

La reforma de la Ley del Mercado de Valores y las empresas de servicios de inversión

Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Antonio Moreno Espejo

I. INTRODUCCIÓN

Una nueva Ley (1) que reforma la hasta ahora vigente del Mercado de Valores ha sido aprobada tras un largo período de gestación. Su principal objetivo es la incorporación al ordenamiento español de las disposiciones de la Directiva comunitaria sobre Servicios de Inversión (2) (DSI) que afectan fundamentalmente a la autorización, supervisión y actuación transfronteriza de las empresas de servicios de inversión (ESI) en el ámbito del mercado único europeo.

La exposición de motivos de la Ley 24/1988 ya citaba como uno de sus principales objetivos la potenciación de nuestro mercado de valores ante la perspectiva de un mercado europeo de capitales. El objetivo final, decía la Ley, era que nuestro mercado de valores estuviera en condiciones apropiadas cuando dicho mercado llegara a ser una realidad.

La reforma emprendida entonces ha dado sus frutos. Los mercados de valores españoles y los agentes que en ellos participan están en condiciones de competir con elevados niveles de eficiencia, pero el objetivo, a pesar de que hasta ahora no ha existido realmente un verdadero mercado único, sigue siendo válido, principalmente por el cambio que la introducción del Euro va a producir en las reglas de juego (3).

En efecto, el mercado europeo de capitales que hubo de nacer el 1 de enero de 1996 con la entrada en vigor de la DSI no se ha manifestado con la intensidad que se esperaba. Es cierto que ha habido una mayor permeabilidad de los mercados, consecuencia de la globalización y facilitada, sin duda, por el proceso de armonización, pero diversos factores han ralentizado la existencia de un auténtico mercado único.

Por una parte, varios países y no sólo España, han retrasado la incorporación del contenido íntegro de la DSI a sus propios ordenamientos internos. Dicho de otra forma, la armonización no ha sido hasta ahora completa. Por otra, armonizar implica fijar unos reglas mínimas de actuación que en muchos casos resultan de difícil interpretación e incluso dan lugar a lecturas contradictorias en los distintos países. Diferentes formas de entender lo que se trata de regular, de estructuras de partida o de intereses nacionales hacen que las soluciones adoptadas difieran, dando lugar a un arbitraje normativo que daña la efectiva libertad de movimientos de capitales propiciada por el Tratado Constitutivo de la CEE.

Mientras no exista armonización en otros aspectos relevantes, como en el régimen fiscal o en las normas de actuación en los mercados, los inversores, los emisores o los intermediarios adoptarán sus decisiones de operar en uno u otro mercado, buscando aquéllos que ofrezcan la mejor rentabilidad financiero fiscal más que exclusivamente por razones estratégicas u operativas; todo ello impide que se haga realidad el verdadero mercado único.

Sin embargo, la introducción del euro en los mercados de valores desde el inicio del período transitorio, es decir desde el 1 de enero de 1999, acelerará el proceso de integración.

La existencia de una sola moneda y de una política monetaria unificada en un amplio núcleo de países de la Unión Europea cambiará sustancialmente el panorama vivido hasta ahora. Además, la desaparición del riesgo de cambio en las transacciones financieras y comerciales y la existencia de una moneda fuerte en la que se concentrarán, junto al dólar y al yen, las ope-

raciones en los mercados de divisas, favorecerán la permeabilidad de los mercados, su unificación o acción concertada y la actuación transfronteriza de los intermediarios. Esta situación se podrá ver alentada, además, por un cambio cultural en los inversores sobre su histórica aversión a la inversión en mercados considerados hasta ahora como no propios.

La Ley 37/1998 llega, pues, en un buen momento. Un momento único para poner en práctica las modificaciones estructurales y estratégicas que sean precisas para enfrentarse con éxito al nuevo entorno. La Ley contribuye a la consecución de este objetivo sentando las bases sobre las que construir un nuevo modelo de mercado, acorde con las exigencias europeas. Por una parte, mediante la transposición de la DSI para hacer posible la concurrencia en ese mercado único de los intermediarios españoles. Por otra, y debido a la ebullición de los mercados financieros, ajustando sus normas a las nuevas exigencias.

Por esta razón, se han introducido en la Ley otras disposiciones, ajenas a lo impuesto por la DSI, entre las que cabe destacar las que se refieren a la regulación de los mercados (como las relativas a la exclusión y admisión de valores a la negociación o a los requisitos exigibles en las emisiones de valores); las que dotan de nuevas facultades de supervisión de la CNMV en salvaguarda de la reserva de actividad de las ESI; la que incorpora la Directiva relativa a los sistemas de indemnización de los inversores (4); la adaptación del régimen sancionador de la Ley de acuerdo con el resto de modificaciones; o, finalmente, las que se incorporan en las disposiciones adicionales en materia de Inversión Colectiva, prenda de valores o régimen jurídico de las sociedades anónimas. Todas ellas contribuirán, sin duda, a la consecución del objetivo mencionado.

En este artículo se analizará el Título V de la nueva Ley, anteriormente dedicado a las Sociedades y Agencias de Valores y ahora denominado genéricamente "Empresas de Servicios de Inversión" (ESI), cuyo contenido ha sido completamente revisado. Destacaremos aquellos aspectos que puedan constituir la clave para el futuro de un sector al que se le abren nuevos mercados y oportunidades y al que los operadores deben responder adaptándose para alcanzar el tamaño crítico necesario y competir con eficiencia, proporcionando a los inversores productos diferenciados, siendo diligentes en la ejecución de los servicios prestados, manteniendo precios competitivos y contribuyendo, en beneficio de todos, a aumentar la confianza en la seriedad del mercado y sus agentes.

La primera parte se dedicará a estudiar las características de las ESI, donde cabe destacar la incorporación de nuevas actividades e instrumentos dentro de su ámbito de actividad con respecto a los que estaban permitidos a las Sociedades y Agencias de Valores (SAV) así como la inclusión en esta categoría de las Sociedades Gestoras de Carteras (SGC).

La segunda está dedicada al nuevo régimen jurídico de las ESI. En ella se analizarán las posibilidades que ofrece el nuevo objeto social que, aunque continúa siendo exclusivo, permite la realización de otras actividades o las mismas sobre otros instrumentos, aspecto que resulta de especial importancia a la hora de configurar una estrategia de futuro que permita a los intermediarios completar su oferta de servicios a los clientes. También se estudiarán los efectos de la desaparición de las incompatibilidades de consejeros y accionistas vigentes hasta ahora, lo que permitirá, por un lado, la configuración de estructuras de grupo que respondan exclusivamente a intereses empresariales y, por otro, la atribución de las responsabilidades de la gestión a quienes efectivamente la ejerzan; aunque como contrapunto, esta eliminación exigirá mayor rigor en el cumplimiento de las normas de conducta así como el establecimiento de murallas chinas que impidan los flujos no controlados de información privilegiada o reservada y contribuyan a la resolución de los conflictos de interés en el seno de las organizaciones o entre sus clientes. También se profundizará en las implicaciones de los nuevos requisitos de idoneidad de los accionistas.

El resto del artículo se centra en el estudio de las novedades del procedimiento de autorización, de las condiciones de ejercicio y la actuación transfronteriza de las ESI. El reconocimiento mutuo entre supervisores, piedra angular del mercado único, exige el establecimiento de unos requisitos mínimos para conceder la autorización con validez en todo el territorio comunitario (licencia única), así como el reparto de competencias entre supervisores para cubrir la actuación de los intermediarios en toda la Unión Europea. Según este reparto, corresponde al país de origen autorizar la ESI y su supervisión prudencial, mientras que el país de acogida supervisa el cumplimiento de las normas de conducta a las que deben sujetar sus operaciones.

Finalmente, se analiza el nuevo ámbito operativo de las entidades de crédito y se hace una valoración del impacto que el cambio de régimen jurídico de los mercados de valores puede producir en nuestro sector de intermediación. La principal conclusión es que la apertura de nuestros mercados ya se ha produ-

cido y que la implantación legal en España del mercado único no producirá un desplazamiento del sector. Los intermediarios extranjeros que han querido operar en España ya lo han hecho. No obstante, la introducción del euro sí abrirá un importante abanico de nuevas opciones que las ESI españolas deben aprovechar. Para responder a este reto, es necesario acomodar sus estructuras para alcanzar la dimensión adecuada en función del tipo de cliente objetivo y la gama de servicios que deseen ofrecer, llegar a acuerdos de colaboración con otras entidades para operar en otros mercados, o establecerse directamente en ellos a través de filiales.

La Ley 37/1998 aporta el marco legal adecuado para que las empresas de servicios de inversión puedan diseñar su estrategia futura.

II. DEFINICIÓN Y ÁMBITO DE ACTUACIÓN DE LAS NUEVAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

1. Definición de Empresa de Servicios de Inversión

Las ESI se definen en la nueva Ley como “*entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros*” (artículo 62.1.).

La calificación como entidad financiera y la referencia a la prestación de servicios de inversión como actividad principal, son los aspectos más relevantes de su nuevo régimen jurídico. Incluso dichas características son resaltadas separada y expresamente en la Exposición de Motivos como esenciales, por lo que conviene analizarlas con detalle:

1) La calificación como entidades financieras no es nueva para las SAV y SGC. La Ley 13/1992 (5) y el Real Decreto 1343/1992(6), ya conferían a estas categorías de entidades dicha calificación, si bien circunscrita únicamente al ámbito de aplicación de ambas normas; esto es, adquieren la condición de entidades financieras a efectos de su inclusión en el perímetro de consolidación de los grupos de entidades financieras, pero no a otros.

La nueva atribución de entidad financiera de la Ley parece ir más lejos, ya que no se limita a un aspecto o ámbito concreto, sino que resuelve definitivamente las dudas que se han planteado sobre la aplicación o no a las SAV de determinadas normas cuyo ámbito de aplicación venía referido genéricamente al término

“entidades financieras”. Todo ello con independencia de que la actividad de las SAV y SGC, sea o no, en la práctica, financiera, ya que ni las SGC tendrán actividad financiera, entendiéndose como tal la existencia de activos y pasivos financieros ni las SAV deben tenerla necesariamente si limitan su actividad mediante el Programa de Actividades.

2) Prestación de servicios de inversión con carácter profesional, a terceros, como actividad principal.

Se trata de una característica esencial de las ESI que no hace sino delimitar, junto con el artículo 64.6 relativo a la reserva de actividad, lo que debe quedar dentro y fuera del ámbito de aplicación de la Ley en cuanto a la realización de actividades en los mercados de valores. La importancia de esta norma merece un estudio separado de su significado:

a) *Actividad principal*. La necesidad de que la actividad principal de las ESI sea la prestación de servicios de inversión, sin que se haga referencia a las actividades complementarias (artículo 63.2.), sugiere, en principio, que si una entidad tuviera como actividad principal o única la realización de alguna de las complementarias (por ejemplo, el depósito y administración de instrumentos financieros), no sería necesario o no podría adquirir la condición de empresa de servicios de inversión.

No obstante, esta interpretación debe ser revisada al ponerla en relación con la reserva de actividad regulada en el artículo 64.6. Dicha reserva prohíbe, a quien no haya obtenido autorización, la realización habitual de todos los servicios de inversión y de las actividades complementarias señaladas en las letras a) y c) (7) del artículo 63.2. Por tanto, al menos en relación con estas actividades complementarias sometidas a reserva, será requisito imprescindible adquirir la condición de ESI o de cualquier otra figura a la que la Ley, o sus desarrollos, permita realizarlas.

Es preciso analizar también qué se debe entender por actividad principal a estos efectos. No parece que se haya querido destacar con ese término la mayor potencialidad económica de una determinada actividad, medida en función de los ingresos, dedicación de recursos o variables similares, ya que si así fuera, la evolución en el tiempo de, por ejemplo, los ingresos (o de cualquiera de estas variables) en función de la coyuntura económica conllevaría la pérdida de la condición de ESI cuando una entidad obtuviera más por la realización de una actividad complementaria que por la prestación de servicios de inversión. Más bien hay que interpretar la actividad principal como voca-

ción de negocio, con intención genérica de prestación de servicios de inversión y actividades complementarias con voluntad transfronteriza o, en general, de realizar con habilitación, actividades reservadas a determinadas entidades y por ello supervisadas, sin perjuicio de que en un determinado momento su actividad se pueda ver reducida a algunas actividades complementarias.

