer una breve alusión a la actuación bancaria. Ha venido extendiéndose una viva polémica en cuanto al papel de la banca en el entorno bur-

¹⁴ Último dato oficial disponible.

¹⁵ De hecho, la UE articula menores requisitos en el futuro. Durante algún tiempo, han venido existiendo diferentes criterios sobre la solvencia de las entidades entre nuestras autoridades y las autoridades comunitarias. Los vigentes en el sistema español, resultan excesivamente elevados en el entorno comunitario. Los requisitos para las cifras de capital inicial son de 125.000 Ecus y podrían ir desde 50.000 Ecus a 730.000 Ecus.

sátil. Los bancos pretenden, en algunos países, basar en su solvencia o tamaño su razón para operar en el mercado de valores de manera directa, sin asumir fórmulas especiales.

La Directiva permite que los bancos actúen directamente, aunque de hecho las propias entidades crediticias suelen intervenir a través de Sociedades especializadas ya que la bolsa no forma parte de su negocio tradicional. Tal es el carácter de libertad que se imprime al proyecto. Por ello, la contestación está servida.

En este punto, pueden encontrarse dos corrientes de opinión dispar. En primer lugar los que propugnan la libertad sin cortapisas ni fronteras. Para ellos, la banca puede actuar directamente y también cualquier otro intermediario interesado. Para otros, se trata de una innovación de consecuencias imprevisibles y que podría muy bien extenderse a todos los mercados financieros y a todos los productos, y no solo al mercado de capitales y que plantea algunas cuestiones de delimitación dudosa, como la supervisión del mercado ¹⁶.

4.3. Contenido de la Directiva

El contenido global de la Directiva, se encuentra integrado por tres partes bien diferenciadas.

En el título I quedan claramente definidos los conceptos de servicios y empresas de inversión, así como de entidades de crédito. Se precisan los conceptos de valores negociables, instrumentos del mercado monetario, Estado miembro del origen y de la acogida, sucursal, autoridad competente, participación significativa, empresa nativa, filial y mercado regulado entre otros ¹⁷.

Asimismo, se incluye también en este título el régimen de aplicación de la Directiva.

Quizás convenga destacar que la Directiva se aplica a las empresas de inversión, con un régimen especial para las entidades de crédito y también que existen una serie de unidades económicas a las que no se aplicará la Directiva como son las empresas de seguros por ejemplo, los bancos centrales de los Estados miembros, los órganos de inversión colectiva o los negociadores de materias primas.

Las condiciones de acceso a la actividad, se recogen en el título II. La filosofía del sistema consiste en que recae sobre cada Estado miembro la autorización de acceso a la actividad ¹⁸ la recepción y transmisión de órdenes, por cuenta de los

¹⁶ En este orden de cosas y dentro de la libertad de actuación de la UE, puede reflexionarse sobre la posibilidad de acceso a determinadas actividades financieras por parte de agentes económicos que no tienen la denominación bancaria.

¹⁷ La Directiva clasifica los mercados en mercados regulados y mercados no regulados. Un mercado regulado cumple unas exigencias de organización, funcionamiento, admisión de instrumentos a negociación, publicidad y transparencia.

¹⁸ El regulado en la Directiva 93/6/CEE en función de las peculiaridades del servicio de inversión de que se trate.

inversores, la ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros, la negociación por cuenta propia, la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores y el aseguramiento, en relación con las emisiones.

La autorización también puede abarcar a servicios que se denominan auxiliares y entre los que se pueden señalar: La custodia y administración, el alquiler de cajas de seguridad, la concesión de créditos o de préstamos a inversores, el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas, los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento, el asesoramiento sobre inversiones y el servicio de cambio cuando dicho servicio esté relacionado con la prestación de servicios de inversión.

Se exige entre otros aspectos, para que pueda concederse una autorización, que las empresas de inversión sean personas jurídicas (aunque se permite en algunos casos la actuación de personas físicas) que tengan un capital inicial suficiente.

El Estado miembro siempre es soberano a la hora de conceder y de retirar la autorización de operatividad a una empresa de inversión y en caso de una mayor intervención, podría retrasar seis meses la concesión de la misma.

