

LA SUPERVISION DE LAS SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES. IMPACTO DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSION

Ramiro Martínez-Pardo del Valle

I. INTRODUCCION

El marco jurídico y económico que se instauró en los mercados de valores españoles a raíz de la aprobación de la Ley del Mercado de Valores (1) modificó de forma radical el existente hasta entonces. Tal como se anunciaba en el preámbulo de la Ley, uno de sus objetivos básicos era la potenciación de nuestros mercados de valores ante la perspectiva de un mercado europeo de capitales. En este sentido, la reforma del mercado de valores ha sido, principalmente, una reforma de eficiencia, encaminada a establecer las bases necesarias para competir en el marco del mercado único de valores que se avecina.

Dicha eficiencia se ha ido consiguiendo de forma paulatina a lo largo de los más de seis años transcurridos desde la promulgación de la ley, a través de cuatro pilares fundamentales: la creación de las Sociedades y Agencias de Valores, la reforma de las estructuras de negociación, compensación y liquidación, la configuración de un nuevo marco institucional para la inversión colectiva y la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como organismo supervisor.

El primer factor clave en la consecución de mercados más eficientes es la creación de las Sociedades y Agencias de Valores como intermediarios financieros especializados, sometidos a unos requisitos estrictos en su constitución y funcionamiento, a los que se exigen unos niveles adecuados de solvencia y liquidez. Su aparición en los mercados en sustitución de los antiguos intermediarios ha aportado un mayor grado de profesionalización en el sector e introducido criterios empresariales en esta actividad.

En segundo lugar, la reforma de las estructuras de contratación y liquidación ha supuesto la creación de nuevos ámbitos de contratación (mercado electrónico, derivados, renta fija privada) y de compensación y liquidación de las operaciones (Servicio de Compensación y Liquidación de Valores). Esta reforma ha mejorado la rapidez en las transaccio-

nes y la calidad y frecuencia de la información disponible para intermediarios e inversores, al mismo tiempo que ha acortado los plazos entre contratación y liquidación, aumentando la seguridad del tráfico de valores y reduciendo los costes operativos. Es decir, se han creado unas estructuras más eficientes, capaces de competir con éxito con otros mercados internacionales.

En tercer lugar, la configuración de un nuevo marco legal para la inversión colectiva ha permitido la canalización de grandes masas de ahorro hacia los mercados de valores, aumentando su liquidez. Además, la institucionalización de la gestión de los fondos de inversión ha contribuido a que la adopción de decisiones de inversión y desinversión se basen en criterios más profesionalizados cuya consecuencia es una mayor adecuación de los precios de los activos financieros negociados en nuestros mercados.

Por último, el cuarto componente básico de la reforma de cara al objetivo de aumentar la eficiencia de la industria de los valores es la creación de un organismo supervisor al que, con independencia de su papel como impulsor de normas y modificaciones legales que permiten la configuración de un sector competitivo, le ha sido encomendada de forma expresa por la Ley del Mercado de Valores la protección del inversor, la correcta formación de los precios y la transparencia de los mercados. En el desempeño de estas funciones, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha desarrollado métodos, procedimientos y normas de supervisión prudencial en un marco que ha ido variando a medida que los intermediarios, mercados, productos e inversores se han ido adecuando a las nuevas reglas de actuación.

La próxima entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión (2) el 1 de enero de 1996 supondrá, no sólo un nuevo paso en los esquemas de supervisión, sino, lo que es más importante, una modificación sustancial del marco de actuación. Por ello, será necesaria una reordenación de las prácticas supervisoras para conseguir la mayor eficiencia posible en la asignación de los recursos de supervi-

sión a la consecución de los nuevos objetivos que surjan tras la instauración del mercado único de valores.

A lo largo de las próximas líneas se tratará de exponer cuáles son las bases sobre las que se ha asentado hasta ahora la supervisión de la actividad de los intermediarios financieros, haciendo hincapié en aquellos aspectos que serán modificados por la transposición al ordenamiento español de la Directiva de Servicios de Inversión. Posteriormente, se analizarán las posibilidades que el nuevo marco legal ofrece al supervisor para ejercer su función, examinando las nuevas vías de obtención de información que necesariamente habrá que explotar.

II. SUPERVISION DE LOS INTERMEDIARIOS

Las Sociedades y Agencias de Valores, reguladas en el Título V de la Ley del Mercado de Valores, tienen reservado en exclusiva el derecho a actuar como intermediarios en los mercados de valores, con la única excepción de las entidades que se citan en el artículo 76 de la citada Ley (3). Son entidades con objeto social exclusivo, sometidas a fuertes limitaciones en el desarrollo de su actividad y al cumplimiento de unas rígidas normas de registro de operaciones, presentación de sus estados financieros, solvencia y liquidez, normas de conducta y relaciones con la clientela.

Este régimen legal, junto al sometimiento de estas entidades a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, trata de dar respuesta a una constante preocupación en la Ley del Mercado de Valores: la protección del inversor.

En efecto, la Ley del Mercado de Valores se aprobó en 1988, tras unos años en los que la globalización de los mercados, la internacionalización de los intermediarios e inversores y el progreso tecnológico (que incrementó de forma importantísima la rapidez en las comunicaciones y la sofisticación de los productos ofrecidos a los inversores), habían producido un desequilibrio en la relación de fuerzas entre las partes contratantes en toda actividad de intermediación. Por un lado, los inversores, los cuales, cada vez más interesados por los mercados financieros en un contexto de desintermediación y creciente *popularización* de la inversión en valores, demandaban frecuentemente productos cuyos riesgos ignoraban. Por otro, los intermediarios, cada vez más profesionalizados, ofreciendo productos novedosos y sofisticados. Este desequilibrio va a constituir uno de los motivos de que en la Ley del Mercado de Valores subyazca en cada uno de sus capítulos el objetivo prioritario de protección del inversor.

Pues bien, siendo este objetivo una de las funciones encomendadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (4), es también la base sobre la

que se fundamentan los mecanismos de supervisión.

De acuerdo con las distintas fases de la vida de una Sociedad o Agencia de Valores, podrían distinguirse tres niveles distintos de supervisión:

1. El régimen de autorización.
2. La solvencia financiera y patrimonial.
3. La actuación en los mercados y las relaciones con la clientela.

III. EL REGIMEN DE AUTORIZACION

El acceso a la actividad de intermediación está sometido a la autorización del Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ante la cual los promotores de todo proyecto de Sociedad o Agencia de Valores tienen que presentar su solicitud. Esta debe cumplir una serie de requisitos (5), entre los que cabe destacar los referentes a la capacidad, experiencia y honorabilidad de los administradores y directores generales o asimilados y al cumplimiento por éstos y por los socios de un rígido régimen de incompatibilidades que evite los posibles conflictos de interés. Adicionalmente, las entidades deberán disponer de medios adecuados para desarrollar las actividades para las que solicitan autorización. A este respecto, las solicitudes deben incorporar una memoria en la que se detallen los medios materiales, humanos y organizativos con los que contarán, así como una estimación de los ingresos y gastos esperados en los primeros años de ejercicio.

De esta manera, las entidades quedan sometidas en el mismo momento de su autorización a un minucioso escrutinio que permite establecer una primera barrera de entrada. Además, los capitales iniciales mínimos exigidos a Sociedades y Agencias de Valores son elevados (750 millones y 150 millones de pesetas, respectivamente, desembolsados en efectivo), lo que permite que las entidades cuenten con la solvencia necesaria desde el inicio de su actividad.

Sin embargo, a lo largo de los años transcurridos, en los que más de ciento cincuenta entidades han sido inscritas en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se han puesto de manifiesto algunas dificultades de aplicación práctica de la normativa, en algunos casos por ser ésta excesivamente rígida, y en otros porque no se ha dotado al supervisor de todos los mecanismos adecuados para ejercer su función.

1. Incompatibilidades

En el primer caso, se encuentra el régimen de incompatibilidades aplicable a socios y administra-

dores de las Sociedades y Agencias de Valores que establece importantes limitaciones a aquéllos, en aras de una deseable separación de funciones y decisiones que eviten la pernicioso utilización de información privilegiada y la aparición de conflictos de interés.