Ahora bien, la realización en exclusiva de una actividad complementaria no otorga el llamado "pasa- porte comunitario". La DSI es clara al respecto al establecer que *"en ningún caso podrá concederse la autorización, en el sentido de la presente Directiva, para servicios que sólo figuren en la Sección C (se refiere a las actividades complementarias) del Anexo"* (8). En consecuencia, la entidad no dispondrá de capacidad de actuación transfronteriza en tanto no incorpore a su Programa de Actividades y realice, efectivamente, alguno de los servicios de inversión.

b) *Carácter Profesional*. La profesionalidad en la prestación de servicios es un concepto relacionado con el carácter de empresa; esto es, con la remuneración de los servicios prestados, aspecto que debe presumirse de todos los señalados en el artículo 63. Este carácter de empresa implica, al mismo tiempo, habitualidad, de forma que la prestación esporádica quede también fuera del carácter profesional.

c) *A terceros*. La necesidad de que los servicios de inversión se presten a terceros parece responder a la transposición de una de las exclusiones de aplicación de la DSI, en concreto, la que se refiere a *"las empresas que presten un servicio de inversión exclusivamente a su empresa matriz, a sus filiales o a otra filial de su empresa matriz"* (9). La razón es clara; al no verse afectados los terceros no es necesario el control y supervisión de la actividad.

2. Las Sociedades Gestoras de Carteras como ESI

La nueva ubicación de las SGC entre las ESI junto a las SAV, no es sino la manifestación de una tendencia a reforzar el carácter unitario del estatuto jurídico de las entidades del mercado de valores, en tanto sujetos que prestan los mismos servicios.

Hasta ahora, el régimen jurídico de las SGC se encuadraba en el ámbito de las Instituciones de Inversión Colectiva (10), tal vez por su semejanza con la actividad que desarrollan las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) (ambos

tipos de entidades gestionan patrimonios ajenos) o por razones de herencia normativa cuando, antes de la Reforma de 1988, ambos tipos de entidades tenían ámbitos operativos más amplios. Sin embargo, este encuadre resultaba antinatural, pues la gestión de carteras discrecional e individualizada, caracteres que se incorporan en la redacción del artículo 63.1.d) pero que subyacían en la Ley anterior, es una actividad diferente a la gestión colectiva y más próxima al resto de servicios de inversión.

Además, la tendencia normativa ha sido, desde la publicación de la DSI, confluir en una regulación común. Así, encontramos la primera mención conjunta a SAV y SGC en el número primero de la Orden de 25 de octubre de 1995 de desarrollo parcial del Real Decreto 629/1993, y la última, antes de la entrada en vigor de la Ley, en la reciente Circular 1/1998, de 10 de junio, de la CNMV, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos (Circular 1/98).

3. Tipos de Empresas de Servicios de Inversión

El artículo 64.1. distingue tres tipos de ESI según su capacidad para realizar los distintos servicios de inversión y actividades complementarias:

a) Las Sociedades de Valores, que pueden operar profesionalmente tanto por cuenta propia como por cuenta ajena y realizar todos los servicios de inversión y actividades complementarias previstas en el artículo 63.

b) Las Agencias de Valores (AV), que profesionalmente sólo pueden operar por cuenta ajena, con representación o sin ella, y que podrán realizar los servicios de inversión y actividades complementarias señaladas en dicho artículo, con excepción de la negociación por cuenta propia, el aseguramiento de la suscripción de emisiones y OPV y la concesión de créditos. Es decir, las mismas actividades que ya excluía para este tipo de entidades la Ley de 1988.

Puede resultar llamativo que al tiempo que se excluye para las AV la posibilidad de asegurar emisiones, pues es una actividad que implica importantes riesgos y la posible toma de posiciones por cuenta propia, no se haga lo mismo con la actividad complementaria de *"servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento"*. Ello responde a que tales servicios, aunque no estén específicamente definidos, deben incluir actividades más próximas al asesoramiento que al propio aseguramiento, por lo que debe

entenderse que en ningún caso tales servicios puedan conllevar riesgos.

c) Las Sociedades Gestoras de Carteras, que sólo pueden realizar la actividad de gestión discrecional e individualizada de carteras, entre los servicios de inversión, y las de asesoramiento (apartados d, y f), entre las actividades complementarias.

Se ha excluido en la Ley la mediación en la colocación de emisiones para las carteras gestionadas, una actividad que aparecía en los distintos proyectos anteriores. Se trata de una actividad que entraña fuertes conflictos de interés y que, teóricamente, puede estar en contra de la gestión individualizada y adaptada a cada cliente exigida literalmente por el apartado 1.d) del artículo 63. Acudir como colocador a una emisión y obtener una remuneración del emisor por ello, con objeto de asignar los valores a unas carteras sobre las que se tiene libre disposición supone un fuerte conflicto de interés *per se*. Por otra parte, la colocación masiva de unos determinados valores a todas o gran parte de las carteras podría estar en contra del estudio pormenorizado que cada cartera exige y la adquisición de los valores más ajustados a las necesidades del cliente.

En este caso se ha omitido, sin embargo, la referencia a la prestación de servicios relacionados con el aseguramiento a la que se hacía mención para las AV (apartado e, del artículo 62.2). No obstante, el ejercicio de tal actividad, no está sometido a reserva de ningún tipo (en la mayoría de los casos es ejercida por despachos de abogados, entidades de asesoramiento, etc.), por lo que esta omisión parece responder más a un formalismo que a una limitación real.

En general, la actividad principal de las SGC está más relacionada con el asesoramiento a empresas o sobre inversión que con la prestación de servicios relacionados con el aseguramiento. Tal vez por ello el legislador no ha considerado necesario hacer una mención expresa a esta actividad, aunque puede entenderse que si no está sometida a reserva y, en consecuencia, puede ser realizada por cualquier persona o entidad sin más límite que el respeto a las normas de conducta aplicables, también puede realizarse por las SGC que, además, están sometidas a supervisión. Lo mismo se puede decir respecto a la actividad de alquiler de cajas de seguridad.

Caso distinto es la "actuación como entidad registrada para realizar transacciones en divisas vinculadas a los servicios de inversión". Como ya se ha

mencionado anteriormente, las SGC no desarrollan actividad financiera alguna, no toman dinero ni valores de sus clientes, por lo que queda completamente ajena a su actividad. Las transacciones en divisas deberán ser realizadas por la entidad que mantenga la cuenta de efectivo del cliente, por lo que la actuación como entidad registrada es innecesaria para una SGC.

4. Novedades en las actividades a desarrollar por las ESI

El artículo 63 enumera los servicios de inversión y actividades complementarias que pueden realizar las ESI y los instrumentos a los que se deben referir (número 4). A su vez, dicho artículo remite al 2, en el que se establecen los valores e instrumentos que entran en el ámbito de aplicación de la Ley.

La nueva relación de servicios y actividades presenta algunas novedades con respecto a la del artículo 71 de la Ley de 1988:

a) Entre las actividades complementarias se hace mención expresa al asesoramiento en materias relacionadas con el mercado de valores tales como estructura de capital, estrategia industrial, inversión en uno o varios instrumentos, etc. (apartados d, e y f del punto 2), mención que en el artículo 77 de la antigua Ley era genérica.

b) Se incorpora una nueva actividad: el "alquiler de Cajas de Seguridad". Esta novedad, recogida de la DSI, es habitualmente prestada en España por entidades de crédito y compañías de seguridad, sin que se haya constatado una demanda por parte de las SAV para su realización. Su presencia entre las demás, al menos en España, no parece, por tanto, de gran trascendencia.

c) Se vincula la concesión de créditos o préstamos a la realización por parte del prestatario de la operación a través de la entidad que lo otorga. No supone en realidad una auténtica novedad, pues habitualmente tal situación se da en la práctica.

d) Desaparecen como actividad expresamente citada "la adhesión al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores". En realidad tal previsión cabe entenderla incluida en la actividad de depósito y administración de valores y llevanza del registro de anotaciones en cuenta, en que la adhesión al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores no supone más que un trámite necesario.

Por lo que respecta a los instrumentos sobre los que se prestan las actividades, parece haber más novedades. Sin ánimo de ser exhaustivos, pues la lista de instrumentos es muy abierta, aparecen expresamente las divisas, los instrumentos cuyo subyacente no sea financiero (referido fundamentalmente a materias primas) y los instrumentos del mercado monetario que no tengan la condición de valores.

Esta ampliación de productos, que sí era demandada por el sector, permitirá una mayor diversificación de la oferta a clientes, pero al mismo tiempo exigirá que algunas entidades que habitualmente desarrollaban actividades sobre estos instrumentos sin ningún tipo de supervisión deban transformarse en ESI si quieren seguir desarrollándolas.

Para terminar con este apartado dedicado al nuevo régimen de actividades e instrumentos de las ESI, hay que mencionar que la relación de actividades nacida de la regulación comunitaria puede ser adaptada por el Gobierno para ajustarla a las modificaciones que pudieran surgir. También queda habilitado el Gobierno para regular, si ello fuera necesario, la forma de prestar los servicios de inversión y actividades complementarias.

III. EL NUEVO RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ESI

1. Objeto Social

El artículo 67.1 de la Ley establece como requisito para obtener y conservar la autorización como ESI que tenga como objeto social exclusivo *“la realización de las actividades que les sean propias conforme a la Ley”*. Esta pretendida exclusividad tiene, sin embargo, matices muy diferentes a la exigida por la Ley de 1988.

Ya se ha comentado que las ESI deben tener como actividad principal la realización de los servicios de inversión, aunque el carácter de “principal” no debería interpretarse de forma limitativa sino extenderse a las actividades complementarias. En consecuencia, la parte más importante, el núcleo, del objeto social de las ESI lo debe constituir la relación de servicios y actividades de dicho artículo referidas a los instrumentos señalados en la Ley, lógicamente adaptadas a la capacidad operativa de cada entidad (Sociedad o Agencia de Valores, o Gestora de Cartera).

Sin embargo, no son ésas las únicas actividades que la Ley reconoce a las ESI. El punto 3 del artículo 63 establece la posibilidad, que debe ser definida regla-

mentariamente, de realizar *“otras actividades previstas en los números anteriores, referidas a instrumentos no contemplados en el número siguiente”* (se refiere a los instrumentos del 63.4), condicionado todo ello a que *“se resuelvan en forma adecuada los posibles conflictos de interés entre ellas y sus clientes, o entre los intereses de distintos clientes”*.

Esta norma rompe, como decíamos antes, con el sentido de exclusividad de objeto de la Ley de 1988 y deja una puerta abierta a otras actividades y otros instrumentos, pero ¿a qué actividades e instrumentos puede referirse?

En cuanto a las actividades resulta difícil imaginar algunas, diferentes de las señaladas en la Ley, que sean susceptibles de ser realizadas de forma accesorio por las entidades que operan en los mercados de valores, teniendo en cuenta su especialización sectorial y estructura empresarial (la Ley ya reconoce de forma general la intermediación o comercialización, el asesoramiento o la inversión por cuenta propia). Por ello, parece que la norma debe referirse más a la realización de las actividades ya señaladas (dejando la posibilidad, aún sin determinar, de que eventualmente pudieran surgir otras), aunque sobre otros instrumentos.

Es precisamente en lo que respecta a los instrumentos donde se pueden interpretar importantes novedades. Hay gran cantidad de instrumentos no reconocidos expresamente por la Ley que pueden ser objeto de prestación de servicios para clientes tales como obras de arte, metales preciosos, materias primas, productos bancarios y de seguros, inmuebles, etcétera.

No obstante, conviene reflexionar sobre qué tipo de servicios o actividades pueden prestarse sobre estos instrumentos para ser compatibles con la redacción de la Ley. En general, el asesoramiento, la intermediación o comercialización de instrumentos como los señalados anteriormente no conllevan la asunción de riesgos, ni tienen por qué plantear conflictos de interés con clientes, ni entre ellos, distintos de los que se producen con el resto de instrumentos. Además, se trata de productos muy relacionados con la inversión en valores o sustitutivos de ellos, por lo que son habitualmente demandados por los mismos inversores. En consecuencia, si la entidad opta por prestar un servicio global debe poner otras alternativas de inversión al alcance de sus clientes.