Las causas para retirar la autorización son siempre particularmente graves o de simple dejación de prestación de servicios.

Existe sin embargo la posibilidad de que una autoridad deniegue una autorización si considera que los accionistas o socios de una empresa de inversión no son los idóneos para garantizar una correcta y prudente gestión de la empresa.

Otro aspecto destacado de la Directiva hace referencia a la imposibilidad de efectuar un trato más favorable a las sucursales de las empresas de inversión que tengan su domicilio social fuera de la Comunidad.

Se establece también un aspecto importante en el régimen de concesión de autorizaciones y es el referente a las filiales de empresas autorizadas en otros Estados miembros.

Se instaura por otra parte en la Comisión un control de autorizaciones y adquisiciones de participaciones¹⁹.

La Comisión, va a ser especialmente cuidadosa con el control del trato concedido a las empresas de inversión comunitarias en países terceros, llegando incluso a que, cuando la misma compruebe que estos no conceden a las empresas de inversión comunitarias un acceso efectivo al mercado en condiciones similares a las que la Comunidad haya concedido a las empresas de los países referenciados, se podrán realizar propuestas pendientes a subsanar las deficiencias y entablar las negociaciones que sean necesarias para remediar tal situación.

Se regula, también, el régimen de supervisión que resulta de gran trascendencia en el nuevo marco de actuación, ya que exige una adecuada sintonía entre las autoridades responsables de todos los países comprometidos.

¹⁹ En este capítulo, se incluye la obligatoriedad de comunicación a las autoridades, al menos una vez al año, de la identidad de socios, accionistas y participaciones cualificadas.

Los Estados miembros vienen obligados a derogar cualquier normativa que limite o impida a las empresas de inversión acceder a la categoría de miembro de los mercados regulados en los Estados de acogida.

Esta posibilidad puede conseguirse bien directamente creando una sucursal en el Estado en donde se va a operar o bien indirectamente a través de la creación de una filial.

La Directiva ha concedido a España (junto con Grecia y Portugal) la facilidad de prolongar hasta el año 2000²⁰ de que apliquen una legislación que sólo autorice a las entidades de crédito a ser miembros de un mercado regulado o acceder al mismo a través de una filial especializada²¹.

Antes del 31 de diciembre de 1996 se debería publicar un informe con la relación de mercados regulados de acuerdo con su legislación, así como de la normativa que los afecta²².

Por lo que respecta al régimen de supervisión, control y sanción, es el mismo para los operadores nacionales que para los implantados, y corresponderá a la autoridad responsable designada por el Estado miembro. La responsabilidad de supervisar la solvencia financiera de las empresas de inversión, en aplicación de la Directiva 93/6/CEE, recae sobre las autoridades competentes de su Estado miembro de origen.

Un capítulo destacado y sin duda de gran importancia es el referente a las normas prudenciales y de conducta. El secreto profesional afecta a aquellas personas que están al servicio de la autoridad, a los auditores y a los expertos.

Los Estados miembros han de establecer las normas para garantizar que las empresas de inversión cuentan con una adecuada organización administrativa y contable incluidos los procedimientos de control a nivel interno, de proteger los derechos de propiedad de los inversores cuidando tanto de la insolvencia de la empresa como de las operaciones que las empresas realicen por cuenta propia sin consentimiento de los propios inversores.

Las normas de conducta que figuran en la Directiva tienen el carácter de móviles y se refieren a la defensa de los intereses de los clientes y a la propia integridad del mercado. Además se establece la obligatoriedad por parte de las empresas de inversión de informar de la situación financiera de los clientes y los objetivos que pretenden.

Un último aspecto se refiere a la evitación de los conflictos de interés y a la indicación a los inversores de los fondos de garantía y de cobertura garantizada en cada tipo de operación por contra la probabilidad de que no exista sistema alguno de indemnización previsto.

²⁰ Concretamente la fecha es el 31 de diciembre de 1999.

²¹ Debe precisarse que para operar en un mercado regulado puede no ser imprescindible mantener una presencia física en el Estado correspondiente y que todo dependerá de la normativa del Estado receptor.

²² Esta cuestión quedará resuelta en próximas fechas.

