

Importancia de la reforma de la Ley del Mercado de Valores

Jaime Caruana

I. INTRODUCCIÓN

Tres razones hacen que la nueva reforma de la Ley del Mercado de Valores sea especialmente significativa:

- En primer lugar, la *propia relevancia del funcionamiento del mercado de capitales en el desarrollo económico*. El comportamiento del ahorro depende también del correcto funcionamiento de los mercados financieros. La nueva Ley del Mercado de Valores supone una reforma estructural que permitirá a nuestros mercados competir mejor, facilitará una mejor financiación del desarrollo de nuestra economía y permitirá aprovechar mejor los beneficios del euro.

- En segundo lugar, la Ley *transpone a nuestro ordenamiento varias directivas* que profundizan en la internacionalización de nuestros mercados, y mejoran la supervisión y protección del inversor:

- La 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.

- Se incorporan también los cambios introducidos por la Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio, más conocida coloquialmente como "BCCI", que representa una respuesta a los problemas de supervisión advertidos como consecuencia del banco que dio nombre a la norma.

- Y también la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

- En tercer lugar, la reforma de la Ley del Mercado

de Valores ha permitido hacer *reformas importantes y necesarias en otros ámbitos*, como son la legislación concursal y de sociedades anónimas. Estos cambios son especialmente significativos pues muestran cómo el desarrollo de nuestros mercados va a depender, no sólo de las normas que directamente los rigen, sino de la competitividad normativa y fiscal de nuestra economía. Aunque la realidad de los mercados desborda las fronteras normativas, no es menos cierto que la clave jurídica es una baza fundamental para permitir el desarrollo de una organización y mayor eficiencia en su funcionamiento. Se convierte así el Derecho en una baza más de competencia.

II. OBJETIVOS DE LA REFORMA

Antes de analizar los principales aspectos de la reforma, conviene resaltar los grandes objetivos perseguidos con la misma:

1. En primer término, podríamos destacar las premisas de reforma que calificaríamos de "externas". Efectivamente, la esencia de las disposiciones comunitarias antes señaladas era la de favorecer una mayor integración entre los mercados financieros comunitarios, haciendo realidad las libertades comunitarias de establecimiento y libre prestación de servicios. La consecuencia es la necesidad de reflejar en nuestro esquema organizativo de los mercados la presencia de empresas de servicios de inversión no residentes, a las que se las equipara en derechos y operativa a las empresas españolas. Piénsese que en la Ley de 1988 el principal problema que se pretendía abordar era el de dimensión interna, al objeto de diseñar un modelo de mercado acorde al de nuestros competidores, si bien era un modelo con barreras hacia el exterior. Por tanto, una vez conseguido el objetivo de

corte interior, se hace necesario *abrir las fronteras de nuestros mercados a la presencia y participación de empresas extranjeras, y, principalmente, de la Unión Europea.*

2. En segunda instancia, el objetivo más importante es continuar el proceso de *mejora de la financiación de nuestros agentes económicos*, premisa que se traduce en un interés decidido de potenciar y mejorar la organización y funcionamiento de nuestros mercados. En este ámbito merecen destacar los numerosos elementos de flexibilización de nuestros mercados introducidos en la ley. Este es el objetivo que ha guiado no sólo la Ley del Mercado de valores, sino todas las normas del ordenamiento financiero recientemente aprobadas, tales como: el Decreto de Titulación de Activos, la Ley de Capital Riesgo, etcétera.

3. Finalmente, la reforma ha pretendido también la *mejora de la supervisión* al objeto de incrementar la transparencia de los mercados y *la protección del inversor*, con el fin de reforzar la confianza de éstos como base del desarrollo de los mercados de valores.

III. LÍNEAS PRINCIPALES DE LA REFORMA

1. El ámbito material u objetivo de la Ley ha sido ampliado, sobrepasado a los valores negociables, dando cabida a los denominados *instrumentos financieros*.

La realidad de los mercados y las disposiciones comunitarias hacían necesaria la superación del campo material de las realidades que se negocian en los mercados, ampliándose los instrumentos sometidos a la disciplina legal. Así, se comprenden los instrumentos financieros derivados, en sus distintas modalidades y los denominados *over the counter* u *otc*.

2. En el ámbito de los *mercados primarios*, se introduce un cambio en lo concerniente a los requisitos de las emisiones públicas, por cuanto se suprime la necesidad de cumplir todos y cada uno de los requisitos de las emisiones de valores, en los casos en que se emitan valores iguales a los ya cotizados en un mercado del mismo emisor.

La importancia de la medida estriba en que se reducen los costes de emisión, sin que ello represente merma alguna en la protección del inversor o disminución alguna del grado de transparencia de los mercados. Si hay un objetivo fundamental en la reforma ése es el de potenciar los mercados, am-

pliando su cometido de representar una alternativa eficiente de financiación para los diversos agentes económicos. En suma, se persigue dotar de mayor competitividad a nuestros mercados primarios, suprimiendo los costes de regulación que no sean imprescindibles.