Caso aparte es la negociación por cuenta propia. La inversión en instrumentos como las obras de arte,

cuyo riesgo es de difícil cuantificación y su liquidez escasa, podría poner en riesgo la solvencia de la entidad si no se toman las medidas adecuadas y plantear importantes conflictos de interés. Es, por tanto, en este ámbito donde deben incidir los desarrollos correspondientes para determinar el alcance de instrumentos que pueden ser objeto de inversión.

2. Denominación de las ESI

La Ley mantiene la reserva de denominación a favor de las ESI, que necesariamente deberán incluir la referencia al tipo de entidad (Sociedad de Valores, Agencia de Valores o Sociedad Gestora de Cartera, o sus abreviaturas SV, AV y SGC) en todos los documentos o actos en que deban identificarse (artículo 64.5).

Como novedad frente al régimen anterior (11), desaparece la obligatoria mención expresa a la pertenencia al mercado bursátil, que hacía que las entidades tuvieran que añadir a su denominación la expresión "y Bolsa". Ello puede tener su justificación en la ruptura del monopolio bursátil que anteriormente ostentaban en exclusiva las SAV. En el nuevo contexto, podrán ser miembros del mercado bursátil, además de las ESI españolas, las extranjeras e incluso, a partir del año 2000, las entidades de crédito, figuras que no incorporan en su denominación tal referencia.

Con esta novedad se elimina también un trámite burocrático. Los nuevos miembros, culminada la adquisición de acciones de las Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente y modificado el Programa de Actividades, no necesitarán cambiar su denominación para incluir el término "y Bolsa", como hasta ahora, e inscribirlo en el Registro Mercantil y en el de la CNMV.

Por último, el régimen de reserva de denominación se completa con la prohibición (12) de inscribir entidades cuya denominación sea contraria a lo dispuesto en la Ley, o con su nulidad cuando se haya practicado dicha inscripción, bien de oficio o a petición de la CNMV.

3. Capital Social de las nuevas ESI

El requisito de capital social mínimo es uno de los aspectos que más pueden condicionar el desarrollo del sector de ESI en el futuro. La Ley deja a desarrollo reglamentario su cuantificación, exigiendo no obstante, que se tenga en cuenta "la clase de empresa de

servicios de inversión de que se trate y el tipo de actividades que realicen" (artículo 67 *in fine*).

La DSI se remite a la de Directiva de Adecuación de Capital para fijar los mínimos en el ámbito europeo. Estos mínimos varían entre los 50.000 y 730.000 euros, según el tipo de ESI y actividades que se realicen, y pueden ser superados por cada Estado miembro. No obstante, la fijación de mínimos por cada Estado, superiores a los europeos, es un aspecto de trascendental importancia que redundará en la competencia entre los sectores de los distintos países.

Por un lado, los Estados se ven obligados a adoptar los mínimos europeos para impedir el "arbitraje regulatorio" del resto y favorecer la localización de empresas en su territorio; es decir, evitar que la entidad se constituya en un Estado con el mínimo más bajo y que actúe en otro mediante "pasaporte comunitario". Por otro, la fijación de una barrera de entrada demasiado baja para el sector, no es necesariamente beneficiosa. La entrada de empresas poco capitalizadas y, por ello, con mayores riesgos de insolvencia, desprestigian al sector en general ante una crisis.

El desarrollo reglamentario que fije los capitales mínimos debe tener en cuenta ambos razonamientos y la experiencia acumulada con los capitales mínimos actuales (13). Para su fijación habrá que considerar, además de los efectos de la competencia de entidades foráneas, la posible entrada de nuevas entidades al sector y también las alteraciones en la distribución entre los distintos tipos de ESI ya que, dependiendo de los capitales mínimos de cada categoría, algunas empresas podrán acceder a capacidades operativas superiores.

Este último efecto puede observarse en el cuadro número 1, en el que se muestra numéricamente las entidades que dispondrían (con datos de junio de 1998) de patrimonio suficiente para conseguir distintos niveles de capital social mínimo, únicamente capitalizando sus reservas.

Así, por ejemplo, si el capital mínimo para acceder a la condición de SV fuera de 500 millones, 12 Agencias estarían ahora mismo en disposición de conseguirlo. Si se redujera aún más, por ejemplo, a 200 millones (recordemos que 730.000 euros, capital mínimo establecido a nivel europeo para empresas con capacidad plena, equivalentes a nuestras SV, es algo más de 120 millones de pesetas), podrían acceder a dicha condición 36 Agencias (algo más del 60 por 100 del sector de agencias).

CUADRO NÚM. 1
CAPITALES MÍNIMOS QUE PUEDEN ALCANZAR LAS ENTIDADES

Número de Entidades	TOTAL ENTIDADES	CAPITAL > 200 mill.	CAPITAL > 250 mill.	CAPITAL > 400 mill.	CAPITAL > 500 mill.	CAPITAL > 750 mill.
Agencias de Valores	59	36	28	17	12	6
	TOTAL ENTIDADES	CAPITAL > 50 mill.	CAPITAL > 75 mill.	CAPITAL > 100 mill.	CAPITAL > 125 mill.	CAPITAL > 150 mill.
Sociedades Gestoras de Carteras	46	26	25	20	17	15

Algo parecido ocurriría con las SGC. Si el capital mínimo de las Agencias se redujera a la mitad, es decir a 75 millones, 25 SGC (más de la mitad) estarían en disposición de acceder a dicha condición.

De todas formas, no es sólo el capital mínimo el determinante para elegir un tipo de ESI (hay 15 SGC y 6 AV que podrían transformarse con los capitales mínimos actuales y no lo hacen). En muchos casos es mejor, desde un punto de vista comercial o por vocación de negocio, mantenerse en un determinado *status* jurídico. Una posible forma de compatibilizar las distintas categorías de ESI y capacidades operativas podría ser graduar los capitales necesarios según el tipo de actividades que deseen realizar de forma que existieran varios niveles de capital mínimo en cada tipo de ESI. Esta posibilidad permitiría diferenciar a entidades que, aun estando dentro del mismo tipo, asuman riesgos muy diferentes.

En cuanto a la entrada de nuevas entidades al sector, poco se puede aventurar; tal vez la conversión de representantes o entidades que realicen asesoramiento pueda ser la principal fuente de la que pueda nutrirse el sector.

4. El Programa de Actividades

El Programa de Actividades (artículo 66.2) es una nueva versión de la Declaración de Actividades aunque, como veremos, su trascendencia es mucho mayor.

Este documento se configuraba en la Ley de 1988 como una autolimitación de la entidad en las actividades a realizar, de entre todas las permitidas por el artículo 71. En la práctica, eran pocas las entidades que voluntariamente se autolimitaban ya que ello apenas representaba ninguna ventaja para la entidad. Las SAV optaban habitualmente por declarar todas las actividades posibles, con independencia de que realizaran unas u otras para evitar posibles modificaciones posteriores. El único "inconveniente" era la necesidad de incluirlas en el folleto de tarifas o

de registrar un contrato-tipo en la CNMV si entre dichas actividades estaban las que requerían tal documento (Depósito y Administración de Valores y Gestión de Carteras).

La verdadera utilidad de la Declaración surgía para las entidades cuyos accionistas incurrieran en la incompatibilidad del artículo 68 de la Ley (14). La solución en estos casos pasaba por un reparto de las actividades, formalizado a través de la exclusión mutua de Declaraciones, entre las entidades de valores afectadas.

Con la nueva Ley las incompatibilidades de accionistas desaparecen, por lo que el Programa de Actividades dejará de cumplir la función antes señalada y recuperará su función original, además de servir para la acreditación de medios suficientes ya que en este documento se integra lo que en la normativa anterior se denominaba genéricamente "memoria de medios".

El artículo 66.2 establece que, entre los documentos que acompañen la solicitud de creación de una ESI, debe figurar "*un programa de actividades, en el que de modo específico habrán de constar cuáles de aquéllas previstas en el artículo 63 pretende realizar la empresa y con qué alcance, así como la organización y medios de la misma*". Por su parte, el artículo 68.2 otorga un carácter más solemne al Programa al exigir que "*toda alteración de los específicos servicios de inversión y actividades complementarias inicialmente autorizados requerirá autorización previa otorgada conforme al procedimiento de autorización de nuevas entidades, previo informe de la CNMV e inscribirse en los Registros de esta Comisión*". El mismo artículo establece la posible denegación de la solicitud "*si estima insuficientes la organización administrativa y contable de la entidad, sus medios humanos y técnicos, o sus procedimientos de control interno*".

Dicha norma establece determinadas medidas para asegurar que, cuando la entidad restrinja sus actividades, no queden operaciones o saldos pendientes,

para lo cual se habilita a la CNMV, incluso para intervenir la liquidación de operaciones pendientes.

Del contenido de las normas anteriores, se pueden extraer algunas conclusiones sobre la finalidad y funcionamiento del Programa de Actividades:

a) El programa debe referirse, no sólo a los servicios de inversión y actividades complementarias incluidos en los puntos 1 y 2 del artículo 63, sino también a aquéllas otras distintas de las anteriores o realizadas sobre otros instrumentos (punto 3 del artículo 63).

b) Deberá incluir también, por razones de transparencia, las actividades complementarias que no están sometidas a reserva por el artículo 64.6 (asesoramiento y alquiler de cajas de seguridad).

c) La descripción debe realizarse con detalle. Un detalle mayor que el exigido en el objeto social, en el que a menudo son frecuentes las simples referencias a la norma que habilita para realizar las actividades. El Programa debería, en cambio, hacer referencia expresa al menos a:

— Los servicios de inversión, actividades complementarias y otras permitidas por el artículo 63.3 que se desean realizar.

— Los instrumentos sobre los que se realizará cada actividad en particular.

— Definición del alcance. El alcance que cita la norma parece referirse al ámbito territorial, de clientes o, en general, a condicionantes que pudieran restringir uno general e ilimitado.

— Los Estados en los que se pretende actuar, tanto de la Unión Europea como de otros países y las actividades y forma de actuación, sucursal o libre prestación de servicios, en cada uno de ellos.

— Los mercados secundarios a los que desea pertenecer.

— Los medios organizativos, materiales y humanos asignados a cada actividad.

d) La entidad debe limitarse a declarar aquéllas que realmente va a realizar. Por una parte, porque carece de sentido organizar y asignar medios a una actividad que no se va a realizar. Por otra, porque el cumplimiento del Programa debe ser supervisado por la CNMV y requerirá opinión de los auditores externos.

e) La justificación de medios asignados así como los procedimientos administrativos y el control deberán ajustarse al modelo de Memoria establecido en la Circular 1/98 (15).

f) Las modificaciones del Programa de Actividades, al estar dicho documento incluido específicamente en los que acompañan la autorización de la ESI, requieren Orden del Ministro de Economía y Hacienda. Esta novedad podría restar agilidad a las modificaciones, pero les otorga mayor solemnidad y rigor.

g) No debería ser objeto de autorización ministerial, y así habría que contemplarlo reglamentariamente, la inclusión o restricción de actividades no sometidas a reserva. Incluso podría plantearse su necesidad cuando se trate de restricciones de actividades poco relevantes, aunque estén sometidas a reserva.

h) La restricción o limitación de actividades debe ser supervisada por la CNMV con objeto de comprobar que no quedan operaciones o saldos pendientes.

i) Junto al Programa de Actividades, la CNMV debe comprobar el folleto de tarifas y los contratos-tipo de la entidad.

Todos los elementos anteriores encuentran su razón de ser cuando se trata de SAV, pero en el caso de SGC, al ser su actividad más limitada, se presentan algunos matices singulares que resulta conveniente analizar.

Las SGC sólo están habilitadas para realizar uno de los servicios de inversión (la gestión de carteras); el resto son, como ya se comentó, actividades sin reserva, por lo que su Programa debe ser autorizado exclusivamente en relación con esta actividad y, en su caso, sobre las otras actividades que las ESI puedan realizar o sobre otros instrumentos, aunque habrá que estar a lo que los desarrollos reglamentarios establezcan al respecto.

Cabe reflexionar brevemente sobre la publicidad que debe darse al Programa de Actividades. La Ley no dice nada al respecto, aunque tampoco lo hacía la anterior que establecía su Registro Público por desarrollo reglamentario. El conocimiento por el público de las actividades que realiza cada ESI y su alcance debe ser una referencia básica para sus clientes, que justifica su publicidad tanto por la CNMV como por las propias entidades. Ahora bien, no parece que tal publicidad deba incluir la organización y medios con que cuenta la entidad, siendo esta información relevante

exclusivamente a efectos de su autorización o valoración posterior por la CNMV.