4.4. Evaluación de la normativa comunitaria

Tras éste breve análisis, y aún a riesgo de realizar una simplificación sobre un tema evidentemente de gran amplitud, puede analizarse el cambio que supone la entrada en vigor de las Directivas Comunitarias sobre Servicios de Inversión y Adecuación de Capital, sobre el actual mercado de valores en España.

La valoración resulta en sí misma compleja, pero debe señalarse al menos que los intermediarios abandonan inicialmente el status quo operativo que han venido disfrutando, y que la propia autoridad, la CNMV, cambia su ámbito de actuación, especialmente sobre las sucursales de la sociedades de inversión españolas que se implanten en países de la UE²³.

También los intermediarios bursátiles sufren una alteración de su status actual con la entrada de las entidades crediticias (de forma directa) y de las compañías de gestión de cartera, lo que afecta sin duda a la filosofía imperante hasta ahora y permite el acceso a entidades con dudosa cultura en el ámbito de la operativa bursátil española, aparentemente.

Estos cambios deben inscribirse en un ámbito de libertad y supresión de fronteras. La condición de acceso al mercado incluso sin presencia física y operaciones abiertas tanto de residentes como no residentes son una buena prueba de ello.

Y existen algunos puntos de necesaria vigilancia con especial precaución como son el control de las operaciones y su supervisión, es decir, precios, volúmenes negociados y condiciones en general en que se han desarrollado las operaciones.

5. EL PROYECTO DE LEY SOBRE REFORMA DE LA LEY 24/1988

Como consecuencia de la Directiva, se ha elaborado por parte española, el ya mencionado Proyecto de Ley sobre Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Recoge el Proyecto la idea básica de armonización de las condiciones de autorización y ejercicio de la actividad bursátil bajo la óptica del pasaporte comunitario o licencia única.

El control queda como responsabilidad del Estado de origen de las empresas²⁴, y las normas de conducta son competencia del Estado en que se desarrollan²⁵ y la libertad de acceso al mercado, posibilita también la incorporación a los sistemas de compensación y liquidación.

²³ Aunque el espíritu de la Directiva supone una estrecha colaboración entre las autoridades responsables de la supervisión del mercado. Directiva 93/22/CEE, (23,2).

²⁴ Principio del Home Country.

²⁵ Principio del Host Country.

Se establece la posibilidad, como derecho, de que cualquier empresa de servicios de inversión acceda a la actividad como miembro²⁶.

La Ley actualiza la relación de activos financieros regulados, extendiéndola a las operaciones que han alcanzado un uso común en los últimos años como son los futuros y opciones, los fras y los swaps.

Por otro lado se introducen cambios en la regulación de los mercados opcionales y se elimina la distinción entre mercados organizados oficiales y no oficiales²⁷

Por otra parte se modifican algunas materias referentes a la admisión y exclusión de valores en la negociación.

En el Proyecto cobra especial significación el reconocimiento del denominado pasaporte comunitario. El nuevo estatuto de funcionamiento supone, entre otras cosas, la posibilidad de que las entidades de crédito accedan directamente a la actividad bursátil sin necesidad de la fórmula específica de una sociedad de valores.

Referente a este tema²⁸, la adaptación de la Directiva se materializa mediante una nueva redacción al artículo 37 de la Ley vigente, admitiendo que las Empresas de Servicios de Inversión y las entidades de crédito de Estados de la UE, puedan adquirir la categoría de miembros de los mercados secundarios. Asimismo, los mencionados mediadores bursátiles que pertenezcan a Estados que no sean miembros de la UE, podrían, bajo determinados supuestos, adquirir también la condición de miembros de los mercados secundarios.

La consecución de esta categoría requiere la admisión formal por parte de las Sociedades Rectoras de las Bolsas y el compromiso de cumplimiento de las reglas de organización, funcionamiento, compensación y liquidación.

Preside una parte importante del Proyecto la idea de la protección a los inversores a través de los contratos establecidos sobre los operadores por parte de los órganos rectores y de supervisión del mercado.

La Ley introduce cambios también en el Mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta, estimulando un mayor ámbito de negociación y otras singularidades del Proyecto son la equiparación de las entidades de crédito a las empresas de Servicios de Inversión, posibilitando su operatividad en los mercados.