3. Uno de los ámbitos de la reforma más amplio e importante es el concerniente a la organización y funcionamiento de los *mercados secundarios*.

En un plano general, cabe destacar, en primer término, la clasificación que de los mercados efectúa el texto legal, para, por una parte, acomodarse a las premisas comunitarias y, por otra, dar respuesta a los criterios del Tribunal Constitucional en lo relativo al reparto competencial entre Estado y Comunidades Autónomas.

Los mercados se clasifican en oficiales y no oficiales, caracterizándose los primeros por el hecho de cumplir las reglas comunitarias de funcionamiento, transparencia y control que trae consigo el que en su seno se materialice el pasaporte comunitario. La consecuencia es que todos los mercados hasta la fecha autorizados y en funcionamiento pasan a ser oficiales.

En la segunda clave diferenciadora, se distingue entre mercados de ámbito estatal y autonómico, siendo en estos segundos donde se despliegan las competencias de las Comunidades Autónomas en la materia.

Especial interés muestra la posibilidad introducida de que exista una participación recíproca de nuestros mercados en otros del ámbito europeo y viceversa.

4. Se modifican también las reglas básicas en materia de *admisión, suspensión y exclusión de valores de los mercados*. Por una parte, se termina con la equiparación de requisitos de emisión con los de admisión, de forma que se evite el que se vuelvan a cumplir en la admisión los mismos requisitos de la emisión pública. Por otra parte, se pretende dar mayor eficiencia a la negociación en los mercados favoreciendo la inmediata cotización de los valores emitidos, sin perjuicio de que bajo la responsabilidad del emisor se esté pendiente de cumplir alguno de los requisitos exigidos desde la perspectiva jurídica.

5. Como respuesta a las premisas comunitarias de *desconcentración de las operaciones en los mercados*, la norma diferencia entre operaciones ordinarias y extraordinarias, en función de que su realización esté sujeta o no a las reglas de un mercado secundario oficial. Se trata de posibilitar la libertad de los in-

versores en cuanto a la materialización de las operaciones sobre valores negociados en un mercado.

La realización de operaciones extraordinarias, no concentradas en mercados organizados, podrá realizarse en los siguientes casos: entre no residentes, en operaciones (entre residentes o no) fuera de España y cuando exista autorización previa, expresa y por escrito del comprador y vendedor.

Con el fin de que estas normas no representen una merma de la transparencia e información a los inversores, el texto dispone un conjunto de derechos sobre información mínima a rendir sobre las cotizaciones en los mercados, así como la información en tiempo real de las operaciones fuera de mercado que se desarrollen en aquéllos. La realización de operaciones extraordinarias debe ser comunicada a los organismos rectores del correspondiente mercado.

6. Al objeto de dar mayor liquidez a nuestros mercados, se contempla también una nueva disposición en materia de *préstamos normalizados sobre valores negociados en mercados secundarios* que, sin impedir la realización de las operaciones citadas bajo otras modalidades, permitirá potenciar y desarrollar este tipo de negocios en nuestros mercados sin el condicionante fiscal que hoy las constriñe más allá de ciertos umbrales de la compensación y liquidación, a todas luces insuficientes.

7. En el plano subjetivo, el *acceso a la condición de miembros de los mercados* se reconoce a las empresas de servicios de inversión de la Unión Europea, así como a las de terceros países, si bien es cierto que en este último caso se somete a unos ciertos requisitos de reciprocidad y cumplimiento mínimo de los requisitos armonizados a nivel comunitario. Se permite por tanto el acceso remoto a los mercados.

8. Se posibilita también que *los valores negociados en un mercado puedan, a su vez, ser objeto de negociación en otros*, si bien con las limitaciones que existen en la materia, como es en el caso del monopolio bursátil en renta variable, representando, en consecuencia, un espaldarazo a la negociación de valores de renta fija.

9. Descritos, a grandes rasgos, los principales aspectos de la reforma en el ámbito general de los mercados, si descendemos a los cambios en la *regulación de cada uno de los mercados*, en particular, apreciamos también significativas novedades.

- En el *ámbito bursátil*, el acceso de empresas no residentes se canalizará a través de la adquisición de la condición de miembros de cualesquiera de cada una de las actuales cuatro Bolsas. Ahora bien, el que podría denominarse principio del respeto al valor añadido generado con la implantación y desarrollo del mercado bursátil se ha concretado en la flexibilización de los requisitos para adquirir las acciones que dan acceso a la condición de miembro del mercado.