5. Régimen de los accionistas de las ESI

En este ámbito, la Ley también incorpora importantes novedades. Por un lado, porque desaparece el régimen anterior de incompatibilidades de los socios de SAV y, por otro, porque la adquisición de acciones o participaciones de una ESI deja de tener una dimensión meramente informativa, para convertirse en un mecanismo de supervisión activa que va a exigir autorización por parte de la CNMV.

Ambos cambios están íntimamente relacionados, ya que el régimen de incompatibilidades de la Ley de 1988 se justificaba precisamente por la falta de control sobre las transmisiones. Ahora se produce el hecho contrario, se supervisan las transmisiones pero no existen incompatibilidades.

A) Eliminación de las incompatibilidades

Las incompatibilidades de la Ley de 1988 imponían, en líneas generales (16), la prohibición de que una SAV participara en otra o en una SGIIC, que las SGIIC participaran en las SAV y, como aspecto más relevante, que una misma persona participara en dos SAV.

Precisamente, este último aspecto es el que, en la práctica, más problemas ha suscitado durante los nueve años de vigencia de la Ley. Este precepto pretendía posiblemente no dejar en manos de un reducido número de grupos financieros un sector, en aquél momento incipiente, especialmente en el ámbito bursátil y evitar el abuso de la posible posición de dominio. Hoy día, el sector está consolidado, el número de entidades, su actividad real y la posible entrada de nuevas ESI a la luz del "pasaporte comunitario", aseguran altos niveles de competencia. Al mismo tiempo, la existencia de normas de conducta, especialmente de "murallas chinas", garantiza el comportamiento ético de las entidades para evitar abusos y conflictos de interés.

El complejo entramado de participaciones cruzadas del sistema financiero español hacía muy difícil la aplicación literal del precepto que, recordemos, habla de participación directa o indirecta. Piénsese que cualquier entidad bancaria que tuviera como filial una SAV simplemente al adquirir en Bolsa, como inversión, valores emitidos por otro banco que a su vez tuviera otra SAV, estaría incumpliendo la norma.

Ello exigió una interpretación flexible, incorporando conceptos como el control efectivo, el carácter finalista de la inversión (con ánimo de tener presencia efectiva en la SAV, presencia en el Consejo de Administración, etc.). Aun así, el respeto a la norma hacía que no se pudieran superar porcentajes de participación bajos y se tuvieron que buscar alternativas como la ya comentada de exclusión mutua de actividades, medida necesaria que, con frecuencia, entorpecía el normal desarrollo de la entidad.

Otra de las incompatibilidades que desaparecen es la que exigía que en el capital de las AVB sólo hubiera personas físicas. Este requisito, que tal vez podría haberse incluido como Disposición Transitoria en la antigua Ley más que como una norma con voluntad de permanencia, perseguía un doble objetivo: primero, imponer una barrera de entrada más alta para la presencia en Bolsa de los grupos financieros (que debían crear necesariamente una SV, es decir aportar 750 millones de pesetas) y, segundo, reservar una ventaja a los antiguos Agentes de Cambio y Bolsa, a los que la propia Ley había desplazado del monopolio de la contratación bursátil. Ambos motivos carecen de sentido en la actualidad.

Relacionada con esta última, desaparece también la incompatibilidad que afectaba a Notarios y Corredores de Comercio a los que se limitaba al 10 por 100, su participación en SAV.

En suma, podemos decir que la eliminación de las incompatibilidades aparece como un elemento de gran trascendencia para muchas entidades del sector. Por un lado, porque permitirá el desarrollo empresarial y estructuras de grupo basadas en criterios económicos o de vocación de negocio más que por restricciones o limitaciones basadas en un riguroso régimen de incompatibilidades. Por otro, porque podría contribuir a la creación de nuevas entidades participadas por ESI, por ejemplo, especializadas en áreas de actuación concretas, o con vocación de actuación internacional, cuando esa posibilidad sea costosa para una entidad sola. Esta opción puede resultar altamente atractiva teniendo en cuenta el aumento de competencia que subyace en el contexto económico en el que se desarrolla el sector en estos momentos. Por último, la eliminación de la exigencia de que los accionistas de las AVB sean personas físicas permitirá una mayor racionalidad en la dotación de recursos de las entidades que tengan por vocación ser miembros de Bolsa manteniendo su *status* de Agencia de Valores, es decir, sin asunción de riesgos derivados de la operativa por cuenta propia.

B) El nuevo régimen de los accionistas de las ESI

El nuevo régimen se basa en el control, conforme a unas reglas, tanto en la constitución o creación de la ESI como en las transmisiones posteriores, cuando sean significativas.

Existen tres casos que conviene analizar por separado: 1) que el control se vaya a ejercer por una ESI autorizada en un Estado de la Unión Europea o por personas o entidades vinculadas a ella; 2) que se trate de ESI o de personas o entidades de fuera de la Unión Europea y 3) el resto de los casos; esto es, personas o entidades no vinculadas a ESI extranjeras y accionistas nacionales.

1) Control por ESI o personas o entidades de la Unión Europea

El artículo 66.3 establece la obligación de “*consulta previa con la autoridad supervisora del correspondiente Estado de la Unión Europea*” cuando el control vaya a ejercerse por personas vinculadas a ESI europeas (17)

El sentido de la norma parece indicar que la consulta es vinculante y que si la autoridad supervisora no manifiesta ningún inconveniente, la autoridad competente española no podría oponerse a la participación por falta de idoneidad. Parece lógico que sea así, pues los requisitos de idoneidad son los recogidos en la DSI y, en consecuencia, comunes para todos los Estados, debiéndose reconocer la idoneidad valorada en otro Estado miembro.

2) Control por persona o entidad no comunitaria

Es un caso distinto al anterior. La autorización de la nueva entidad o las transmisiones posteriores podrán denegarse por falta de idoneidad de los accionistas como en el caso general. No obstante, aun siendo idóneos, deberá suspenderse, denegarse o limitar los efectos de la adquisición, cuando no exista reciprocidad por parte del país de origen. Este requisito de reciprocidad que ya existía en la Ley de 1988, aunque sólo afectaba a los miembros de Bolsa, viene referido en esta ocasión no sólo a España sino a la Unión Europea en su conjunto. Así, la norma prevé el supuesto de denegación en el caso “*que haya sido notificada a España una decisión adoptada por la Comunidad al comprobar que las empresas de inversión comunitarias no se benefician en dicho Estado de un trato que ofrezca las mismas condiciones de competencia que a sus entidades nacionales, y que no se cumplen las condiciones de acceso efectivo al mercado*” (18).

3) Resto de casos. Valoración de la idoneidad

El artículo 67.1 de la Ley establece como una de las causas para denegar la autorización solicitada para constituir una ESI, la falta de idoneidad de los accionistas que vayan a tener “*una participación significativa tal como se define en el artículo 69*”. Este nuevo requisito se crea al objeto de “*garantizar una gestión sana y prudente*” de la nueva entidad.

Antes de analizar lo que se entiende por idoneidad, según la Ley, conviene reflexionar sobre el alcance de su valoración:

a) Sólo se puede valorar la idoneidad de las participaciones significativas, definidas según el artículo 69 (19). Ello implica que, aunque una persona no cumpla los requisitos de idoneidad, no podría impedirse su participación en tanto no sea significativa.

b) La idoneidad se debe valorar a efectos de garantizar una gestión sana y prudente de la entidad. Por lo que si ésta quedara garantizada totalmente por otras vías (por ejemplo, porque otro accionista mayoritario así lo hiciera), tampoco sería necesario valorarla. Dicho de otra forma, la idoneidad se debe analizar en la medida en que la participación de los accionistas pueda influir en la sociedad, pero no si la participación se limita a una aportación de capital sin ejercicio de influencia o control.

La idoneidad, según el artículo 67, que transpone literalmente la DSI, se apreciará en función de:

1º.- La honorabilidad empresarial y profesional de los accionistas

Se trata de apreciar un concepto complejo, cuya traslación práctica va abocada a una estimación inversa. Es decir, lo que realmente se debe comprobar es si el accionista no es honorable, concepto que necesariamente exige datos constatados. Podrían servir como referencia para valorar la honorabilidad los requisitos que se exigen a los miembros del Consejo de las ESI en el apartado g) del punto 2 del artículo 67 (20).

2º.- Los medios patrimoniales con que cuenten dichos accionistas para atender los compromisos asumidos.

Para entender este precepto, hay que señalar que, en principio, el principal compromiso que asume un accionista al adquirir una participación en el capital de una entidad es el desembolso de las acciones. No obstante, no parece que la Ley se refiera a este supuesto

ya que si se trata de una entidad de nueva creación, se exige que, al menos el capital mínimo, esté totalmente desembolsado aunque podría ocurrir, sin embargo, que la entidad se constituyera con un capital superior al mínimo y quedara una parte por desembolsar.

En cualquier caso, no parece que la Ley se refiera a este tipo de compromisos, pues ya la legislación mercantil ofrece suficientes cautelas al respecto. La norma parece referirse a aspectos vinculados a la situación de la empresa en un momento posterior a su creación y relacionados con compromisos frente al supervisor, los clientes o el resto de accionistas por situaciones especiales como, por ejemplo, el reflotamiento, nuevas aportaciones de fondos, cambios en la actividad, aportación de nuevas vías de negocio o de clientes y similares. En tal caso, en primer lugar debe exigirse transparencia en los compromisos a efectos de poder formar una opinión razonada al respecto y, después, que existan razones para pensar que el compromiso asumido se puede cumplir.

3º.- 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 aquéllas.

Este requisito para determinar la idoneidad, parte de la posibilidad de contagio entre accionistas y ESI, situación que sólo es posible en la medida en que se realicen operaciones entre ellos, directa o indirectamente, o en el caso más extremo de que los accionistas pierdan sus acciones en una situación crítica (por ejemplo, embargo), afectando ello al control de la empresa y a su estabilidad.

La Ley no dice nada sobre la posibilidad de que la condición de accionista se adquiera de forma sobrevenida, por lo que este supuesto podrá ser regulado reglamentariamente. No obstante, en una interpretación coherente del artículo 69.9, debe entenderse que quien corra el riesgo de perder el control de una ESI deba comunicarlo al supervisor desde el momento en que tenga conocimiento de ello.

Por último, resulta llamativa la referencia expresa a actividades no financieras de los accionistas, aunque como ya se ha dicho, procede de la DSI. La razón para este tratamiento distinto según sean actividades financieras o no financieras, puede ser debida a la dificultad técnica de valorar riesgos no financieros; tal vez por ello no se utilice el mismo término de "alto riesgo" y se sustituya por exposición "inapropiada". El

problema real radica en que si ya es difícil valorar los riesgos no financieros, más complicado es valorar la idoneidad en base a ello, y más aún determinar si la empresa queda expuesta a riesgos de forma apropiada o inapropiada.

6. Régimen de los administradores de las ESI

Al igual que ocurría en el caso de accionistas de las ESI, la primera novedad es la eliminación de las incompatibilidades de la Ley de 1988 (21).

Las incompatibilidades consistían en que quien fuera miembro del consejo de una entidad con valores admitidos a cotización, de una SGIIIC, Entidad Gestora de Fondos de Pensiones o SGC, no podía ser miembro del consejo de una SAV. Además, quien fuera consejero de una SAV no podía serlo de otra.

El objetivo no era sino imponer un límite a los flujos de información privilegiada o reservada en un contexto en que las normas de conducta y las mallas chinas, hoy de sobra conocidas y asumidas por las entidades, no estaban suficientemente implantadas. La incompatibilidad era una forma de asegurar la independencia de unas entidades con respecto a otras, pero también con respecto a los emisores de los valores, origen más frecuente de la información privilegiada o reservada.

En la práctica, las incompatibilidades no podían asegurar que no hubiera flujos de información, pues podían incorporarse como administradores a personas nominalmente compatibles pero dependientes de alguna otra que no lo fuera. El respeto a las normas de conducta y el establecimiento de procedimientos para controlar los flujos de información, parecen ser un instrumento mucho más eficaz para estos fines.

Además, surgía el problema de atribución de responsabilidad a los consejeros. En muchos casos, se trataba de mandatarios de personas incompatibles, por lo que difícilmente podían asumir compromisos o responsabilidades, sin contar con el mandante.