Así, entre las limitaciones impuestas a los socios (6) podemos encontrar, por ejemplo, la prohibición de que quien participe en el capital de una Sociedad o Agencia de Valores participe en el de otra; o de que una Sociedad o Agencia de Valores participe en el capital de una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva. Estas limitaciones, junto a otras aplicables a los administradores (7) de las Sociedades y Agencias de Valores, como por ejemplo la prohibición de participar en el consejo de administración a quien realice actividades remuneradas en una entidad con valores admitidos a cotización en un mercado secundario oficial son, en general, de difícil aplicación.

Por otra parte, las entidades de crédito, bancos y cajas de ahorros, que en virtud de lo previsto en el artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores pueden realizar y realizan, en régimen de competencia con las Sociedades y Agencias de Valores todas las actividades permitidas a éstas (excepto la de ser miembro de una Bolsa de Valores y la llevanza del registro contable de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios) no están sometidas a un régimen similar.

A pesar de que el Real Decreto 276/89 (8) ofrece la posibilidad de que a través del mecanismo denominado *exclusión de actividades* una misma persona o entidad pueda serlo simultáneamente de dos o más Sociedades o Agencias de Valores, en general, el régimen de incompatibilidades aplicable a los socios de éstas ha hecho que se creen estructuras de grupo complejas para dar cabida a distintos tipos de entidades sin incurrir en incompatibilidad, lo que ha incidido negativamente en la transparencia de los grupos y ha hecho necesaria la supervisión consolidada de éstos, a los que me referiré más adelante.

El nuevo marco legal que surgirá tras la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión, consagra la libre prestación de servicios en todo el territorio comunitario mediante sucursal o sin ella. En consecuencia, se hace necesario revisar el régimen de incompatibilidades vigente, para no discriminar a las entidades españolas frente al resto de entidades comunitarias que, autorizadas en otros países, podrán actuar en España ajenas a las limitaciones en materia de incompatibilidades impuestas por nuestra Ley.

2. Objeto social exclusivo

Por otra parte, las dificultades de aplicación práctica de la normativa también se ponen de manifiesto

en la exigencia de un objeto social exclusivo. Las Sociedades y Agencias de Valores tienen un objeto social limitado (9) a las actividades enumeradas en el artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores, que se refieren exclusivamente a la intermediación, administración, depósito y anotación en cuenta de valores, así como algunas otras de carácter instrumental necesarias para el ejercicio de las anteriores y la negociación por cuenta propia en el caso de las Sociedades de Valores.

Esta especialización absoluta de las Sociedades y Agencias de Valores a todo lo referido al Mercado de Valores plantea, sin embargo, algunos problemas prácticos. Así, con cierta frecuencia, las Sociedades y Agencias de Valores han venido desarrollando actividades sobre productos en los que recae de forma permanente la duda de si pueden considerarse comprendidos dentro de su ámbito de actividad. Este es el caso, por ejemplo, de los derivados sobre materias primas u otros productos *over the counter* (fuera de Mercado —OTC) (*swaps* —permutas financieras—, operaciones a plazo...) que, sin ser propiamente valores, presentan oportunidades de inversión alternativas para la clientela de las Sociedades y Agencias de Valores.

Esta cuestión también podría plantearse con respecto a ciertas actividades comúnmente realizadas por las Sociedades y Agencias de Valores como, por ejemplo, aquellas que, siendo inherentes a una gestión integral del patrimonio de un cliente, conlleven el asesoramiento sobre inversiones en mercados ajenos a los de valores (productos bancarios, divisas, oro...), o aquellas otras que suponen una prolongación del negocio y que tienen un carácter instrumental (servicios de estudios, informáticos, asesoramiento fiscal...) para los que las Sociedades y Agencias de Valores crean frecuentemente sociedades participadas.

El nuevo marco legal que surja de la transposición de la Directiva de Servicios de Inversión resolverá estos problemas, dando cabida dentro del ámbito de actividad de las empresas de servicios de inversión a operaciones sobre instrumentos del mercado monetario, y a contratos financieros a plazo y de permuta financiera (10), sin perjuicio de que se mantenga la exigencia de objeto social exclusivo para las Sociedades y Agencias de Valores. También deberían incluirse dentro de dicho marco legal, algunas otras actividades como, por ejemplo, las operaciones en derivados sobre materias primas que, aunque no caen dentro del ámbito de aplicación de la Directiva de Servicios de Inversión, son realizadas habitual y profesionalmente por intermediarios financieros. Evidentemente, esta actividad no gozaría de *pasaporte comunitario*, pero permitiendo explícitamente su realización en el ámbito nacional a las Sociedades y Agencias de Valores, se despejarían algunas de las dudas mencionadas anteriormente.

3. Reserva de actividad

La absoluta especialización exigida a los intermediarios mediante el objeto social exclusivo tiene como contrapartida lo que se denomina reserva de actividad. En virtud de este principio, la intermediación en los mercados de valores queda restringida a las Sociedades y Agencias de Valores y entidades mencionadas en el artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores. Por esta razón, con excepción de los representantes (11) que actúan por cuenta y en nombre de una única entidad legalmente autorizada, a los que no es de aplicación la reserva de actividad prevista en la Ley, ninguna otra persona, física o jurídica, puede actuar como intermediario en los mercados de valores.

A pesar de la citada prohibición, existen entidades que, al margen de cualquier preocupación por ser debidamente autorizadas, actúan habitualmente de forma irregular como intermediarios en los mercados de valores. Su actuación se caracteriza, en términos generales, por la falta de transparencia en las comunicaciones a los clientes y en algunos casos por el cobro de comisiones abusivas. También se han puesto de manifiesto circunstancias en las que las operaciones comunicadas a los clientes ni siquiera existían. Todos estos factores han contribuido a que la actividad de estas entidades concluya con mucha frecuencia con actuaciones judiciales, iniciadas a raíz de denuncias de los clientes.

Ante esta circunstancia, el organismo supervisor sólo puede, en uso de sus facultades, instruir expedientes a estas entidades e imponer sanciones por la realización de actividades no permitidas y, desde una perspectiva meramente preventiva, advertir a los inversores de los riesgos que suponen estas entidades y prohibir a los intermediarios autorizados aceptar operaciones propuestas por entidades no registradas. Estas actuaciones, sin embargo, no aseguran siempre una rápida y eficiente protección de los inversores que hubieran contratado con el intermediario, por lo que se pone de manifiesto la necesidad de reforzar los mecanismos con que cuenta el supervisor para ejercer su labor de protección, dotándole de facultades que permitan lograr el cese efectivo de la actividad de estos intermediarios no registrados, el cierre del establecimiento infractor, la revocación de poderes y la incautación de libros, archivos y otros documentos relativos a la actividad.

Asimismo, el nuevo marco legal previsiblemente amparará entidades, que sin ser empresas de servicios de inversión en el sentido de la Directiva (es decir, que operen en las actividades e instrumentos en ella previstas con derecho a establecerse libremente en todo el territorio comunitario con una única autorización), pudieran realizar actividades de intermediación, gestión y ejecución de órdenes sobre instrumentos distintos a los contemplados en la Directiva (por ejemplo, derivados sobre materias

primas). Estas sociedades deberían igualmente ser inscritas en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y estar sometidas a supervisión, aun cuando con esta licencia no puedan operar en el ámbito comunitario. De esta manera, mediante una correcta modulación de capitales iniciales y exigencias de recursos propios en función de la actividad realizada y de los instrumentos sobre los que se opere, se facilitaría que emergieran entidades que hasta ahora operan de forma sumergida.

4. Idoneidad de los socios

He dejado en último lugar la idoneidad de los socios (12), dentro de este capítulo dedicado al régimen de autorización, porque constituye, en mi opinión, una de las modificaciones más necesarias e importantes de nuestra Ley del Mercado de Valores y que además, viene impuesta por la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión. Con el régimen actual, aun cuando existen requisitos de honorabilidad para los administradores, no existen éstos para los accionistas a los que únicamente se requiere el cumplimiento de las incompatibilidades descritas anteriormente. Sin embargo, en muchos casos, la actividad de las Sociedades y Agencias de Valores está íntimamente relacionada con el tipo de accionistas que posee. Tal es el caso, por ejemplo, de entidades cuyos accionistas realizan actividades de alto riesgo, financieras o no, que pueden afectar a la estabilidad de la entidad y trasladar el riesgo a sus clientes.