- También conviene resaltar alguna de las novedades que, en materia de *compensación y liquidación de valores en el mercado bursátil*, se contemplan. Así, puede señalarse que se refuerzan los mecanismos de reducción de los riesgos legales, en caso de insolvencia de las entidades participantes en los procesos antes mencionados, estableciéndose, a tal efecto, excepciones en materia concursal que persiguen el buen fin de las operaciones realizadas en el mercado.

- También las novedades alcanzan al mercado de *Deuda Pública*. En el plano objetivo se ha hecho una acotación de los valores que pueden ser objeto de negociación en la misma, al objeto de adecuar su ámbito a los valores de Deuda Pública en un sentido estricto, y trasladando a otros mercados la negociación de ciertos tipos de valores y, muy en particular, los de ciertos tipos de entes públicos no territoriales. En este sentido, se contemplan los valores a través de los cuales se manifestará la ejecución de la política monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Finalmente, en cuanto a la organización de la operativa del mercado, se distingue entre miembros negociadores y entidades encargadas del registro, compensación y liquidación de valores.

- Entre las principales novedades que presenta la regulación de los *mercados de derivados* está la de dar cabida, no sólo a la negociación de derivados con cualquier tipo de subyacente, sino que también se ampara la compensación, liquidación y registro de derivados *over the counter*.

10. Una de las reformas más profundas es la *modificación casi completa del Título referente a los sujetos de mercado*. El esquema de ordenación de los sujetos que operan en los mismos ha cambiado por completo, flexibilizándose el estatuto de las sociedades y agencias de valores.

- Como concepto o categoría clave en esta materia aparece el de *empresa de servicios de inversión* (ESI). Entidad que cumple las premisas comunitarias para obtener el pasaporte comunitario para prestar servicios de inversión y actividades complementarias

sobre los instrumentos financieros y valores recogidos en la disposición.

En la citada categoría se comprenden, además de las Sociedades y Agencias de Valores, a las Sociedades Gestoras de Carteras, las cuales se encontraban fuera del ámbito de la Ley hasta ahora.

- Se establece el marco operativo del *pasaporte comunitario*, en virtud del cual nuestras empresas de servicios de inversión pueden operar en la Unión Europea y viceversa. Todo ello sobre las pautas de la licencia única concedida por el país de origen, el reconocimiento mutuo y la supervisión por el país de origen.

- Se acaba con numerosas limitaciones operativas de las Sociedades y Agencias de Valores, de modo que puedan organizarse de forma más eficiente.

- Se abre la puerta a *nuevas vías de comercialización*, al permitir que en los mercados de valores puedan operar otras entidades (no ESI), (incluso personas físicas para cierto tipo de prestaciones) con limitaciones en cuanto a sus actividades y sin poder recibir depósitos de fondos o de instrumentos financieros de sus clientes.

- Se logra una *completa equiparación entre las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito*, ya que se suprime la reserva que las Sociedades y Agencias de Valores tenían en lo concerniente a la operativa bursátil. En resumen, las entidades de crédito pasan a ser materialmente empresas de servicios de inversión, sin discriminación o restricción operativa alguna.

- La norma, con las miras puestas en potenciar e incrementar la protección de los inversores, refuerza las medidas "*antichiringuitos*", dotando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de poderes excepcionales para reprimir y evitar cualquier actividad no supervisada que pretendan desarrollar entidades no autorizadas.

- Para concluir este apartado, hay que señalar que la norma comprende y especifica todos los requisitos de corte comunitario para autorizar la *creación de empresas de servicios de inversión*, así como el control de idoneidad y solvencia de los accionistas significativos o de control de una entidad supervisada. En suma, refuerza y potencia los mecanismos de control y de supervisión en caso de una actuación irregular de las empresas que operan en los mercados.

11. En el ámbito de la *protección del inversor y de control de los mercados* deben destacarse dos cuestiones:

- Por una parte, la creación de los denominados *Fondos de Garantía de los Inversores* como mecanismos que pretenden reforzar la confianza de los inversores en el buen funcionamiento de los mercados.

En caso de insolvencia de una empresa de servicios de inversión, el Fondo indemniza a los inversores que hayan tenido una pérdida efectiva de dinero o valores confiados a aquéllas, pero no cubre riesgos de crédito o pérdidas en el valor de las inversiones.

En el caso de las entidades de crédito, los riesgos serán cubiertos por los Fondos de Garantía de Depósitos.

- Por otro lado, se ha mejorado y adaptado a las nuevas realidades normativas los *mecanismos de supervisión, intervención y disciplina* con el objetivo de ser los instrumentos excepcionales que preserven un correcto funcionamiento de los mercados y una adecuada operativa de los sujetos participantes en los mismos, en tanto premisas que garanticen una decidida protección de los inversores y un transparente funcionamiento de los mercados que logren la mayor eficiencia de los mismos.