Las incompatibilidades se completaban con la prohibición a Notarios y Corredores de pertenecer al consejo de las SAV.

Las nuevas normas sobre los requisitos de los consejeros de las ESI, no difieren en lo sustancial con los requisitos que debían cumplir en la legislación anterior:

1.- Se establece un número mínimo de cinco consejeros para las SV y de tres para las AV y SGC. Precisamente la extensión del requisito para las SGC es la única novedad en este aspecto.

2.- Se exige reconocida honorabilidad en los Consejeros, Directores Generales y asimilados. Resulta llamativo que para los accionistas se exija simplemente dicha honorabilidad, cuando para los consejeros, ésta debe ser, además, "reconocida". Tal diferencia no parece ir más lejos de una distinta redacción, ya que, como se comentó con los accionistas, en la práctica la exigencia de honorabilidad opera a la inversa, es decir hay que demostrar su ausencia.

3.- Ante la falta de una definición clara de la honorabilidad, se establecen una serie de supuestos de incompatibilidad con el cargo (condena penal, inhabilitación, etc.) (22) más extensas que en la Ley de 1988. Tales supuestos son, en la práctica, el punto de partida para demostrar la falta de honorabilidad.

4.- Se exigen experiencia y conocimientos adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores. En el Real Decreto 276/1989 se establecía como criterio para determinar la existencia de experiencia y conocimientos, el haber desempeñado, al menos durante dos años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de Entidades financieras o funciones relacionadas con el mercado de valores en otras Entidades Públicas o Privadas.

7. El acceso a los Mercados Secundarios de las ESI

La definición de ESI del artículo 62.2 hace mención expresa, con ánimo de destacarlo, a la posibilidad de "ser miembros de los mercados secundarios oficiales si así lo solicitan". La pertenencia, en calidad de miembros, a los mercados secundarios es una de las actividades principales de las ESI y, en el caso de España y con referencia al mercado bursátil, un monopolio que se rompe con la nueva Ley en favor de las entidades de crédito y las sucursales de ESI extranjeras (23).

Para hacer efectiva su pertenencia a un mercado, las ESI deben cumplir dos requisitos: incorporarlo a su Programa de Actividades (capacidad) y solicitarlo al mercado correspondiente, adquiriendo el "compromiso de cumplir las reglas de organización del mismo, incluidas las relativas a la compensación y liquidación en él efectuadas" (24), con excepción del Mercado de

Deuda Pública en Anotaciones que se rige por lo dispuesto por sus normas específicas de los artículos 55 a 58 (el mercado de Deuda Pública en Anotaciones exige determinados requisitos especiales, debido a sus particulares características como, por ejemplo, unos determinados recursos propios mínimos).

En primer lugar, el Programa de Actividades tendrá que hacer mención, de forma genérica, al servicio de inversión de "ejecución de órdenes por cuenta de terceros", pero además, será necesario indicar específicamente el mercado del que se desea ser miembro, justificando los medios organizativos y materiales asignados a dicho servicio. La CNMV, una vez valorados éstos, deberá expedir un certificado acreditando la capacidad.

En segundo lugar, es necesario solicitarlo al mercado correspondiente adjuntando, como es lógico, el certificado de capacidad, y comprometiéndose al cumplimiento de sus reglas de funcionamiento, que podrán ser distintas para cada uno de ellos. No se dice nada sobre si el compromiso requiere alguna forma concreta (acuerdo del Consejo, mención expresa en la solicitud, etc.). No parece que sea necesaria ninguna forma concreta, sino que debería entenderse su asunción desde el momento que se adquiriera la condición de miembro.

En todo caso, la adquisición de dicha condición requiere un acto expreso de admisión por el organismo rector correspondiente.

La Ley no aborda, dejando a cada mercado la posibilidad de hacerlo, el tan debatido requisito de la presencia física. Su exigencia para los distintos mercados dependerá del contexto de competencia con otros mercados extranjeros y sus posibles alianzas, así como las limitaciones técnicas que pudieran hacer aconsejable ésta.

La presencia física suele tener un efecto de barrera de entrada, ya que exige no sólo disponer de los medios para realizar la actividad, sino también disponer de ellos en un lugar determinado, lo que aumenta considerablemente los costes. La sustitución progresiva de los mercados de corros o de viva voz por mercados electrónicos, que técnicamente no exigen la presencia física, hacen de que este requisito se configure más como un requisito estratégico.

IV. PROCEDIMIENTO DE AUTORIZACIÓN DE LAS ESI

Las ESI deben ser autorizadas por el "*Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV*" (25), que será el organismo encargado de la tramitación del expediente.

No hay novedades en cuanto al procedimiento y plazos de autorización así como tampoco en los pasos a seguir una vez que la entidad es autorizada para iniciar su actividad (inscripción en los Registros Mercantil y de la CNMV) (26).

Sí se produce, en cambio, una novedad importante en lo que respecta a la posibilidad de transformación de otras entidades para convertirse en ESI. Dicha opción sólo era reconocida en la normativa anterior para la transformación de cualquier sociedad en SGC y para la transformación de éstas en SAV (27) a lo que habría que añadir la posibilidad transitoria de transformación para determinados tipos de entidades, al inicio de la Reforma de 1988 (Sociedades Instrumentales de Agentes de Cambio y Bolsa, Sociedades que hubieran venido realizando actividades del Mercado de Valores, Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero, SGIC, etcétera).

Esta novedad representa una medida decisiva para fomentar la entrada de nuevas entidades al sector reduciendo los costes que la creación de una entidad nueva y el desembolso del capital en efectivo conllevan. No obstante, no está exenta de problemas prácticos, como la necesidad de cortar radicalmente con la actividad anterior de la entidad transformada y evitar que la posibilidad de incidencias o contenciosos originados con anterioridad puedan afectar a su desarrollo futuro.

Posiblemente, el origen de nuevas entidades que puedan aprovechar esta oportunidad para entrar en el sector haya que buscarla en representantes que hayan adquirido un volumen suficiente de negocio como para emprender la actividad en solitario, y sociedades filiales de grupos de ESI que deseen ampliar su ámbito de actuación (por ejemplo, entidades dedicadas al asesoramiento que además quieran realizar intermediación en valores con sus clientes).

Más discutible es si resultará o no efectiva la posibilidad de que las ESI adopten la figura jurídica de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Efectivamente, no hay razón objetiva para que, necesariamente, deban ser Sociedades Anónimas, con lo que la medida cabe calificarse de liberalizadora, pero la figura presenta

algunos inconvenientes como, por ejemplo, la transmisión de sus participaciones, que disminuyen su atractivo.

Otra de las novedades importantes entre los requisitos para obtener la autorización como ESI que merecen un comentario especial son: la acreditación de organización y medios adecuados, la exigencia de un reglamento interno de conducta y la adhesión a un Fondo de Garantía de Inversiones.

1.- Acreditación de Medios. En el procedimiento vigente hasta ahora para la creación de SAV, la descripción organizativa de la nueva entidad, sus medios materiales y humanos y su proyecto de negocio se incluían en un apartado específico del expediente, habitualmente denominado "memoria de medios". Ahora, esta acreditación debe venir incluida en el Programa de Actividades como ya se mencionó anteriormente. En realidad, la ubicación de la descripción de medios no tiene gran importancia, pero hay que recordar que cualquier modificación del Programa de Actividades exige una nueva acreditación de los medios necesarios para realizarla.

2.- Existencia de un Reglamento Interno de Conducta (RIC) y de mecanismos de control interno. La única novedad consiste en la incorporación legal de un requisito que ya era exigido. Los RIC son exigidos desde el año 1993 en que entró en vigor el Real Decreto 629/1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios y todas las ESI han debido remitirlo a la CNMV y actualizarlo. Por otra parte, desde el 1 de enero de 1999, con la entrada en vigor de la Circular 1/1998 es necesaria la acreditación de sistemas internos de control.

Pese a que la existencia del RIC es antigua, las novedades en las Normas de Conducta establecidas en la Ley, y el cambio sustancial que han experimentado nuestros mercados en los últimos años, hará necesaria la actualización de los RIC de las ESI para otorgar a este documento la importancia que realmente tiene en el nuevo contexto de mayor libertad, pero al mismo tiempo de mayor rigor, transparencia y comportamiento ético. Por esta razón, la Ley refuerza la importancia de este documento al mencionar expresamente la necesidad de incluir un régimen efectivo "*de operaciones personales de los consejeros, directivos, empleados y apoderados de la empresa*" (28) con el claro objetivo de impedir y controlar el uso de información privilegiada o reservada.

3.- Adhesión a un Fondo de Garantía de Inversiones. Los Fondos de Garantía de Inversiones, regulados en el Título VI de la Ley se constituyen con objeto

de asegurar la cobertura del efectivo e instrumentos entregados a una ESI para la realización de servicios de inversión y actividades complementarias y que, por razones directamente relacionadas con la solvencia, la entidad sea incapaz de restituir a sus clientes.

La adhesión a un Fondo se configura como obligatoria para acceder a la condición de ESI. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la regulación de dicho Fondo, prevé la posibilidad de excepción, que se determinará reglamentariamente *“de aquellas empresas de servicios de inversión que no incurran en los riesgos que menciona el artículo 77.1”*. Entre las excepciones cabría encuadrar aquéllas entidades en las que su actividad de prestación de servicios de inversión y actividades complementarias no impliquen la entrega de fondos o valores de los clientes ni su disposición por la entidad y que, en consecuencia, la ESI no pueda estar en posición deudora con ellos. También habría que incluir en esta categoría aquellas ESI que presten servicios a clientes excluidos de la garantía, como los de carácter profesional, institucional y los especialmente vinculados a la empresa inculpidora (29).

En consecuencia, para determinar la adhesión se estará a lo que resulte del Programa de Actividades y del alcance de las actividades declaradas.

Por último, aunque no se mencionan expresamente en la Ley pero sí en otras normas de menor rango, la entidad debe aportar en su solicitud otros documentos para iniciar sus actividades. Tal es el caso del folleto informativo de tarifas y los contratos-tipo reguladores de determinadas actividades, cuando tal documento sea necesario. Además, sería necesaria la auditoría de cuentas de las entidades que soliciten su transformación, a efectos de comprobar su patrimonio efectivo y disponer de una opinión externa sobre las operaciones pendientes.

Operaciones Societarias de las ESI

El procedimiento de autorización señalado anteriormente es también de aplicación en el caso de operaciones societarias de las ESI (transformación, fusión, escisión y segregación de una rama de actividad). No hay ninguna novedad con respecto al régimen anterior, excepto el reconocimiento expreso a la segregación de una rama de actividad. Reglamentariamente se deben establecer los requisitos para estas operaciones *“sin que en ningún caso la alteración social pueda significar merma alguna de los requisitos que para la constitución de las Empresas de Servicios de Inversión estén establecidas legal o reglamentariamente.”* (30)

Es fácil prever que las ESI puedan hacer uso de estos procedimientos con frecuencia hasta encontrar la dimensión óptima en el nuevo entorno. Las fusiones de entidades con negocios complementarios pueden convertirse en una opción recomendable para ofrecer productos de forma global.

V. CONDICIONES DE EJERCICIO DE LAS ESI

La Ley establece la necesidad de control administrativo por la CNMV de las modificaciones que se produzcan en aquellos aspectos que hayan sido relevantes para su autorización. Entre ellos se encuentran los Estatutos y los cambios en los administradores, cuyo régimen no varía respecto del anterior, y el Programa de Actividades cuyas modificaciones tienen un procedimiento nuevo ya analizado.

También se producen novedades, como es lógico, en el control de los accionistas:

1.- La comunicación a la CNMV se limita a las participaciones significativas (superiores al 5 por 100 o que supongan control) y a la superación de determinados umbrales de participación (31) a diferencia de la situación anterior en que deberían comunicarse absolutamente todas las transmisiones, aunque sólo fueran de una acción.

2.- La CNMV dispone de dos meses para valorar la idoneidad de los nuevos accionistas conforme al artículo 67. No es precisa dicha valoración cuando se trate de personas o entidades vinculadas a una ESI ya autorizada en otro Estado miembro de la Unión Europea, en cuyo caso, se deberá consultar al organismo supervisor de dicho Estado como ya se mencionó anteriormente.