Siendo este asunto importante en el momento de otorgar la autorización, la cuestión resulta más relevante en el caso de transmisiones posteriores de participaciones que dan entrada a nuevos socios en el capital de una Sociedad o Agencia de Valores, a veces de forma tal que adquieren la mayoría del capital. El régimen legal actual no exige la autorización previa en dichos casos, sino la mera comunicación, lo que impide al supervisor imponer restricciones o incluso evitar las transmisiones de participaciones que vulneran las condiciones sobre las cuales se otorgó la correspondiente autorización.

La Ley del Mercado de Valores, tras incorporar las previsiones de la Directiva de Servicios de Inversión abordará este asunto, estableciendo un sistema de autorización previa para las transmisiones de participaciones significativas (13) en aquellos casos que se superen determinados porcentajes, pudiendo la autoridad supervisora impedir la citada transmisión. También se deberá imponer un mecanismo de comunicación y autorización de las disminuciones que se produzcan en las participaciones accionariales cuando descendan de los citados niveles o supongan la pérdida de control de la Sociedad o Agencia de Valores.

La denegación de la autorización para efectuar la transmisión de participaciones significativas podrá basarse en la falta de idoneidad de los adquirentes, lo que supondrá un enorme avance en la integridad y estabilidad de las entidades.

IV. LA SOLVENCIA FINANCIERA Y PATRIMONIAL

1. Supervisión prudencial

Después del proceso inicial de creación de Sociedades y Agencias de Valores en el que se tuvieron que afrontar los problemas citados en el punto anterior, el desarrollo de una normativa reguladora de la actividad de las Sociedades y Agencias de Valores que impusiera niveles mínimos de recursos propios, definiera qué partidas del balance son aptas para la cobertura de riesgos, identificara éstos y la forma de computarlos, y estableciera determinados límites a sus posiciones de riesgo, ha constituido el segundo escalón de la supervisión ejercida sobre las Sociedades y Agencias de Valores.

Tras la aprobación y entrada en vigor de los diversos desarrollos reglamentarios de la Ley del Mercado de Valores en esta materia, las Sociedades y Agencias de Valores quedaron sometidas inicialmente a unas exigencias de recursos propios que aseguraban, razonablemente, el cumplimiento por éstas de compromisos asumidos. Además, se impuso el cumplimiento de un novedoso coeficiente de liquidez (14) no existente en otras legislaciones, y un límite a las posiciones de activos calculado en función de los recursos propios para impedir la acumulación de riesgos con un mismo deudor o grupo económico.

La normativa inicial no exigía, sin embargo, por no haberlo previsto la Ley del Mercado de Valores, la consolidación de cuentas y la cobertura del coeficiente de recursos propios en base consolidada.

Este déficit legislativo fue rápidamente sentido debido a la existencia en el sector de grupos y subgrupos de Sociedades y Agencias de Valores en los que la nota característica es la gran interdependencia funcional entre las entidades que forman dichos grupos. Tal es el caso, por ejemplo, de grupos formados por Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, Sociedades o Agencias de Valores que comercializan las participaciones de las instituciones gestionadas por aquellas, filiales con representación cuyo único objeto es ampliar la red comercial de las Sociedades y Agencias, Sociedades instrumentales de prestación de servicios al resto..., grupos que constituyen lo que la propia Ley denomina unidad de decisión.

Asimismo, con independencia de las razones estratégicas que justificasen la configuración de distintas estructuras de grupo, la propia Ley del Mer-

cado de Valores había establecido condicionantes que tuvieron influencia en su creación.

Por un lado, el estricto régimen de incompatibilidades ya descrito (por ejemplo, la prohibición de que una Sociedad de Valores participe en el capital de una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva) motivó la creación de sociedades *holding* para participar y controlar ambos tipos de entidades.

Por otro lado, el régimen transitorio de la Ley obligaba a que los Agentes de Cambio y Bolsa controlaran un determinado porcentaje de capital de los miembros de Bolsa (15), lo que hizo que algunos grupos constituyeran Agencias de Valores, ya que éstas requieren un capital menor, para ser miembro de Bolsa y una Sociedad de Valores cuyos accionistas no tienen ninguna limitación para el resto de actividades, ambas con ámbitos de actividad mutuamente excluyentes. De esta manera, de la confluencia del deseo de las entidades de abarcar diversas actividades, productos y mercados, y de las limitaciones de la propia Ley, nacieron estructuras de grupo complejas con presencia de personas físicas, que actuando sistemáticamente en concierto, ejercen el control de los grupos. Este hecho se ve fomentado por la exigencia legal de que los accionistas de las Agencias de Valores y Bolsa sean exclusivamente personas físicas.

Estos grupos, que incluían empresas supervisadas y no supervisadas que no consolidaban entre sí (Sociedades y Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, Sociedades Gestoras de Cartera, Sociedades Anónimas de derecho común...) planteaban problemas de índole variada.

En primer lugar, dichos grupos no estaban obligados a hacer públicos sus resultados y, en el caso de que lo hicieran, no existirían normas homogéneas que hicieran posible su comparación; es decir, la transparencia exigida a las Sociedades y Agencias de Valores de forma individual, se veía alterada por la existencia de un grupo.

En segundo lugar, las entidades supervisadas desviaban sus posiciones de mayor riesgo (aquellas con un consumo de recursos propios más elevado) a otras entidades del propio grupo no supervisadas, evitando así el conocimiento por parte del supervisor de dichos riesgos y la aplicación de las normas prudenciales sobre control de riesgos y exigencias de recursos propios aplicables a las Sociedades y Agencias de Valores.

En tercer lugar, la ausencia de consolidación no permitía conocer los recursos propios efectivamente disponibles en el grupo, pudiendo producirse, en determinados tipos de grupos, un doble cómputo de dichos recursos entre empresas vinculadas supervisadas, mediante la utilización de un mismo capital a través de partidas interrelacionadas para cubrir las exigencias de varias entidades distintas.

Los tres problemas mencionados se pusieron muy pronto de manifiesto y la necesaria modificación legal se realizó con ocasión de la elaboración de la Ley 13/92, de 1 de junio, sobre Recursos Propios y Supervisión en base consolidada (16), que entre otras cosas, adaptó la legislación española en materia de exigencias de recursos propios a la Directiva de Adecuación de Capital.

Esta Directiva es el complemento natural de la Directiva de Servicios de Inversión y entrará en vigor simultáneamente a ésta. Si la Directiva de Servicios de Inversión consagra la libertad de establecimiento en todo el territorio comunitario con una única autorización obtenida en un estado miembro, la de Adecuación de Capital iguala las exigencias de recursos propios entre intermediarios y empresas de inversión y entre países miembros de la Unión Europea. En este sentido, dicha Directiva establece un método para el cálculo de riesgos más preciso y unos coeficientes de recursos propios para la cartera de negociación más reducidos (precisamente por ser más precisos) que los existentes hasta entonces en la normativa española. En consecuencia, el régimen de supervisión prudencial existente hasta entonces fue modificado por la Ley 13/92, igualando el tratamiento de los riesgos para entidades de crédito y Sociedades y Agencias de Valores, y exigiendo su cumplimiento en base consolidada, sin perjuicio del cumplimiento individual por las entidades supervisadas, que se sigue exigiendo (17).

2. Supervisión en base consolidada

La obligación de consolidar las cuentas de los grupos de las Sociedades y Agencias de Valores, y las exigencias de recursos propios sobre base consolidada hacen posible la supervisión global del grupo resolviendo los problemas derivados de las estructuras de negocio complejas, con varias entidades con personalidad jurídica propia. Con ello se resuelven los tres problemas de la supervisión individual mencionados anteriormente; se dota de mayor transparencia a la información financiera y patrimonial de los grupos, se neutraliza la desviación del riesgo a entidades del grupo no supervisadas, y se mejora el control sobre los recursos propios de las Sociedades y Agencias de Valores, mediante la eliminación de cuentas interrelacionadas que pudieran dar lugar a un doble cómputo de los mismos.

Por otra parte, la consolidación también presenta ventajas para la gestión de los grupos permitiéndoles mejorar su grado de competitividad de cara a la proximidad de un mercado único de valores a nivel europeo, en el que serán los grupos sólidos, solventes, capitalizados y con estructuras eficientes los que estén en mejores condiciones de competir.