12. Hasta aquí habríamos hecho un repaso de las principales novedades introducidas en el estricto ámbito de la regulación del mercado de valores. Ahora bien, diversas necesidades aparecidas en otros ámbitos financieros han traído como consecuencia el que se aproveche el vehículo normativo para acomodar en su seno *reformas parciales en otros sectores*, de las cuales algunas tienen, sin duda alguna, gran calado.

- Cabe destacar, en primer término, las novedades introducidas en materia de *Instituciones de Inversión Colectiva*. perjuicio de la necesidad de acometer una reforma en profundidad del esquema legal de este sector, se han acogido cuestiones de índole diversa con la justificación de dar una mayor competitividad al sector. Así, se amplía la posibilidad inversora de las presentes figuras financieras, por cuanto se les faculta para utilizar todo tipo de instrumentos financieros que les posibiliten la gestión de riesgos y, en particular, los instrumentos financieros derivados tanto negociados como no negociados en mercados secundarios organizados.

Pero las principales novedades en la materia se

adverten en la introducción de nuevas figuras, como son los *Fondos de Fondos*, en sentido estricto, como la subcategoría de Fondos Principales y Subordinados, conocidos como “Master Feeder Funds”, los cuales posibilitan esquemas inversores y de comercialización reductores de costes de gestión.

En la misma línea, se insertan los *Fondos de Inversión en valores no cotizados*, en tanto se profundiza en la especialización en este tipo de inversiones, completando las posibilidades inversoras, más allá de las fronteras de la inversión en valores de mercados secundarios.

Por último, también conviene destacar la especialización que representará la categoría introducida de *Fondos para Inversores Institucionales o Profesionales*. Con estas figuras se ofrece una respuesta competitiva para dar cabida a la especialización que reclaman cierto tipo de inversores, donde las cautelas de control pueden ser menores.

- En el campo de la *titulización hipotecaria* se da un paso más para posibilitar un tipo de esta modalidad financiera como es el representado por la transformación operada sobre la pauta de créditos hipotecarios vencidos. El reclamo de la realidad financiera tiene aquí una manifestación más.

- En el plano de la *supervisión*, y al objeto de dar cumplimiento a las previsiones de la denominada Directiva BCCL, se introduce también un precepto en virtud del cual los auditores de entidades financieras quedan obligados a facilitar a los supervisores de las mismas, información sobre irregularidades graves que detecten en una entidad sometida a supervisión prudencial, cumpliendo así una valiosa función de apoyo a la supervisión.

- En lo concerniente a operaciones a desarrollar en el ámbito de los mercados financieros, no puede dejar de mencionarse la novedosa *regulación de las prendas sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta*.

En igual línea hay que insertar la concreción de normas y de efectos de las *operaciones de compra-venta con pacto de recompra* y de las simultáneas, así como el reconocimiento del denominado *netting* contractual, en virtud del cual se reconoce el “neteo” de posiciones con ocasión de una situación de insolvencia de una entidad financiera, con el consiguiente

beneficio operativo y de solvencia, al reducirse la exigencia de recursos propios.

- Por último, deben destacarse las modificaciones que se han incorporado, en lo concerniente a la emisión de valores por *sociedades cotizadas*, mediante una reforma de la legislación de sociedades anónimas.

La falta de sintonía entre la realidad jurídica y la de las necesidades de los mercados ha determinado la imposibilidad de financiar de una manera más eficiente a los diversos agentes económicos.

Para acabar con lo anterior, y sin perjuicio de posteriores reformas, se han incorporado un conjunto de nuevos preceptos para facilitar las ampliaciones de capital con salida a negociación bursátil, así como un régimen más flexible de las acciones con privilegios y, en especial, de las acciones sin voto, aspectos completados con una regulación completa de las acciones rescatables y una mejora en cuanto a las prescripciones de la exclusión del derecho de suscripción preferente.

IV. CONCLUSIONES

De todas las razones que han justificado la reforma puede convenirse o concluirse destacando que los mercados del siglo XXI reclaman una ordenación acorde a las premisas de la Unión Europea, y ajustadas al escenario competitivo que caracteriza la dinámica y realidad de nuestros mercados financieros.

Por tanto, los retos descritos justifican una reforma que bien puede ser resumida en las premisas siguientes:

1ª) Integración de nuestros mercados en el contexto internacional y, en particular, en la Unión Europea.

2ª) Profundización en la mejora de la eficiencia de nuestros mercados en un contexto competitivo.

3ª) Mejora en los instrumentos de financiación de los agentes económicos, mediante una apuesta decidida de los que se dirigen a la negociación en los mercados financieros.

4ª) Potenciación e incremento de la protección del inversor, mediante un reforzamiento de la transparencia y supervisión de los mercados financieros.