3.- La CNMV tiene facultad para oponerse a la transmisión, aspecto que no existía en el régimen de la Ley de 1988, en que su papel se limitaba a tomar nota de la transmisión y hacer públicas las participaciones superiores al 5 por 100 o de aquéllas personas que, con independencia de su participación, fueran miembros del consejo de administración. Además, se otorgan al organismo supervisor instrumentos para evitar las transmisiones que no estén sometidas a control e impedir sus efectos. Entre ellos, la suspensión de actividades, la intervención de la entidad e incluso la revocación de la autorización (32).

Además de las novedades en el control administrativo de las modificaciones, se producen otras en las

condiciones de ejercicio y limitaciones operativas de las ESI establecidas en el artículo 70 de la Ley:

1.- Se exige a las ESI que informen expresamente a los clientes de la cobertura que ofrece el Fondo de Garantía de Inversiones al que se hayan adherido. Se trata de una medida que añade transparencia a las relaciones con los clientes.

2.- Se introduce la obligación a las ESI de “*tomar las medidas adecuadas, en relación con los valores y fondos que les confían sus clientes, para proteger sus derechos y evitar una utilización indebida de aquéllos*” (33). Se habilita, además, para que reglamentariamente se establezcan mecanismos de control interno a tal fin.

Estos mecanismos de control han sido establecidos recientemente, con una habilitación anterior, mediante la Circular 1/1998. Las normas exigen, en relación con los valores, la separación de la cuenta propia y ajena. Además, se incide especialmente en las denominadas “cuentas ómnibus”, aquéllas en las que la cuenta de valores figura a nombre de la ESI por el saldo total de los valores de los clientes. En este tipo de cuentas, los riesgos son potencialmente más altos para los clientes, ya que nuestra legislación concursal no reconoce esta figura. Para limitar dicho riesgo, se introducen algunas medidas concretas de control, incluida la necesidad de requerir la autorización expresa del cliente. En relación con el efectivo, resulta necesario minimizar los saldos, invirtiéndolos en activos con alta liquidez, siempre con autorización del cliente, así como tomar medidas para asegurar la debida separación contable.

3.- Se permite a las SV que “*presten el servicio de gestión de cartera o que participen en el capital de una SGC u otra entidad que preste dicho servicio*”, (necesariamente debe ser otra ESI o una entidad de crédito) que “*negocien por cuenta propia con los titulares de los valores gestionados*” (34).

Esta posibilidad estaba expresamente prohibida por el artículo 71 de la Ley de 1988 y ello planteaba problemas, especialmente en mercados que, como el de Deuda Pública en Anotaciones, resulta habitual que la gestora de Deuda realice las operaciones directamente con el cliente ofreciéndole contrapartida.

Hay que remarcar que sólo se admite esta negociación a las SV, lo que es lógico ya que son las únicas habilitadas para operar por cuenta propia, pero además, al mencionarse expresamente el término “negociación”, término utilizado por el artículo 63 para

hacer referencia a las operaciones de mercado, la norma parece referirse exclusivamente a este tipo de operaciones (ver artículo 63.1. c). Dicho de otra forma, la SV sólo podrá negociar por cuenta propia con las carteras gestionadas cuando dicha operación se realice en un mercado del que la SV sea miembro. No parece implicar, por el contrario, una habilitación genérica para ofrecer contrapartida a los clientes en cualquier tipo de operación (por ejemplo operaciones OTC –*over de counter*).

Por último, teniendo en cuenta los fuertes conflictos de interés que esta posibilidad conlleva, incluso aunque se entienda limitada a lo dicho anteriormente, la Ley establece la cautela de que debe quedar “*constancia explícita, por escrito*” de que los clientes “*han conocido tal circunstancia antes de concluir la correspondiente operación*”. La redacción de la norma excluye la posibilidad de una autorización genérica del cliente para que la SV pueda negociar con él. Debe tratarse de una autorización específica para cada operación.

4.- Otra novedad en las limitaciones operativas de las ESI es el reconocimiento a la posibilidad de operar por cuenta propia en determinados supuestos para aquéllas entidades que sólo están habilitadas para operar por cuenta ajena (Agencias de Valores y Sociedades Gestoras de Carteras).

La Ley de 1988 habilitaba en su artículo 73 al Gobierno para regular las operaciones que excepcionalmente podían realizar las Agencias de Valores por cuenta propia. El artículo 23 del Real Decreto 276/1989, limitaba tal actuación a:

— Operaciones con carácter instrumental y transitorio para evitar el incumplimiento de obligaciones surgidas en el desarrollo de su actividad por cuenta ajena, referido principalmente a incidencias o errores en la contratación.

— La inversión estable de los recursos propios. No obstante, dicha inversión debía realizarse en valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial.

— La inversión del efectivo de los clientes en activos líquidos.

No se reconocían, en cambio, otros supuestos en los que la inversión en valores no cotizados estaba sóbroadamente justificada, tales como:

— La adquisición de acciones de las Sociedades

Rectoras de las Bolsas, con objeto de ser miembro de dichos mercados. El Real Decreto 276/1989 exigía, por una parte, la participación obligatoria en las Bolsas para ser miembro del mercado y por otra, prohibía mantener participaciones no cotizadas. El cumplimiento estricto de la norma hubiera exigido que las acciones de las Bolsas cotizaran, lo que también es imposible ya que la condición de socio está limitada a los miembros del mercado y se adquiriría mediante un procedimiento reglado.

— La participación en entidades que supusieran la prolongación del negocio. Tal es el caso, por ejemplo de sociedades representantes, empresas dedicadas a asesoramiento, prestación de servicios informáticos, etcétera.

— Coberturas no cotizadas de inversiones en valores cotizados. Es el caso de operaciones OTC cuya finalidad exclusiva fuera cubrir los riesgos derivados de la inversión de los recursos propios en posiciones de contado cotizadas.

La nueva Ley reconoce expresamente algunos de estos supuestos como “mantener participaciones, cuando hayan sido emitidas por entidades cuya actividad suponga la prolongación del negocio”, y un cajón de sastre, que reglamentariamente debe concretarse, en el que caben “aquellos supuestos en que la participación sirva para el adecuado desarrollo de las actividades que les son propias, conforme a la presente Ley”.

VI. ACTUACIÓN TRANSFRONTERIZA DE LAS ESI

La actuación de las ESI españolas en el extranjero y la entrada de ESI extranjeras al mercado español sin necesidad de constituir una entidad y, en el caso de entidades de la Unión Europea sin autorización de las autoridades españolas, son la base sobre la que se asienta la modificación del Título V de la Ley y el fundamento de la DSI que se incorpora a nuestro ordenamiento. La actuación transfronteriza sin necesidad de autorización constituye el habitualmente denominado “pasaporte comunitario” y se asienta en el “reconocimiento mutuo” que los distintos Estados hacen de la autorización y supervisión de otro. Para tal reconocimiento es necesario que tanto los requisitos de autorización como la base de la supervisión sean similares. Este papel armonizador lo cumplen la DSI, en el primer caso y la Directiva de Adecuación de Capital, en el segundo.

El funcionamiento del “pasaporte comunitario” en el ámbito del mercado de valores es equivalente al establecido para las entidades de crédito por la Ley 3/1994 (35), que modificaba la Ley de Disciplina Bancaria. Por tanto, se trata de un procedimiento sobre el que las autoridades españolas ya tienen experiencia, aunque sea en el ámbito bancario.

Para comprender el sistema hay que diferenciar entre la actuación de ESI extranjeras en España y la actuación de ESI españolas en el extranjero distinguiendo, a su vez, las que están autorizadas en Estados de la Unión Europea, del resto.

1. Actuación de ESI de la Unión Europea en España

La actuación de las ESI extranjeras puede ser de dos tipos; mediante sucursal (36), es decir con establecimiento físico en España, requisito que podría resultar imprescindible si la ESI desea pertenecer a un mercado que exija presencia física; o mediante libre prestación de servicios, sin necesidad de disponer de medios materiales o humanos en España.

Como es lógico, el primer y único requisito que debe cumplir una ESI para operar en España es estar autorizada en su país de origen para realizar las actividades que pretenda realizar aquí.

La Ley exige que “los estatutos y régimen jurídico de la entidad la habiliten para ejercer las actividades que pretenda realizar” (37) Tal vez esta referencia a estatutos y régimen jurídico podría haber sido sustituida por la referencia, más precisa, al Programa de Actividades (38), ya que, por lógica, ni en los Estatutos debería haber actividades no permitidas al tipo de ESI de que se trate, ni en el Programa de Actividades, aquéllas que no estén en los Estatutos. Precisamente por esta razón ambos documentos están sometidos a control. Además, lo realmente relevante es que la entidad esté habilitada para realizar una actividad porque disponga de medios organizativos, materiales y humanos suficientes y no sólo en su país de origen sino también en otros, que es para lo que sirve el Programa de Actividades.

Comprobado el requisito anterior, la ESI no requiere ninguna autorización de las autoridades españolas, aunque se pueda imponer reglamentariamente, como en la legislación bancaria, un período de espera antes de que pueda empezar a actuar, para organizar su supervisión. Debe entenderse que se trata de la supervisión de las normas de conducta, ya que la DSI optó para la supervisión por un sistema de reparto, correspondiéndole al Estado de origen la prudencial y

al de acogida, en este caso España, la de las normas de conducta, además de la obligación de cumplir las dictadas por razones de interés general o las que establezcan los mercados de los que la entidad pretenda ser miembro, pero no la supervisión prudencial, referida a la solvencia y coeficientes.

2. Actuación en España de ESI de Estados no pertenecientes a la Unión Europea

En este caso es necesaria la autorización conforme al procedimiento establecido en la Ley para la creación de nuevas entidades, si bien debe ser adaptado a las especiales características de una sucursal (fondo de dotación que sustituye al capital, honorabilidad de los directores de la sucursal, en sustitución del Consejo de Administración, etc.) o de la actuación en libre prestación de servicios.

Al no existir reconocimiento mutuo, las ESI extranjeras están sometidas a la Ley y sus normas de desarrollo, incluida la normativa prudencial de solvencia.

Las autoridades españolas tienen la facultad de denegar o condicionar la autorización, tanto por razones intrínsecamente relacionadas con el Proyecto, como ocurriría con cualquier otra entidad española, como por *"no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen"* (39).

Como puede comprobarse, el criterio de denegación por ausencia de reciprocidad es distinto al ya analizado cuando se trata de ESI españolas controladas por personas vinculadas a ESI extranjeras. En este último caso, la denegación o limitación de los efectos de la autorización se condiciona a una *"decisión adoptada por la Comunidad al comprobar que las ESI comunitarias no se benefician en dicho Estado de un trato que ofrezca las mismas condiciones de competencia que a sus entidades nacionales, y que no se cumplen las condiciones de acceso efectivo al mercado"*. Mientras que para la actuación mediante sucursal o libre prestación de servicios, se exige reciprocidad con España, cuando son participaciones en ESI españolas la reciprocidad está referida a Europa en su conjunto. Probablemente esta diferencia no implique diferente trato en la práctica, pues la falta de reciprocidad se producirá en los mismos casos.

3. Actuación de ESI españolas en Estados que no sean miembros de la Unión Europea

Tanto si la actuación se pretende realizar mediante sucursal como en Libre Prestación de Servicios, es necesaria la autorización de la CNMV.

Aunque reglamentariamente se establecerán los requisitos concretos, cabe entender que la CNMV valorará esta opción, en primer lugar, con los mismos efectos que una modificación del Programa de Actividades, donde debe ser incluida la actuación transfronteriza. En segundo, se deberá determinar si la actuación transfronteriza afecta negativamente a la ESI *"atendiendo a la situación financiera de la ESI o a su capacidad de gestión"* (40) criterio que, aunque resulta aplicable a la toma de participación en una ESI no de la Unión Europea, puede extenderse por analogía a este supuesto.

4. Actuación de las ESI españolas en Estados de la Unión Europea

La apertura de sucursales requiere autorización, similar a la descrita en el caso anterior. Sin embargo, la libre prestación de servicios únicamente requiere la comunicación a la CNMV. Este diferente tratamiento encuentra su razón de ser en que la apertura de sucursales, con independencia del país de que se trate, requiere la asignación de medios, lo que no ocurre con la libre prestación de servicios. La exigencia de autorización cuando la libre prestación de servicios se refiere a Estados que no pertenezcan a la Unión Europea se justifica más por cuestiones relacionadas con la reciprocidad, las relaciones políticas o financieras, de comercio exterior, etc., que por las limitaciones que ello pudiera tener para la supervisión.