En efecto, la consolidación permite a los adminis-

tradores disponer de mayor información para la toma de decisiones sobre su estructura óptima, identificando ineficiencias y oportunidades de negocio, y evaluar globalmente la rentabilidad de sus inversiones.

Asimismo, la disponibilidad de estados financieros consolidados facilita el acceso a nuevas fuentes de financiación, reforzando la percepción sobre la capacidad de generación de *cash flow* del grupo.

Pero quizá el área donde la disciplina contable de la consolidación pueda aportar más, por las implicaciones que las conclusiones que se obtengan de ella tiene para la correcta gestión de los riesgos, es la mejora y reforzamiento del control interno de los intermediarios.

3. Control interno

Analizando las causas de las crisis de las Sociedades y Agencias de Valores que se han producido después de la Reforma, se observa que la gran mayoría de ellas se han producido por deficiencias importantes de control interno, que impedían a los gestores de las entidades identificar, evaluar y, consecuentemente, tomar decisiones con conocimiento suficiente de los riesgos que asumían.

En algunos casos, además, esta falta de control interno ha determinado que se cometan fraudes e infidelidades a través de la propia entidad con falsedades en los registros contables e incluso utilizando entidades que no se incluían en la consolidación.

Por todo ello, el mecanismo de supervisión prudencial que el organismo supervisor ha diseñado, basado en la recepción de información periódica exhaustiva sobre la actividad y situación financiera patrimonial de las entidades y sus grupos, debe ser completado con otras medidas que permitan asegurar la eficiencia de la función supervisora en estos casos. Si la información puesta a disposición del supervisor y de los mercados no recoge con fidelidad la verdadera dimensión de los riesgos y compromisos de las entidades, o lo que es peor, en ocasiones ni siquiera se registran éstos, el ejercicio de la supervisión prudencial tiene que dar un paso más, exigiendo a las entidades el reforzamiento de sus sistemas de control interno. Este reforzamiento debe nacer en el seno del propio consejo de administración que debe establecer políticas y procedimientos de control, fijar reglas generales sobre medición y seguimiento de los riesgos, identificar qué riesgos y en qué grado son aceptables, y promover la formación del personal.

Otras cuestiones relativas al control interno, como la segregación de funciones, la fijación de límites operativos, la potenciación de la información de gestión (el mayor riesgo es no conocer el riesgo) y, sobre todo, la creación de un órgano de control que ejerza su función con total independencia del

resto de áreas del negocio, resultan de la mayor importancia para garantizar que la supervisión prudencial de las entidades cumple sus objetivos.

Es cierto que la auditoría externa desempeña un papel importante como complemento del sistema de supervisión dando fiabilidad a los datos que las Sociedades y Agencias de Valores hacen públicos y que dicha auditoría conlleva una revisión de los sistemas de control interno, pero no lo es menos que las deficiencias no siempre se ponen de manifiesto. Aun cuando el trabajo de los auditores externos persigue unos objetivos que no siempre son coincidentes con los de la supervisión prudencial, la verificación de la existencia de un sistema adecuado de control interno, es un lugar común al que se debe prestar especial atención. En consecuencia, sería conveniente un reforzamiento del alcance del trabajo de los auditores externos en este campo, así como la exigencia de responsabilidades cuando se producen deficiencias en su realización.

Este argumento nos lleva, asimismo, a la conclusión de que es precisa una mayor verificación *in situ* por parte del supervisor de la actividad de las Sociedades y Agencias de Valores multiplicando las actuaciones inspectoras, y complementándolas con auditorías internas obligatorias en las entidades.

Esta conclusión adquiere una mayor dimensión, que se analizará más adelante, tras la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión, ya que el establecimiento de sucursales en el ámbito comunitario será libre, lo que multiplicará el ámbito de actuación de los organismos supervisores.

V. LA ACTUACION EN LOS MERCADOS Y LAS RELACIONES CON LA CLIENTELA

Hasta ahora se ha descrito el ámbito en el que se desenvuelve la supervisión desde dos planos diferentes; por un lado, el marco de actuación legal de las Sociedades y Agencias de Valores relativo a su autorización y ámbito de actividad y, por otro, la supervisión prudencial de las mismas. En este apartado se insistirá en la protección del inversor pero desde el punto de vista de la relación directa entre cliente e intermediario. Esta relación está regida por el principio de libertad de actuación que, para asegurar una adecuada protección del inversor, debe quedar modulado por unas reglas de juego que permitan a los clientes confiar en que las Sociedades y Agencias de Valores actuarán con la diligencia de un buen comerciante y a éstas conocer cuáles son las consecuencias de la infracción de dichas reglas.

El Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, aborda esta cuestión elevando el plano sobre el que se desarrolla la supervisión de los intermediarios. Hasta la publicación de este Real Decreto, los desarrollos reglamentarios de la

Ley del Mercado de Valores habían buscado la protección del inversor en la configuración de un marco legal de actuación que requería la especialización y profesionalización de los intermediarios, y el desarrollo de normas de carácter *cuantitativo* relativas a la solvencia de las entidades. Sin embargo, con este Real Decreto la supervisión sobre la Sociedades y Agencias de Valores, encaminada al fin principal de la protección del inversor, adquiere un carácter más *cualitativo*.

Uno de los aspectos más novedosos en la legislación española y que aborda el Real Decreto en profundidad, es el establecimiento de un Código General de Conducta. Los principios generales que inspiran este Código (defensa del interés del inversor, buen funcionamiento del mercado, paridad en el tratamiento de los clientes...) son tributarios de la Recomendación de la Comisión Europea de 25 de julio de 1977, que con una admirable visión de futuro ya establecía en esa fecha los principios que luego sirvieron de base a las normas que recoge la Directiva de Servicios de Inversión.

El reconocimiento por los mercados de unos principios deontológicos, es necesario en un ámbito en el que la permeabilidad entre dichos mercados dificulta los mecanismos de control y supervisión. La codificación de estos principios llamados *normas de conducta*, que viene a dar cumplimiento desarrollo a los artículos 78 a 83 de la Ley del Mercado de Valores, no pretende imponer nuevos modelos de comportamiento ajenos a los buenos usos, sino que encuentra su legitimidad en ellos. Las reglas de conducta actúan, por tanto, en un primer nivel, como código de los comportamientos y, en un segundo nivel, como definición de las conductas cuya vulneración es causa de sanción. Para una mejor y más completa efectividad, su aplicación se extiende, no sólo a los intermediarios financieros, sino también al resto de participantes en los mercados: emisores, empresas dedicadas al asesoramiento y difusión de información, etcétera.

A la novedad que supone el Código General se añade la obligación de que las entidades mencionadas anteriormente elaboren un *reglamento interno de conducta* que regule la actuación de sus consejeros, empleados y representantes, cuyo objeto es dotar a las propias entidades de un instrumento de control para asegurarse el cumplimiento de las normas de conducta por parte de las personas que trabajan en ellas, ya que, en definitiva, son las responsables de su cumplimiento. La existencia de estos códigos internos será, tras la entrada en vigor de la Directiva, uno de los requisitos mínimos para obtener la autorización para operar en los mercados de valores como empresa de servicios de inversión.

Otro capítulo relativo a las relaciones con la clientela abordado por el Real Decreto es el de las tarifas. Las tarifas son libres, lo cual es beneficioso porque traslada al inversor las ventajas que ofrece la

competencia, pero esta libertad también aumenta la incertidumbre del inversor que no conoce de antemano las tarifas aplicables a sus operaciones. Para resolver este problema, la legislación exige la obligatoria publicación de las tarifas máximas, con un formato uniforme para todos los intermediarios en valores (Bancos y Sociedades y Agencias de Valores). Como medida de publicidad adicional, los folletos de tarifas máximas se ponen a disposición del público en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En el marco de las relaciones contractuales, la protección del inversor se manifiesta en el mismo sentido. La necesidad de que las relaciones cliente-intermediario se plasmen en contratos escritos se ha mostrado necesaria para resolver los problemas que puedan surgir entre ambos. Además, la publicación de estos contratos contribuye a evitar dudas de interpretación, lo que representa una sustancial mejora a la indefensión que ha caracterizado épocas anteriores.

En consecuencia, podría decirse que tras la aprobación de estas normas, la labor inspectora y supervisora del organismo supervisor alcanza unas cotas superiores a la mera vigilancia de la solvencia y situación financiera de las entidades. Sin embargo, para el desarrollo de estas funciones es preciso contar con instrumentos adecuados que permitan valorar el correcto cumplimiento de las normas.