Finalmente, se regula el denominado Fondo de Garantía de Inversiones, que constituye una auténtica novedad en el Sistema Financiero Español.

Se trata en definitiva de una adaptación de la mencionada Directiva al marco legislativo español que implica, desde el punto de vista legislativo, la elaboración

²⁶ Esto incluye la adhesión al sistema de compensación y liquidación.

²⁷ La regulación proviene del año 1990 y pretende dar acogida al mercado de la AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros). Se trata de un mercado mayorista nacido en el ámbito bancario.

²⁸ Durante algunos momentos de proceso de adaptación, se han dejado oír opiniones sobre ello, ya que causa una profunda inquietud entre los actuales miembros del mercado bursátil.

Miembros del Mercado

	1989				1996			
	Sociedades	Agencias	Agentes individuales	Total	Sociedades	Agencias	Agentes individuales	Total
Madrid	34	16	1	51	31	10	0	41
Barcelona	17	10	1	28	14	5	0	19
Bilbao	7	3	-	10	7	1	0	8
Valencia	5	2	-	7	5	1	0	6
Total	63	31	2	96	57	17	0	74

Fuente: CNMV.

de un texto refundido con la ley 24/1988, de 28 de julio, donde además se incorporarán otras normas²⁹.

Por lo que respecta al mercado, el proceso de evolución puede observarse bajo la óptica del número de intermediarios actuantes en el mismo y de los resultados del conjunto.

Con referencia al número de miembros del mercado, el desarrollo observado a lo largo de los últimos ejercicios, supone la desaparición del 17% de los mismos. Sobre un total de 96 miembros del Mercado en 1989, solo continúan con su actividad 80.

Por lo que respecta a los resultados de las operaciones en el mercado, los beneficios después de impuestos han crecido un 21% en cinco años, lo que ofrece una idea de las dificultades del Sector para obtener tasas crecientes de rentabilidad.

Resultados de las Casas de Bolsa Española³⁰
(Importe en millones de pesetas)

	1990	1995	Oct. 1996 31
Margen ordinario	49.958	68.356	62.684
Margen de explotación	14.545	23.187	25.430
Resultados después de impuestos	10.593	12.821	23.754

Fuente: CNMV.

²⁹ El artículo 15 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, el artículo 13 de la Ley 22/1993, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, de reforma del régimen jurídico de la función pública y de la protección por desempleo y, las disposiciones adicionales quinta y séptima de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

³⁰ A pesar de que la Reforma opera desde 1989, los datos del mencionado ejercicio no son fiables ni homogéneos, por lo que no deben de utilizarse cuando se pretende una información exacta. Se incluyen los últimos datos publicados al cierre de este trabajo.

³¹ Último dato disponible al cierre de este trabajo.

6. UNA EVALUACIÓN FINAL

En definitiva, se ha producido un cambio muy trascendente en el panorama del sector bursátil español en la actualidad. Tras la primera reforma del mercado, ocurrida en 1988, el sector se enfrenta ahora a nuevos cambios que van a tener una gran importancia en el futuro de las que ya pueden denominarse casas de valores³². Esta transformación se produce tanto desde el punto de vista de su papel en el mercado financiero como de la rentabilidad de negocio.

El posicionamiento de los agentes intervinientes en el mercado, de cara a los próximos acontecimientos, es fundamental para afrontar con éxito un mercado sin fronteras a nivel de la UE y un cambio en la orientación de la filosofía del negocio.

Conviven en el sector sociedades vinculadas a entidades bancarias grandes, medianas y pequeñas, a cajas de ahorro, a sociedades extranjeras y a multinacionales y compañías no vinculadas a entidades financieras. Se ha operado así una importante transformación que reemplaza a los históricos agentes de cambio y bolsa por un sistema abierto a todo un conjunto de intermediarios, tanto nacionales como internacionales.

Esto se acompaña de dos aspectos de gran significación. El primero consiste en que el mercado se presenta como un mercado sin fronteras en el seno de la UE. Los operadores pueden trabajar con muy pocas restricciones en todos los países. El segundo se refiere a la necesidad de afrontar esta etapa con unos requisitos concretos de productividad, transparencia y eficacia.