5. Toma de Participaciones en ESI extranjeras

En este caso, el Estado de acogida, cuando sea de la Unión Europea, deberá aplicar las normas, que ya se han comentado, de consulta al Estado miembro de origen, España en este caso.

Cuando se trate de Estados no pertenecientes a la Unión Europea, la CNMV deberá autorizarlo. La autorización podrá denegarse o condicionarse, además de por el riesgo de que tal toma de participación pueda afectar negativamente a la entidad, *"cuando vista la localización y características del proyecto, no pueda asegurarse la efectiva supervisión del grupo en base consolidada, por la CNMV o, cuando la actividad de la entidad dominada no quede sujeta a un efectivo control por parte de la autoridad supervisora nacional"* (41).

VII. LA ACTUACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN EL MERCADO DE VALORES

La Ley de 1988 configuró una reserva de actividad para las nuevas entidades, SAV, bastante rígida, con

objeto de potenciar su desarrollo. No obstante, el artículo 76 limitó esta reserva con una serie de excepciones (42) para no romper drásticamente con la situación anterior a la Reforma en que un gran número de entidades realizaban actividades en los mercados de valores (SGIIC, Sociedades gestoras de patrimonios, e incluso entidades no sometidas a ningún tipo de supervisión). Esta férrea reserva de actividad se veía además reforzada por una previsión del artículo 76 que facultaba al Gobierno (habilitación de la que no ha hecho uso) para restringir estas excepciones, bien reservando una o varias actividades a las SAV o sencillamente, prohibiendo su realización a las entidades citadas en dicho artículo.

La Ley cambia el régimen de reserva de actividad, especialmente en lo que se refiere a entidades de crédito, fundamentalmente porque la DSI parte de un concepto de banca universal, a la que se permite su actuación en todos los ámbitos financieros. El artículo 65 establece que las entidades de crédito *“podrán realizar habitualmente todas las actividades previstas en el artículo 63, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específicas las habiliten para ello”*.

Este nuevo régimen de actuación tiene importantes consecuencias:

1. Ampliación de las actividades a realizar por las entidades de crédito

Las únicas actividades de las que la Ley de 1988 reservaba a las SAV y no podían ser realizadas por entidades de crédito eran la llevanza del registro contable de valores no cotizados y la posibilidad de acceso a las Bolsas en calidad de miembros.

La llevanza del registro contable de valores no cotizados, es en realidad, una actividad marginal, por cuanto son pocas las sociedades anónimas que han decidido, a lo largo de estos años, transformar sus acciones de títulos físicos en anotaciones en cuenta y pocas también las SAV que la ejercen.

No obstante, la reserva en exclusiva a las SAV originaba problemas prácticos cuando las entidades cotizadas, que necesariamente han de materializar sus acciones en anotaciones en cuenta, solicitaban su exclusión de Bolsa. El problema es que el inversor que, mientras la sociedad cotizaba, tenía los valores depositados en alguna entidad de crédito (por ser entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores), al ser excluida de cotización, debía cambiar obligatoriamente su depósito a una

SAV; este inconveniente se soluciona con la nueva Ley.

En cuanto a la pertenencia a las Bolsas en calidad de miembros, se trata de una actividad con mayor trascendencia. La propia DSI, por la importancia del precepto, demoraba la entrada en vigor para algunos Estados, entre ellos España hasta el 1 de enero del año 2000 (43).

La aplicación de esta norma podría motivar la desaparición de algunas ESI, filiales de entidades de crédito, integrándose en ésta como un área específica. Sin embargo, muchas de estas filiales llevan años trabajando en esta actividad y disponen de medios materiales y humanos específicos y adaptados exclusivamente a su actividad. La integración en una estructura mayor no tiene por qué implicar beneficios, si lleva aparejada una merma de agilidad e independencia. Sí puede suponer, en cambio, una opción interesante para las entidades que no tengan presencia en el mercado actualmente y que quieran adquirirla.

2. Requisitos de las Entidades de Crédito para operar en el Mercado de Valores

En principio, el artículo 65 sólo requiere que su régimen jurídico, sus estatutos o su autorización lo permita. Estos requisitos se extienden también a las entidades de crédito extranjeras que actúan en España, pudiendo exigirse, adicionalmente, el requisito de presencia física si finalmente fuera exigible por las Bolsas.

VIII. CONCLUSIONES. RETOS Y OPORTUNIDADES PARA LAS ESI

Desde la Reforma del año 1988, el sector de SAV español se ha centrado fundamentalmente en el mercado doméstico (los inversores extranjeros acceden al mercado español a través de sus propios *brokers* y son escasos los intermediarios españoles especializados en la captación directa de inversión extranjera). Sin embargo, el sector ha mantenido una tendencia continuada de crecimiento, a pesar de que se han producido algunas crisis que lo han ralentizado en determinados períodos, que ha dado suficiente negocio a los intermediarios para permitir que se produjera una reconversión no traumática a la que han sobrevivido empresas fuertes, solventes y con un negocio consolidado. Desde que se constituyeron las primeras SAV, 172 (44) entidades han estado inscritas en los registros de la CNMV. De esta cifra quedan actualmente 105, lo que indica que la tercera parte de los pro-

yectos iniciados han sido reconducidos mediante acuerdos de fusión, integración del negocio de varias entidades o han sido abandonados por falta de rentabilidad o por no haberse alcanzado los objetivos iniciales.

La gran mayoría de las entidades que mantienen una presencia activa en el mercado han basado su actividad hasta ahora en la canalización de órdenes a los mercados, ofreciendo a la clientela su conocimiento del mercado español y un servicio diligente y personalizado. Esta situación, que ha permitido el crecimiento constante del sector, podrá cambiar radicalmente como consecuencia del comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria el 1 de enero de 1999 y la posibilidad de actuación transfronteriza que la nueva Ley ofrece.

La cuestión, por tanto, sobre la que conviene centrarse, es si se producirá una entrada masiva de intermediarios extranjeros en el mercado español que desplace a los nacionales a raíz de la entrada en vigor de la Ley 37/98 y el correspondiente levantamiento de las fronteras.

Para prever qué puede pasar hay que analizar, primero, si las supuestas barreras de entrada existentes hasta ahora han sido efectivas y, después, si nuestras entidades están menos preparadas que las extranjeras o si quedan áreas de negocio por cubrir que las entidades españolas no sean capaces de hacerlo. Una cosa es que nominalmente puedan entrar muchas ESI extranjeras y otra que realmente supongan una amenaza para nuestro sector.

Respecto a la efectividad de las barreras (entre las que la más importante es el capital social mínimo de 750 millones), los datos demuestran que no han supuesto un freno para la entrada de los grandes grupos financieros europeos, americanos o japoneses. La presencia de extranjeros ha sido importante desde el principio, pero especialmente desde el año 1992 cuando se liberalizó completamente la participación en las entidades miembros de Bolsa (45), como se puede ver en el cuadro núm. 2 sobre evolución del tipo de socios de SAV.

Podemos observar que el número de SAV participadas por entidades financieras extranjeras es prácticamente igual al de las participadas por entidades nacionales a lo largo del período analizado (incluso es ligeramente superior el de las participadas por extranjeros hasta 1997, año en que se invierte la situación). También se observa una mayor presencia en el mercado bursátil de las entidades nacionales y que el nú-

mero de SAV no miembros de Bolsa participadas por extranjeros ha sido decreciente.

Todo ello nos permite dos conclusiones: por una parte, que la presencia de entidades participadas por grupos extranjeros ha sido muy importante durante estos años (cerca del 30 por 100 del sector), lo que implica que no ha habido barreras importantes para la entrada y, por otra, que su presencia se ha mantenido en niveles parecidos año tras año con una reducción en el año 1997, en el que baja hasta el 24 por 100.

Precisamente este dato nos puede servir para analizar el otro aspecto señalado; es decir, si nuestros intermediarios están preparados para la apertura de las fronteras y para competir con garantías en el nuevo entorno. Para obtener alguna conclusión, se deberían valorar tres aspectos: si el sector nacional ha sido desplazado por los extranjeros durante estos años, si nuestros intermediarios están suficientemente capitalizados, y qué tendencias se pueden observar en la composición y evolución del sector.

Los datos del cuadro núm. 2 confirman que las entidades de valores participadas por extranjeros no han desplazado del negocio a las nacionales y que incluso se ha producido una reducción en el número de aquéllas. Hay que añadir, además, que los extranjeros presentes hasta ahora son los más importantes y grandes del mundo y, en teoría, los que más cuota de mercado podrían haber obtenido en detrimento de los intermediarios nacionales.

En cuanto a la capitalización, ya se señaló en el apartado relativo al capital social que un gran número de entidades ya estaría en disposición de acceder, simplemente capitalizando sus reservas, a tipos de ESI de nivel superior, incluso siendo los capitales mínimos actualmente vigentes más elevados que los establecidos por la Directiva de Adecuación de Capital. Todo ello indica que nuestras ESI disponen de altos niveles de capitalización.

Sobre las tendencias en el número de entidades, se puede observar en el cuadro núm. 3 que el sector ha estado en continua evolución y que durante los últimos años ha habido un gran número de altas y bajas en el Registro así como una reducción progresiva en el número de entidades desde el año 1991, en el que se registró el número máximo de entidades inscritas [132]. También puede comprobarse que el mayor número de bajas se produjo entre los años 1992 y 1994, coincidiendo con una reducción en el número de altas. Tal vez fue durante esos años cuando se produjo la reconversión del sector ya mencionada, que

**CUADRO NÚM. 2
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE SOCIOS DE LAS SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Entidades financieras nacionales</i>						
SVB	17	16	14	14	13	15
SV	6	6	5	6	4	4
AV	11	10	11	11	11	11
TOTAL	34	32	30	31	28	30
<i>Entidades financieras extranjeras</i>						
SVB	10	10	10	12	13	12
SV	11	10	8	8	7	7
AV	16	14	15	13	10	7
TOTAL	37	34	33	33	30	26
<i>Independientes</i>						
SVB	8	7	8	5	6	7
SV	2	4	3	2	2	1
AVB (*)	19	19	21	20	16	17
AV	27	27	23	24	21	25
TOTAL	56	57	55	51	45	50
TOTAL ENTIDADES	127	123	118	115	103	106

(*) En las AVB sólo podían participar personas físicas, por lo que se incluyen siempre como independientes de grupos financieros.

Fuente: *Memorias Anuales CNMV*.

parece culminar en el año 1996. Finalmente, en el año 1997, el sector se beneficia de un nuevo impulso que se plasma en el mayor número de altas de los últimos cinco años y el menor número de bajas. Esta situación se estabiliza en 1998.

Todo ello hace pensar que el sector está consolidado. El nuevo régimen jurídico de las ESI, analizado a lo largo de este trabajo, es posible que afecte a la composición de los distintos tipos de entidades y, dependiendo de los capitales mínimos que se establezcan, que accedan al sector nuevas entidades o que las actuales SGC se transformen en SAV con mayor capacidad operativa. No obstante, los datos no indican que se trate de un sector débil o vulnerable, más bien que se trata de un sector estabilizado en cuanto a su tamaño.

Queda por comentar la previsión sobre las posibles áreas de negocio. La cuestión no es tanto reconocer las áreas no cubiertas actualmente por los intermediarios españoles, o, mejor dicho, por los intermediarios ya presentes en nuestro mercado, sino más bien identificar las implicaciones del nuevo marco operativo en los servicios ofrecidos por las ESI.

La llegada del euro favorecerá la internacionalización y globalización del mercado y dotará de mayor complejidad la gestión del negocio. Los clientes demandarán más asesoramiento y aparecerán nuevos riesgos hasta

ahora no contemplados. Las ESI españolas deben responder a este reto tomando las decisiones operativas y estratégicas que les permitan competir con eficiencia en el mercado único europeo. Para conseguirlo deberán adaptar sus estructuras de negocio al nuevo contexto, buscando, por un lado, la consolidación de su posición de dominio en el mercado nacional ante la llegada de operadores extranjeros y, por otro, extender la venta de sus productos y servicios al mercado europeo. El análisis, la gestión, la comercialización de productos y servicios, y el control de los riesgos serán áreas que adquirirán gran relevancia.