Uno de estos instrumentos es el registro de operaciones (18) donde se recoge la vida de las órdenes dadas por los clientes a los intermediarios desde que éstas nacen hasta su efectiva liquidación. Este instrumento no es sólo una herramienta de supervisión para poder analizar la actuación de las Sociedades y Agencias de Valores por cuenta ajena, sino también un importante apoyo a las tareas de control interno para asegurar la calidad del servicio prestado y unos niveles de eficiencia adecuados para competir en el mercado único.

VI. IMPACTO DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN SOBRE LAS TAREAS DE SUPERVISIÓN

Los capítulos anteriores hacen un repaso de los distintos escalones que la supervisión de los intermediarios en valores ha ido alcanzando desde el inicio de la Reforma. En este período, diversos problemas prácticos se han tenido que ir resolviendo, lo que en algunas ocasiones ha culminado en la correspondiente modificación legal. El resultado hay que calificarlo de positivo. En estos momentos la industria española de los valores se encuentra en una buena situación de partida, en términos de eficiencia, profesionalidad y competitividad, para afrontar con éxito las exigencias del mercado único y a ello ha contribuido, en mi opinión, la graduación de las exi-

gencias supervisoras. En efecto, tras un primer período en el que los requerimientos de recursos propios fueron elevados y apenas existía normativa de desarrollo de la Ley en materia de normas éticas que regulara las relaciones de los intermediarios con su clientela, se ha pasado a unas exigencias de recursos propios de cálculo más preciso, que dan entrada a unas normas de carácter más cualitativo sobre estándares de comportamiento.

Este modelo se verá, sin embargo, muy pronto trastocado por la necesaria adecuación de la legislación española a la Directiva de Servicios de Inversión. Esta Directiva persigue la eliminación de barreras a la competencia, instaurando la libertad de establecimiento y la igualación de las reglas de juego en todo el territorio comunitario para todas las empresas que prestan servicios de inversión.

Como consecuencia de ello, dos principios aparecen como básicos de cara a la construcción del mercado único de valores: la autorización única y la distribución de competencias entre supervisores.

1. Autorización única

La autorización para actuar como empresa de servicios de inversión obtenida en el país de origen, otorga a dicha empresa el *pasaporte comunitario*, lo que supone la libertad de establecimiento mediante sucursal o la libre prestación de servicios sin necesidad de establecimiento permanente en todo el territorio de la Unión Europea. La consecuencia inmediata es la necesidad de que los requisitos de autorización se armonicen, de tal manera que se otorguen garantías al inversor y a los mercados sobre la capacidad, profesionalidad y solvencia de los intermediarios que adquieran dicho *pasaporte comunitario*.

Algunas de las reglas que regirán la autorización única ya han sido mencionadas en capítulos anteriores. Su transposición a la normativa española modificará el sistema actual de incompatibilidades, el ámbito de actividades e instrumentos sobre los que las Sociedades y Agencias de Valores estarán autorizadas a operar, y el régimen de transmisión de participaciones significativas, pudiendo éstas ser no autorizadas por falta de idoneidad de los adquirentes.

No obstante, a pesar de que el régimen de autorización sea idéntico en toda la Unión Europea, los capitales iniciales exigidos por la Directiva de Adecuación de Capital (19) representan un nivel mínimo que en el caso español será con toda probabilidad ampliamente superado. No ocurrirá así, sin embargo, en el resto de países comunitarios, lo que significará que intermediarios muy heterogéneos con capitales muy distintos podrán operar en nuestro mercado nacional.

Por otra parte, la Directiva de Servicios de Inver-

sión admite la posibilidad de que las personas físicas sean autorizadas a operar como empresa de servicios de inversión siempre y cuando pueda garantizarse el cumplimiento de determinadas condiciones (20). Aunque esta posibilidad no sea reconocida por la legislación española, podría ocurrir que un cierto número de personas físicas de países comunitarios ofrecieran sus servicios a los inversores nacionales en las mismas condiciones que el resto de las empresas de servicios de inversión operantes en España.

Esta es, quizá, la primera dificultad con que se va a encontrar el supervisor tras la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión; diversas categorías de empresas de servicios de inversión, con niveles muy dispares de capital y formas jurídicas diferentes, actuarán en el mercado nacional, quedando sometida esta actuación a la supervisión del Estado de acogida, en este caso España, según las reglas de distribución de competencias fijadas por la Directiva.

2. Competencias del Estado de acogida

Según dichas reglas, el país de acogida es responsable de la supervisión de las normas de conducta. Aunque no existe una Directiva que las armonice, todos los estados miembros están obligados a establecer un conjunto de normas de conducta que contemplen al menos las obligaciones referidas en el artículo 11 de la Directiva de Servicios de Inversión (21) (que recoge básicamente los principios de la Recomendación de la Comisión Europea de 25 de julio de 1977) y que en el caso español ya han sido impuestas por la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 629/92.

La competencia sobre la supervisión de estas normas de conducta no ofrece aparentemente dudas. El citado artículo 11 dice: *la puesta en práctica y el control del cumplimiento de las normas de conducta seguirán siendo competencia del Estado donde se presta el servicio*. Pero ¿dónde se presta el servicio? La respuesta es clara cuando la prestación de servicios se realiza mediante establecimiento permanente, pero las dudas comienzan a surgir cuando la actuación en el ámbito comunitario se lleva a cabo mediante la libre prestación de servicios. Así, podría responderse que el servicio se presta donde reside el cliente, o donde reside el intermediario, o allí donde está ubicado el mercado donde se ejecuta la transacción. En este momento, cuando todos los países comunitarios están trabajando en la transposición de la Directiva, no existe aún un consenso sobre la interpretación de este principio. Los criterios que pretenden proporcionar una respuesta hacen referencia a quien toma la iniciativa, solicitando u ofreciendo el servicio. Según estas opiniones, la responsabilidad supervisora correspondería al país donde dicha iniciativa se

tome, sea por el intermediario o por el cliente. Todavía más, algunos pretenden distinguir en función del tipo de publicidad realizada por el intermediario. Así, dependiendo de si ésta es de notoriedad o de oferta de un producto o servicio concreto, se puede llegar a una conclusión u otra, sobre si el intermediario ha tomado o no la iniciativa.

La cuestión no es banal. La Directiva de Servicios de Inversión establece que los registros de operaciones estarán a disposición del país de origen de la empresa de servicios de inversión, mientras que la supervisión de la actuación en los mercados y, en particular, del cumplimiento de las normas de conducta, corresponde al país donde se presta el servicio. Sin embargo, tal como se ha mencionado anteriormente, los registros de operaciones son un instrumento imprescindible para las tareas de supervisión, toda vez que permiten la reconstrucción de las transacciones para verificar el cumplimiento de las normas de conducta. En este marco de competencias, la clave de la supervisión residirá en un ágil y rápido intercambio de información entre los distintos organismos supervisores.

3. Competencias del Estado de origen

Si analizamos las responsabilidades de supervisión desde el país de origen llegaremos a conclusiones similares. La Directiva asigna a las autoridades del Estado de origen las responsabilidades sobre la autorización de la empresa de servicios de inversión, así como la supervisión del cumplimiento de las normas prudenciales y de solvencia financiera. Tanto en el momento de la autorización, en aquellos casos en que la empresa que solicita autorización sea filial o tenga algún tipo de relación de grupo con otra empresa autorizada en otro estado miembro, como en relación al cumplimiento de las normas prudenciales y de solvencia, la comunicación entre supervisores, la coordinación de sus actuaciones, y la colaboración en las labores de inspección y sanción aparecen de nuevo como elemento clave de la supervisión.

Antes de seguir adelante sobre la importancia del intercambio de información entre supervisores, quisiera hacer hincapié en dos capítulos de especial interés en relación con las competencias del país de origen, por su impacto sobre la supervisión prudencial. El primero de ellos se refiere a una de las normas prudenciales exigidas a las empresas de servicios de inversión por la Directiva: la separación de fondos de clientes (22). Aun cuando las normas de solvencia establecidas por la Directiva de Servicios de Inversión relativas al mantenimiento de unos recursos propios mínimos para el ejercicio de la actividad, la obligatoriedad de adhesión a un fondo de garantía de inversiones para obtener y mantener la autorización y el cumplimiento de las normas de conducta, constituyen una importante garantía para

el inversor, la Directiva ha llegado más allá. Entre las normas prudenciales cuyo cumplimiento debe exigir el supervisor de origen en todo momento a las empresas autorizadas por él, está la separación de los fondos de los clientes de los del propio intermediario, de tal forma que dichos fondos no puedan ser utilizados por cuenta propia por las empresas de servicios de inversión.