Por su parte, desde el punto de vista de mercado, las operaciones internacionales parecen tener un buen refugio en las grandes compañías extranjeras y cierta clientela nacional permanece cautiva en entidades ya tradicionales.

El negocio, no sólo comprende las operaciones de mediación bursátil, sino que ofrece grandes áreas de comercio en las operaciones de introducción a los mercados y en actividades relacionadas con la colocación. Los servicios, tales como la gestión y asesoramiento, constituyen también, una parte importante del negocio. Consecuencia de ello y de lo anteriormente expuesto, es la consolidación de un mercado ágil que pretende la financiación empresarial en mayor medida cada vez. Las condiciones resultan ahora más positivas.

Sin embargo, una deficiencia ya histórica en el sistema económico, permanece aún sin resolver y su continuidad parece vislumbrarse claramente. Se trata de la financiación de las pequeñas y medianas empresas que hasta el momento no ha encontrado un espacio adecuado en el mercado de capitales, viéndose abocada a descansar sobre la financiación bancaria, lo que provoca algunas rigideces y dependencias en la estructura financiera empresarial española.

Otros retos que deberán superarse se refieren a la eficacia de los procesos de compensación y liquidación, que hoy por hoy se plantean como un requisito competitivo, pero con algunas técnicas que impiden la celeridad pretendida por

³² Esta denominación abarca tanto a las Sociedades de Valores como a los Agencias y comienza a utilizarse como expresión de referencia a este grupo de unidades económicas financieras.

los responsables del mecanismo, la supervisión de los mercados dentro de una filosofía técnica, independiente e internacional y la dispersión interna de la organización de los mercados que atiende más a criterios políticos que a un diseño eficaz.

Finalmente, cabe señalar la conveniencia de mantener una estrecha vigilancia de la evolución del nuevo Proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Valores y de su posible desarrollo, para evaluar el impacto de una industria sometida a constantes cambios en los últimos nueve años y cuya relevancia nadie duda en la financiación de la economía española.

La apertura de los mercados y una nueva dimensión de la competencia, provocará importantes cambios. Algunos parecen ya observarse y se dirigen en la línea de una posible pérdida de la tradicional influencia de los miembros de las bolsas, el protagonismo de los grandes inversores institucionales y el proceso de rebaja constante de los ingresos de intermediación, con su impacto sobre las cuentas de resultados. Este punto supone también la aparición de sistemas alternativos de contratación dentro de un sistema de organización bursátil que se caracteriza por facilitar el acceso a los mercados de una manera ágil y más abierta, ampliar la gama de productos ofrecidos y proporcionar sistemas de negociación cada vez con menor coste³³.

BIBLIOGRAFÍA

- Directiva 79/279/CEE* del Consejo de 5 de marzo de 1979, sobre Coordinación de las Condiciones de Admisión de Valores Mobiliarios a Cotización Oficial en una Bolsa de Valores.
- Directiva 88/361/CEE* del Consejo, de 24 de junio de 1988, para la Aplicación del Artículo 67 del Tratado CEE.
- Directiva 93/6/CEE* del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre Adecuación del Capital de las Empresas de Inversión y las Entidades de Crédito.
- Directiva 93/22/CEE* del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los Valores Negociables.
- FISCHER, S.; DORNBUSCH, R., Y SCHMALENSEE, R. (1984): *Economía*; McGraw-Hill; Madrid.
- LIPSEY, R. G. (1994): *Introducción a la Economía Práctica*; Vicens Vives; Barcelona.
- Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores* (1977). Ministerio de Economía y Hacienda.
- Informe del Mercado* (1989-1995). Bolsa de Madrid.
- Informe Anual* (1989-1995). Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Nueva Legislación del Mercado de Valores* (1993). Comisión Nacional del Mercado de Valores. Servicios Jurídicos.
- Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988* de 28 de Julio, del Mercado de Valores.

³³ En el momento del cierre de este artículo, el autor se encuentra integrado en diversas comisiones de trabajo para valorar el impacto del proyecto de moneda única sobre el mercado de valores. Las conclusiones que de allí se obtengan completarán este trabajo y se publicarán oportunamente.