La introducción del euro producirá un cambio en los criterios de selección de las inversiones. La desaparición del riesgo de cambio fomentará la diversificación sectorial de las inversiones, poniendo en competencia valores cotizados de empresas del mismo sector pero de diferentes países que ofrezcan al inversor distintas perspectivas de rentabilidad futura. El desconocimiento de los mercados por los clientes aumentará la demanda de asesoramiento, a la que los intermediarios deben responder potenciando sus servicios de análisis de mercados y empresas para proporcionar al cliente un asesoramiento leal, eficaz, puntual y certero que les permita formarse un juicio fundado sobre cuál es el mejor destino para sus inversiones.

Los departamentos de análisis se constituirán así como uno de los elementos clave para que las ESI

puedan ofrecer una gama diferenciada de productos financieros que abra los mercados europeos a su clientela. Ello les permitirá mantener la ventaja competitiva que supone contar ya con una cartera de clientes, frente a la presencia en los mercados de nuevos intermediarios extranjeros.

Pero la cuestión no sólo se centra en mantener al cliente ya captado ofreciéndole más o mejores servicios, sino en ampliar su número, por lo que otro de los aspectos clave es la distribución. Las ESI españolas no cuentan actualmente con redes europeas de comercialización que les permitan vender sus productos y servicios de forma eficiente, por lo que es necesario adoptar una estrategia para acceder a otros mercados y clientes.

Ello se puede conseguir mediante el desarrollo de canales de distribución propios, a través de agentes u oficinas en los diferentes mercados europeos, estrategia costosa, que será válida para aquellas empresas que opten por una oferta global de servicios, productos y mercados a sus clientes. Alternativamente, la adopción de acuerdos con otros intermediarios para la mutua distribución de productos y servicios favorece la especialización por mercados, sectores, o servicios, y permite la consecución del objetivo a un menor coste. El desarrollo tecnológico abre otra posibilidad como es la utilización de canales de distribución electrónicos (internet, banca telefónica o cajeros automáticos) que exigen una elevada inversión en su desarrollo y un período de aprendizaje y formación del personal, pero que una vez implantados hacen más fácil la oferta de productos financieros a clientes remotos con bajo coste marginal.

Otra de las implicaciones del nuevo entorno es la mayor complejidad en la gestión del negocio. La globalización de las inversiones, tanto por cuenta propia como por cuenta de clientes, hará que surjan nuevos riesgos (por la actividad en mercados cuya legislación no es conocida con exactitud –riesgo legal– por la realización de operaciones con contrapartidas nuevas cuya calidad crediticia hay que valorar –riesgo de crédito– o por la entrega de valores y efectivos en nuevos ámbitos de compensación y liquidación –riesgo de liquidación) que requieren un reforzamiento de los sistemas de control. No es posible invertir en un amplio abanico de mercados y valores, nacionales e internacionales, ni ofrecer dicha posibilidad a los clientes, sin una adecuada dotación de medios que permita conocer, medir y prever los riesgos en que se incurre.

No obstante, hay que recordar que el sector, globalmente considerado, no lo constituyen sólo las ESI

CUADRO NÚM. 3
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SOCIEDADES
Y AGENCIAS DE VALORES.
EXPEDIENTES TRAMITADOS

		Número de entidades al inicio	Altas en el período	Bajas en el período	Número de entidades al final
1990	SVB. . . .	35	-	-	35
	SV.	15	4	-	19
	AVB. . . .	20	-	-	20
	AV.	17	31	-	48
	AI.	2	-	-	2
	TOTAL .	89	35	0	124
1991	SVB. . . .	35	2	3	34
	SV.	19	3	2	20
	AVB. . . .	20	1	2	19
	AV.	48	12	2	58
	AI.	2	-	1	1
	TOTAL .	124	18	10	132
1992	SVB. . . .	34	5	4	35
	SV.	20	2	3	19
	AVB. . . .	19	4	4	19
	AV.	58	5	9	54
	AI.	1	-	-	1
	TOTAL .	132	16	20	128
1993	SVB. . . .	35	1	3	33
	SV.	19	2	1	20
	AVB. . . .	19	1	1	19
	AV.	54	5	8	51
	AI.	1	-	-	1
	TOTAL .	128	9	13	124
1994	SVB. . . .	33	2	3	32
	SV.	20	-	4	16
	AVB. . . .	19	3	1	21
	AV.	51	5	7	49
	AI.	1	-	1	0
	TOTAL .	124	10	16	118
1995	SVB. . . .	32	2	3	31
	SV.	16	1	1	16
	AVB. . . .	21	-	1	20
	AV.	49	4	5	48
	TOTAL .	118	7	10	115
1996	SVB. . . .	31	4	3	32
	SV.	16	-	3	13
	AVB. . . .	20	1	5	16
	AV.	48	1	4	42
	TOTAL .	115	6	15	103
1997	SVB. . . .	32	3	1	34
	SV.	13	3	4	12
	AVB. . . .	16	3	2	17
	AV.	42	3	2	43
	TOTAL .	103	12	9	106
1998	SVB. . . .	34	3	1	36
	SV.	12	2	3	11
	AVB. . . .	17	2	2	17
	AV.	43	1	3	41
	TOTAL .	106	8	9	105

Los datos son brutos. Tanto en las altas como bajas se incluyen fusiones, acceso a Bolsas, transformaciones, etcétera.
Durante 1989 sólo se produjeron inscripciones cuyo resultado se refleja en la situación al inicio de 1990.
El total bruto de nuevas inscripciones desde 1989 hasta 1998 es de 172.
El total bruto de bajas desde 1989 es de 62.

sino también las entidades de crédito, como ya se ha mencionado anteriormente y que, por tanto, las ESI no sólo deberán competir entre ellas, sino también con aquellas ESI extranjeras que finalmente operen en España, con las entidades de crédito, nacionales y extranjeras, y con los nuevos tipos de entidades que puedan operar en los mercados de valores al amparo de la Ley (46). La competencia sin duda se incrementará y la adaptación resultará costosa, especialmente en el tramo minorista.

En conclusión, la apertura de fronteras posiblemente llevará aparejada la entrada de intermediarios extranjeros, pero los datos no parecen augurar que por ello el sector español se vaya a resentir a corto plazo. No obstante, aunque la situación descrita permite ser optimista respecto al mercado nacional, es necesario que las ESI españolas aprovechen el mercado potencial que la Ley del Mercado de Valores y la moneda única ofrecen y adapten su estructura a aquella estrategia de negocio que mejor responda a sus capacidades. Solo así, podrán afrontar con éxito los nuevos retos del mercado único europeo.

NOTAS

(1) Ley 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores.

(2) Directiva 93/22/CEE de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, modificada por la Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 29 de junio de 1995.

(3) La Ley 37/1998 dice textualmente en su exposición de motivos: "No se alcanzaría una descripción completa de la reforma si no se hiciera mención a que en los objetivos de la misma se han incorporado todas aquellas decisiones regulatorias que permitan a nuestros mercados competir de una manera más eficiente ante el nuevo y trascendental reto que representa la Unión Económica y Monetaria a partir del próximo 1 de enero de 1999."

(4) Directiva 97/9/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

(5) Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en base consolidada de las entidades financieras.

(6) El artículo 3 del RD 1343/92, de desarrollo de la Ley 13/1992, establece que a los efectos del presente Real Decreto, tendrán la consideración de entidades financieras las siguientes:

Por un lado, las Entidades de Crédito, SAV, Entidades Aseguradoras, Sociedades de Inversión Mobiliaria (SIM), Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), Sociedades Gestoras de Fondos de Pensiones (SGFP), SGC, Sociedades de Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Capital Riesgo.

Además, tienen tal consideración: las entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones, y las entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.

(7) El depósito y administración de los instrumentos a que se refiere el apartado 4 del mismo artículo, la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta y la concesión de créditos o préstamos a inversores para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo.

(8) Artículo 3.1 de la DSI.

(9) Artículo 2.2. b) de la DSI.

(10) Título IV del RD 1393/90, de desarrollo de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

(11) Artículo 65 de la Ley de 1988.

(12) Artículo 64.8.

(13) Los capitales mínimos actuales son:

SV.- 750 millones

AV.- 150 millones

SGC.- 10 millones más un 5 por 1.000 del patrimonio gestionado hasta 10.000 millones y un 2 por 1.000 sobre el exceso.

(14) El artículo 68 desarrollado por el artículo 11 del RD 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores, establecía que una misma persona no podía participar en dos entidades de valores, salvo que éstas tuvieran Declaraciones de Actividades excluyentes.

(15) La Norma Segunda de la Circular 1/98 exige la comprobación "en la tramitación del procedimiento de autorización, en los casos en que las entidades sujetas amplíen su declaración de Actividades (debe entenderse Programa de Actividades), soliciten ser miembro de algún mercado organizado y, en general, en el ejercicio de sus funciones de supervisión, que dichas entidades disponen de sistemas de control interno y de evaluación continuada de los riesgos, así como de medios organizativos, técnicos, materiales y humanos adecuados a la actividad que pretendan ejercer".

(16) Artículo 68 de la Ley 24/1988.

(17) En particular, el artículo 66.3 establece la obligatoria consulta cuando:

a) La nueva empresa vaya a estar controlada por una ESI o una entidad de crédito autorizada en un Estado de la Unión Europea.

b) Su control vaya a ejercerse por la empresa dominante de una ESI, o de una entidad de crédito, autorizada en ese Estado.

c) Su control vaya a ejercerse por las mismas personas físicas o jurídicas que controlen una ESI o una Entidad de Crédito, autorizada en ese Estado miembro.

(18) Artículo 66.4.

(19) El artículo 69 define como significativas aquellas participaciones en el capital que alcancen, directa o indirectamente el 5 por 100, o, que sin llegar a dicho porcentaje, permitan ejercer una influencia notable en la empresa, quedando a desarrollo reglamentario qué se entiende por influencia notable.

(20) Que la persona no haya sido declarada, en España o el extranjero, en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitado; se encuentre procesado o, tratándose del procedimiento a que se refiere el Título III del Libro IV de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, se hubiera dictado auto de apertura del juicio oral; que tenga antecedentes por delitos de falsedad, contra la Hacienda Pública, de infidelidad

en la custodia de documentos, de violación de secretos, de blanqueo de capitales, de malversación de caudales públicos, de descubrimiento y revelación de secretos, contra la propiedad; o esté inhabilitado o suspendido, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras.

(21) Artículo 69 de la Ley 1988.

(22) Ver artículo 67.2 g).

(23) Artículo 37.1.

(24) Artículo 37.3

(25) Artículo 66.1.

(26) Artículo 66.5.

(27) Disposición Adicional Cuarta del RD 1393/90, de 2 de noviembre, por la que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC.

(28) Artículo 67.2 j).

(29) Artículos 77.5 d) y 77.8 b).

(30) Artículo 72.

(31) El artículo 69.4 establece los siguientes porcentajes: 10, 15, 20, 25, 33, 40, 50, 66 y 75. Debiéndose informar además cuando se adquiera el control aunque no sobrepase uno de los umbrales.

(32) Artículos 67.8 y 67.11.

(33) Artículo 70.1 h).

(34) Artículo 70.3 b).

(35) Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Di-

rectiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

(36) El Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito, define sucursal como "una sede de explotación que constituya una parte, desprovista de personalidad jurídica, de una entidad de crédito, que efectúe directamente, de modo total o parcial, las operaciones inherentes a la actividad de una entidad de crédito.

(37) Artículo 71.1.

(38) El Programa de Actividad es un documento exigido por la Directiva de Servicios de Inversión (artículo 3.4). Es decir, tiene las mismas implicaciones en todos los Estados.

(39) Artículo 71.2.

(40) Artículo 71.4 *in fine*.

(41) Artículo 71.4 *in fine*.

(42) El artículo 76 permitía a las entidades de crédito, Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero, SGC e incluso Corredores de Comercio, realizar distintas actividades en los mercados de valores.

(43) Punto 1 de la Disposición Final Primera.

(44) Número bruto de entidades inscritas a diciembre de 1998.

(45) Hasta esa fecha era necesaria la participación de los antiguos Agentes de Cambio y Bolsa.

(46) El artículo 65.2 crea una nueva figura con capacidad para actuar en los mercados de valores, aunque no tengan el carácter de ESI, y cuya actividad se limitará a la recepción y transmisión de órdenes. En principio, parece que esta figura se aproxima a la actual de representantes aunque sin exclusividad, por lo que también parece ir dirigida al tramo minorista.