Esta medida es de especial importancia para el ejercicio de la supervisión. La separación de fondos de clientes y la prohibición de que las entidades que prestan servicios de inversión los inviertan por cuenta propia, supone una gran reducción de los riesgos que la clientela afronta cuando establece relaciones con un intermediario. Sin embargo éstos, cuando prestan servicios de inversión, necesitan hacerlo con agilidad y eficiencia y, probablemente, una prohibición tajante de que los clientes dispongan de cuentas de efectivo en las Sociedades y Agencias de Valores mermaría de forma importante la calidad del servicio prestado. Pero además, no se solucionaría el problema, ya que si se exigiera que la necesaria cuenta del cliente se abriera en otra entidad, se trasladaría a ésta el riesgo de crédito que se quería evitar al inversor que confía sus fondos a un intermediario.

La respuesta no es fácil. Alguna de las normas prudenciales que se han mencionado en capítulos anteriores (por ejemplo, el coeficiente de liquidez) tienen como objetivo la protección de los fondos de clientes que, con carácter instrumental y transitorio, utilizan las Sociedades y Agencias de Valores en el desarrollo de su actividad, por lo que en el futuro se planteará la conveniencia de su mantenimiento dependiendo de la respuesta legislativa que se dé en España a la citada norma prudencial de la Directiva de Servicios de Inversión. La solución óptima deberá llegar a un equilibrio entre la seguridad de los fondos del inversor, y la diligencia y eficiencia en la prestación de los servicios de intermediación, estableciendo los mecanismos necesarios para compatibilizar ambos objetivos.

La segunda cuestión que quisiera abordar en relación con las competencias del país de origen es la supervisión *in situ* de las entidades para efectuar las verificaciones necesarias para el correcto ejercicio de sus responsabilidades supervisoras. Esta tarea requiere un replanteamiento de los criterios de asignación de medios materiales y humanos seguidos por el supervisor. La inspección de sucursales situadas fuera del territorio nacional requiere una capacitación del personal adscrito a esta función distinta de la requerida hasta ahora. Asimismo, el supervisor debe profundizar sobre cuáles son las áreas prudenciales que puede delegar, tal como permite el artículo 24 de la Directiva (23), en el supervisor del país de acogida o en un auditor o experto independiente para que lo lleve a cabo en su nombre.

De forma recíproca, los supervisores de cada uno de los países comunitarios deben estar preparados para atender las solicitudes de otros supervisores para realizar la verificación del cumplimiento de las normas prudenciales por parte de la sucursal de una empresa de servicios de inversión autorizada en otro Estado miembro.

Estas posibilidades nos conducen una vez más a destacar la importancia de *la colaboración e intercambio de información entre supervisores* como uno de los aspectos sustantivos del nuevo régimen de supervisión dentro del mercado único de valores.

4. Intercambio de información

Sin embargo, a pesar de que la Directiva de Servicios de Inversión reconoce esta necesidad e impone la obligación de proporcionar y solicitar información a los estados miembros, las dificultades no son pocas. La información a intercambiar es de diversa índole. Son varios los artículos de la Directiva de Servicios de Inversión que hacen referencia a la obligación de un Estado miembro de obtener información previa de otro antes de adoptar una decisión (autorización de una filial de empresa de servicios de inversión autorizada de otro Estado miembro, toma de participaciones significativas, información sobre socios y directivos); o a la obligación de enviar información a otro Estado miembro (intención de abrir una sucursal o de realizar libre prestación de servicios en otro Estado miembro, comunicación de situaciones irregulares, sanciones, o medidas cautelares); o la obligación de enviar información a la Comisión Europea (autorizaciones o adquisiciones posteriores de empresas domiciliadas en terceros países a efectos de determinar si existe reciprocidad).

Igualmente, con independencia de este intercambio de información de carácter obligatorio, hay otra información cuya disponibilidad resulta indispensable como instrumento de comprobación de las obligaciones generales de disciplina del mercado de valores cuya supervisión recae en el Estado de acogida, aun cuando dicha información se encuentra en el país de origen de la empresa de servicios de inversión. Tal es el caso, ya citado anteriormente, de los registros de operaciones que proporcionan datos de suma utilidad en relación con el cumplimiento de las normas de conducta (conflictos de interés, prioridad de las órdenes de clientes, uso de información privilegiada...) u otras obligaciones generales (adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas, elusión de OPAS...). En los dos casos citados (tanto en los intercambios de información obligatorios como en aquellos otros dirigidos a facilitar instrumentos de supervisión), es imprescindible que se produzca una normalización que estructure y sistematice los formatos y mensajes necesarios para solicitar y proporcionar la infor-

mación y, en definitiva, permita sacar el mayor provecho posible de la nueva distribución de competencias.

En este sentido, se ha constituido un grupo de trabajo compuesto por todos los organismos supervisores comunitarios que está tratando de definir la forma en que el intercambio de información pueda optimizarse. Su objetivo es la codificación informática de todos los mensajes que puedan circular entre supervisores de la Unión Europea clasificándolos en cuatro grupos:

- Peticiones de información de un Estado a otro.
- Envío de información a otro Estado.
- Envío de información a la Comisión Europea.
- Otros de uso general.

Entre los objetivos perseguidos se encuentra la unificación de la terminología y definiciones empleadas al solicitar o enviar la información con el objetivo de conseguir una única interpretación de las exigencias de la Directiva. Asimismo, otro de los objetivos es la resolución de diversos problemas técnicos y legales en relación con la información requerida sobre partícipes indirectos en empresas de servicios de inversión, de especial relevancia a la hora de autorizar participaciones significativas y determinar obligaciones de consolidación. Finalmente, el tercer objetivo que considero sería de la mayor utilidad para el ejercicio de la supervisión, es el acceso a los sistemas informáticos del supervisor de otro país, a fin de recabar información sobre personas intervinientes en los mercados como inversores, de verificar tomas de control en sociedades cotizadas, y controlar el cumplimiento de las normas de los mercados.

Si los objetivos citados anteriormente fuesen alcanzados, se habría dado un gran paso hacia la consecución del objetivo de la protección del inversor en el marco de un mercado único europeo. No obstante, los supervisores deberán buscar alternativas. Estas pueden encontrarse en el análisis de la información procedente de los sistemas de compensación y liquidación, cuya utilización seguirá siendo necesaria con independencia de dónde y cómo se efectúe la contratación, y en el establecimiento de acuerdos bilaterales entre supervisores de países miembros, bien para la resolución de problemas concretos, o en la delegación permanente de determinadas áreas de supervisión.

VII. CONCLUSION

La transformación de los mercados de valores españoles como consecuencia de la Reforma requerida por la promulgación de la Ley del Mercado de Valores y desarrollos posteriores ha permitido configurar unas estructuras sólidas y eficientes capaces de competir con garantías en los mercados

internacionales. Durante este proceso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como organismo supervisor, ha ido adecuando el ejercicio de la función supervisora que ha evolucionado desde las meras exigencias prudenciales de capital hacia preocupaciones de carácter más cualitativo dirigidas al reforzamiento del control interno de los intermediarios, y al cumplimiento de unos principios deontológicos en sus actuaciones en los mercados y relaciones con la clientela. El camino recorrido ha puesto de manifiesto, no obstante, determinados aspectos de la Ley del Mercado de Valores de difícil puesta en práctica, cuya modificación resulta muy conveniente.

Simultáneamente al proceso de Reforma de los mercados españoles, la Unión Europea ha seguido avanzando en la configuración de una *industria de los valores* de ámbito europeo, cuyo último paso ha sido la aprobación de la Directiva de Servicios de Inversión que entrará en vigor el 1 de enero de 1996. Podría decirse que, en un contexto en el que coexistían diferentes estructuras de mercado y preocupaciones en materias de supervisión, el acuerdo para la aprobación de la Directiva fue el mejor que podría haberse alcanzado como resultado de numerosas exigencias y cesiones de los países miembros.

Sin embargo, el proceso armonizador no ha concluido. Temas importantes como, por ejemplo, la creación de un fondo de garantía de inversiones o la elaboración de unas normas de conducta de general aplicación en la Unión Europea, quedan todavía pendientes.

La Directiva requerirá de los Estados miembros de la Unión Europea un nuevo y único marco normativo que pondrá fin a ciertas prácticas proteccionistas, abriendo la posibilidad de operar libremente en nuevos mercados a las empresas que prestan servicios de inversión. En consecuencia, la adaptación de la legislación española a la Directiva, introducirá novedades en la estructura y organización de nuestros mercados, al tiempo que dará la oportunidad al legislador de resolver algunos de los problemas prácticos que se han ido poniendo de manifiesto a lo largo de estos años, tal como se ha mencionado anteriormente.

Aun cuando, tal como se ha pretendido exponer a lo largo de estas líneas, la Directiva de Servicios de Inversión constituye un importante paso adelante en la construcción del mercado único europeo, su impacto en la práctica no debe ser exagerado. En muchos casos la posibilidad de disfrutar del *pasaporte comunitario* mediante la libre prestación de servicios, tendrá poco efecto. La actividad de servicios de inversión es desarrollada en varios de los países de la Unión Europea, por entidades de crédito que ya disfrutaban del *pasaporte comunitario* en virtud de la Segunda Directiva Bancaria y, a pesar de ello, la presencia física a través de una filial, o

sucursal ha sido la opción elegida por razones comerciales, fiscales o simplemente por estrategia de negocio o de grupo. Estas mismas razones condicionarán también, posibles cambios en la canalización de órdenes de no residentes a los mercados españoles.

Cuando, no obstante lo anterior, las empresas de servicios de inversión trabajen en régimen de libre prestación de servicios desde su país de origen, los mecanismos de comunicación e intercambio de información entre supervisores serán el instrumento más importante para proporcionar las garantías suficientes a los inversores y mercados.

Los organismos de supervisión de todos los Estados miembros deben procurar agilizar los procedimientos de supervisión, coordinando sus actuaciones y evitando caer en la multiplicación legislativa que supondría para las empresas de servicios de inversión un aumento en sus costes operativos y una pérdida de eficiencia. En este sentido la colaboración entre Estados miembros en la culminación del proceso de armonización, constituye un reto que es imprescindible superar para mantener los niveles de eficiencia y protección adquiridos.

NOTAS

(1) Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(2) 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.

(3) Las excepciones a la exclusividad previstas en el artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores son las siguientes:

a) Las entidades oficiales de crédito, los bancos y cajas de ahorro, incluidas la CECA y la Caja Postal de Ahorros, pueden desarrollar las actividades a) a f) y h) a m) del artículo 71 (ver nota número 9).

b) Las cooperativas de crédito pueden desarrollar las actividades contempladas en las letras a), b), c), e), i), k), l) y m).

c) Las SMMD pueden desarrollar las actividades contempladas en la letra e), así como las mencionadas en las letras a), c), k) y m), en cuanto éstas se relacionen con el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

d) Las Sociedades Gestoras de Cartera pueden desarrollar la actividad contemplada en la letra j).

e) Los corredores de comercio colegiados pueden desarrollar la actividad a).

(4) El punto 3 de la exposición de motivos de la Ley señala como competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: la de velar por la transparencia de los diversos mercados, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo las informaciones que sean de interés para éstos, la de controlar el desarrollo de los mercados primarios, la de admisión a negociación de valores en los mercados secundarios oficiales, así como su suspensión y exclusión; la de velar por el cumplimiento de las normas de conducta por cuantos intervienen en el mercado de valores, la de asesorar al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda en las materias relacionadas con los mercados de valores; y el control del cumplimiento de cuantas obligaciones y requisitos se exi-

gen en la Ley, incluyendo el ejercicio de la potestad sancionadora. Estas mismas competencias se citan en el artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores.

(5) La solicitud de autorización para la creación de una Sociedad o de una Agencia de Valores debe presentarse por duplicado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y debe ir acompañada de los siguientes documentos:

a) Proyecto de estatutos.

b) Declaración de Actividades (relación de actividades de las contempladas en el artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores que la entidad pretende realizar, señalando el alcance, general o restringido con que pretenden hacerlo).

c) Memoria en la que figure la estructura de la organización, la relación de los medios personales y materiales de que vaya a disponer la entidad para el desarrollo de su actividad y el plan de negocios previsto.

d) Relación de socios que van a constituir la sociedad, con indicación de sus participaciones en el capital social. Tratándose de socios que tengan la consideración de personas jurídicas, se facilitarán también los datos económico-financieros más relevantes de sus dos últimos ejercicios, la identidad de quienes posean un capital superior al 5 por 100 y del grupo al que pertenezcan, y la composición de sus órganos de administración.

e) Relación de personas que hayan de integrar el primer Consejo de Administración y de quienes hayan de ejercer como directores generales o asimilados de la entidad, con información detallada sobre la trayectoria y actividad profesional de cada uno de ellos, así como sobre las participaciones que ostenten en otras entidades relacionadas con el mercado de valores.

f) Justificación de haber constituido en la Caja General de Depósitos o en el Banco de España, en metálico o en valores públicos, un depósito equivalente al 20 por 100 del capital social mínimo del tipo de entidad, Sociedad o Agencia de Valores, de que se trate.

(6) El artículo 68 de la Ley del Mercado de Valores estipula que podrá participar en el capital de las Sociedades y Agencias de Valores cualquier persona física o jurídica, con excepción de:

a) Otras Sociedades de Valores.

b) Las Agencias de Valores.

c) Las Instituciones de Inversión Colectiva, los Fondos de Pensiones, las Sociedades Gestoras de unos y otros, y las Sociedades Gestoras de Carteras.

Por otra parte, quien participe en una Sociedad o Agencia de Valores no podrá participar, directa o indirectamente en otra, salvo que existan declaraciones de actividades mutuamente excluyentes.

Además, se limita la participación en las Agencias de Valores y Bolsa a personas físicas.

(7) Se establece incompatibilidad entre la pertenencia al Consejo de una Sociedad o Agencia de Valores, con la pertenencia al Consejo, el desempeño de actividades remuneradas o la titularidad de determinados porcentajes de participación en las siguientes entidades:

a) Otras Sociedades y Agencias de Valores.

b) Sociedades de Inversión Colectiva, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, Entidades Gestoras de Fondos de Pensiones y Sociedades Gestoras de Carteras.

c) Entidades que tengan valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial.

(8) El Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores, regula el procedimiento de autorización e inscripción, el régimen de participaciones, administradores y actividades, liquidez y solvencia (derogado por el

RD 1343/92) y el régimen de actuación, de las Sociedades y Agencias de Valores.

(9) Las actividades que las Sociedades y Agencias de Valores pueden desarrollar con carácter exclusivo son las siguientes:

a) Recibir órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción o negociación de cualesquiera valores, nacionales o extranjeros, y ejecutarlas, si están autorizadas para ello, o transmitir las para su ejecución a otras entidades habilitadas a este fin.

b) Gestionar, por cuenta del emisor, la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de inversión, y negociar por cuenta propia o ajena, su transmisión.

c) Mediar, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de emisiones de valores.

d) Asegurar la suscripción de emisiones de valores.

e) Ser titulares en la Central de anotaciones y actuar como Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta, de acuerdo con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

f) Negociar con el público, por cuenta propia o por cuenta de terceros, valores, nacionales o extranjeros, no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

g) Llevar el registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, en los casos previstos en el párrafo segundo del artículo 7 (valores no admitidos a negociación en un mercado secundario).

h) Actuar como entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

i) Otorgar créditos directamente relacionados con operaciones de compra o venta de valores.

j) Gestionar carteras de valores de terceros, en cuyo caso no podrán negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de la gestión.

k) Actuar, por cuenta de sus titulares, como depositarias de valores representados en forma de títulos, o como administradoras de valores representados en anotaciones en cuenta.

l) Actuar como depositarias de Instituciones de Inversión Colectiva.

m) Ostentar la condición de entidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones en moneda extranjera derivadas de las restantes actividades autorizadas en virtud de la Ley del Mercado de Valores.

Las Agencias de Valores pueden desarrollar las actividades antes mencionadas, a excepción de las citadas en las letras d) e) i). Además no podrán ser Titulares de Cuenta en la Central de Anotaciones y no podrán actuar por cuenta propia.

(10) La Directiva de Servicios de Inversión establece como servicios de inversión los siguientes:

a) Recepción y transmisión de órdenes por cuenta de los inversores en relación con uno o varios instrumentos que se señalan después.

b) Ejecución de las órdenes por cuenta de terceros.

c) Negociación por cuenta propia de cualquier instrumento.

d) Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores, siempre que dichas carteras incluyan uno o varios instrumentos.

e) Aseguramiento en relación con las emisiones de todos o de parte de los instrumentos y/o colocación de tales emisiones.

Los instrumentos a los que se refieren los apartados anteriores son los siguientes:

a) Valores negociables.

b) Participaciones de un organismo de inversión colectiva.

c) Instrumentos del mercado monetario.

d) Los contratos financieros a plazo (futuros), incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo.

e) Los contratos a plazo sobre tipos de interés (FRA).

f) Los contratos de permuta (*swaps*) sobre tipos de interés, sobre divisas o los contratos de intercambios ligados a acciones o a un índice sobre acciones (*equity swaps*).

g) Opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos que se contemplan en la presente sección del anexo, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo. Concretamente, se incluyen en esta categoría las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés.

Adicionalmente, se consideran como servicios auxiliares a los de inversión los siguientes:

a) Custodia y administración de uno o varios de los instrumentos señalados anteriormente.

b) Alquiler de cajas de seguridad.

c) Concesión de créditos o de préstamos a inversores para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos anteriores, operación en la que debe intervenir la empresa que concede el crédito o el préstamo.

d) 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.

e) Servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento.

f) Asesoramiento sobre inversión acerca de uno o varios instrumentos de los señalados anteriormente.

g) Servicio de cambio, cuando dicho servicio esté relacionado con la prestación de servicios de inversión.

(11) Los representantes son personas físicas o jurídicas ajenas a las Sociedades y Agencias de Valores, que actúan por cuenta de éstas dentro de su ámbito de actuación y además deben hacerlo en exclusiva, es decir, para una única entidad representada. Esta figura permite a las entidades extender su red comercial a un menor coste fijo que el que supone la apertura de sucursales.

(12) 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 establece que la idoneidad se apreciará en función de:

— La horabilidad comercial y profesional de los accionistas.

— Los medios patrimoniales con que cuenten dichos accionistas.

— La falta de transparencia en la estructura del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la entidad, o la existencia de graves dificultades para inspeccionar u obtener la información necesaria sobre el desarrollo de sus actividades.

— La posibilidad de que la entidad quede expuesta de forma inapropiada al riesgo de las actividades no financieras de sus promotores; o cuando, tratándose de actividades financieras, la estabilidad o el control de la entidad puedan quedar afectadas por el alto riesgo de aquellas.

Estos mismos criterios quedarán incorporados a la Ley del Mercado de Valores en la adaptación de la legislación española a la Directiva de Servicios de Inversión.

(13) La adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de Servicios de Inversión reproducirá lo previsto en la Ley 3/1993 antes mencionada. A saber:

Se entenderá por participación significativa aquella que alcance de forma directa o indirecta al menos el 5 por 100 del capital o de los derechos de votos o aquella que sin llegar a dicho porcentaje permita ejercer una influencia notable en la entidad.

Toda entidad que pretenda adquirir una participación significativa deberá informar de ello al organismo supervisor indicando la cuantía de la participación, los términos y condiciones de la adquisición, y el plazo máximo en que se pretende realizar la operación.

También deberá informar previamente quien pretenda incrementar directa o indirectamente su participación significativa de tal forma que alcance o sobrepase alguno de los siguientes porcentajes: 10 por 100, 15 por 100, 20 por 100, 25 por 100, 33 por 100, 40 por 100, 50 por 100, 66 por 100 ó 75 por 100.

El organismo supervisor dispondrá de un plazo máximo de tres meses para oponerse a la adquisición pretendida. La oposición podrá fundarse en no considerar idóneo al adquirente.

(14) El coeficiente de liquidez persigue como objetivo asegurar la liquidez de las Sociedades y Agencias de Valores para lo que se les exige mantener en todo momento un volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez que represente el 10 por 100 de sus pasivos exigibles con plazo residual a un año y el 100 por 100 de los saldos transitorios de la clientela.

(15) Los Agentes de Cambio y Bolsa debían mantener un porcentaje decreciente del capital de las Sociedades y Agencias de Valores miembros de Bolsa hasta el 1 de enero de 1992 según el siguiente calendario: 70 por 100 en 1989, 60 por 100 en 1990, 50 por 100 en 1991.

(16) La Ley 13/1992 incorpora al Derecho español la Directiva de Fondos Propios (89/299), algunas disposiciones de solvencia de la Segunda Directiva Bancaria (89/646), así como la Directiva de supervisión en base consolidada (92/30), la Directiva sobre la supervisión y control de los grandes riesgos, y la Directiva sobre coeficiente de solvencia (89/647), todas de ámbito bancario, aunque se incorporaron también con clara intención homogeneizadora, las novedades de la Directiva de Adecuación de Capital, anticipando su obligatoria transposición para 1996.

(17) La Ley fue desarrollada por el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre; posteriormente, la Orden de 29 de diciembre de 1992 y las Circulares 6/1992 y 1/1993 conformaron el marco jurídico de regulación de la consolidación y exigencias de recursos propios para los grupos y subgrupos de Sociedades y Agencias de Valores, que es de aplicación desde el 1 de enero de 1993.

(18) El registro de operaciones regulado por el Real Decreto 629/1993, de 6 de mayo, consiste en unos ficheros informáticos que contienen información sobre la orden recibida por la entidad y las actuaciones posteriores de ésta sobre dichas órdenes, tanto si se han transmitido a otra para su ejecución, como si son ejecutadas por la propia entidad. De especial importancia es la relación biunívoca que debe haber entre cada orden incluida en el registro de operaciones con su soporte físico almacenado en el denominado archivo de justificantes de órdenes.

(19) La Directiva de Adecuación de Capital establece los siguientes capitales iniciales mínimos:

	Ecus
— Empresas que operan por cuenta propia y ajena	730.000
— Empresas que mantengan fondos y/o valores de sus clientes y no operen por cuenta propia y no aseguren emisiones	125.000
— Empresas que no mantengan fondos o valores de sus clientes y no operen por cuenta propia	50.000

(20) Las personas físicas pueden ser empresas de inversión si:

a) Son objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a su estructura jurídica.

b) Su régimen jurídico garantiza a los intereses de terceros un nivel de protección equivalente al que ofrecen las personas jurídicas.

(21) Las normas de conducta de la Directiva obligan a las empresas de inversión a:

a) Operar, en el ejercicio de su actividad, leal y equitativamente, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.

b) Proceder con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.

c) Poseer y utilizar con eficacia los recursos y los procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad.

d) Informarse de la situación financiera de sus clientes, su experiencia inversora y sus objetivos en lo que se refiere a los servicios solicitados.

e) Transmitir de forma adecuada la información que proceda en el marco de las negociaciones con sus clientes.

f) Esforzarse por evitar los conflictos de interés y, cuando éstos no puedan evitarse, a velar porque sus clientes reciban un trato equitativo.

g) Ajustarse a todas las normativas aplicables al ejercicio de sus actividades de forma que se fomenten al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.

(22) En relación con la separación de fondos, el artículo 10 de la Directiva de Servicios de Inversión se refiere a las normas prudenciales exigibles a las empresas de inversión. Dicho artículo 10 señala que la empresa de inversión debe *tomar las medidas necesarias en lo que se refiere a los fondos pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos y, evitar, salvo en el caso de entidades de crédito, que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los fondos de los inversores.*

(23) El artículo 24 de la Directiva establece la posibilidad de que la verificación *in situ* de la información en poder de las sucursales, que corresponde, según la distribución de competencias al Estado miembro de origen, sea realizada por el Estado de acogida a solicitud de aquél. En este sentido, se obliga al Estado miembro de acogida a obrar en consecuencia, realizando él mismo la verificación, permitiendo que ésta sea realizada por las autoridades que la solicitaron, o autorizando a un auditor o a un experto independiente para que la lleve a cabo.