

Mercados regulados de valores

Antonio J. Alonso Ureba

La Ley del Mercado de Valores, reformada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1989, de 28 de julio, del Mercado de Valores, dedica su Título IV a los Mercados Secundarios Oficiales de Valores, y como más adelante analizaremos, aunque contiene normas sobre los Mercados Secundarios Oficiales, también permite la regulación de lo que, hasta esta reforma (en la Ley del Mercado de Valores del año 1988), se denominaban Mercados Secundarios no Oficiales.

Las novedades de la Ley son importantes, tanto por su contenido como por el número de ellas pues, y aunque el motor e impulso de la reforma es la Directiva de Servicios de Inversión, se ha aprovechado para incluir las medidas necesarias que la práctica ha puesto de manifiesto en estos dos años como necesarias para mejorar los mercados y su supervisión, así como aquellas que son consecuencia de los acuerdos de la Unión Europea para el futuro próximo.

La nueva Ley del Mercado de Valores regula, con carácter general, la condición de Mercado Secundario Oficial de Valores y los procesos de admisión, exclusión, información y principales operaciones sobre los valores que estén listados en estos mercados. Junto a estas disposiciones generales dedica un capítulo a las Bolsas de Valores, otro al mercado de Deuda Pública en Anotaciones, a los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones representados mediante anotaciones y, por último, recoge normas sobre ofertas públicas de venta y adquisición de valores.

La Ley del Mercado de Valores de 1988 reguló, fundamentalmente, el mercado bursátil, dejando para el Gobierno el desarrollo de otros mercados como, efectivamente, sucedió con la aprobación de los Mercados de Futuros y Opciones de MEFF Renta Fija y

Renta Variable –Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, como Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones–, y el de Opciones y Futuros sobre Cítricos –Real Decreto 695/1995, de 28 de abril.

En aquella Ley, se dedicaron los artículos 31 a 61 para regular el propio mercado bursátil y, junto a él, sólo se recogen algunas normas sobre el mercado de Deuda Pública en Anotaciones, pero, no con el nuevo carácter de regulación más exhaustiva que sí tiene la referida al mercado bursátil.

Con buen criterio, el legislador ha incluido ahora normas para todos los mercados secundarios oficiales en la nueva Ley, pues debe ser pretensión de este texto normativo la regulación no sólo del mercado bursátil sino de todos los mercados de valores en España. Esta es una característica que debe predicarse de este texto: por primera vez, es la Ley de todos los mercados de valores.

La decisión de aquella estructura en la Ley de 1988 fue, sin duda, acertada, pues permitió que, por un lado, el mercado bursátil encontrara el desarrollo y la modernidad que necesitaba (entonces era el mercado más desarrollado) y, por otro, fijara normas de conducta, supervisión y transparencia, que sirvieron como principios a los que en un futuro se creasen, y se produjo un experimento que ha dado resultados muy positivos.

Las dos vías que había en la Ley de 1988 para crear mercados, eran la del artículo 59 y la del artículo 77. La primera, reservaba al Gobierno la creación de un mercado oficial y, la segunda, al Ministro de Economía y Hacienda la creación de un mercado no oficial. La técnica de creación era fundamentalmente distinta para los mercados oficiales. Se habili-

taba al Gobierno para la regulación y funcionamiento de estos mercados que deben ajustarse a los principios establecidos en esta Ley para las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública. De esta manera, la habilitación que el legislador dio al Gobierno estaba muy delimitada pues, como ya hemos señalado, la regulación de las Bolsas de Valores en la Ley 24/1988, de 28 de julio, fue exhaustiva. (Luego veremos cómo en la nueva LMV esto cambia).

Sin embargo, la autorización que la Ley del Mercado de Valores daba al Gobierno para la creación de mercados secundarios no oficiales no era tan imperativa (art. 77: "... requerirá la previa autorización del Ministro de Economía y Hacienda que atenderá a los principios establecidos en esta Ley") pues, permitía al Ministro de Economía y Hacienda autorizarlos o denegarlos o condicionar la autorización de un mercado, atendiendo a los principios que están establecidos para las Bolsas y Mercados de Deuda Pública, pero necesariamente no deberá regularlos, pasaban a ser una ayuda en la decisión del Ministro en cuanto a una propuesta de creación de mercado secundario no oficial.

Veamos ahora qué ha supuesto fundamentalmente para los Mercados de Valores la nueva Ley y qué temas deben tratarse para entender la Reforma. El primero de los temas debe ser necesariamente la Directiva de Servicios de Inversión; el segundo, la regulación concreta que conlleva la reforma de la Ley del Mercado de Valores; y el tercero, la consideración de si es posible llegar a la conclusión de cuál es nuestro modelo de regulación de mercado y, por ello, si podemos delimitar una diferencia clara entre mercados regulados y no regulados.

I. ALGUNAS CONSIDERACIONES EN TORNO A LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

1. Los sujetos intervinientes en los Mercados

Para entender la reforma de la Ley del Mercado de Valores tenemos que examinar la Directiva y, especialmente, para llegar a la consideración del modelo de mercado que amparará la prestación de servicios de inversión, pues sólo este nuevo impulso y algunas reformas parciales empujadas por el nuevo proceso de Unión Europea han movido las estructuras de los mercados. Definiendo las Empresas de Servicios de Inversión, a los efectos que nos ocupan, los potenciales miembros y liquidadores en un mercado tendremos delimitada una parte importante de la estructura de nuestros nuevos mercados.

El objetivo fundamental de la Directiva 93/22, CEE, del Consejo de 10 de mayo, relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables, fue armonizar, esencialmente, la autorización de las empresas de servicios de inversión posibilitando una única autorización con validez en toda la comunidad y los sistemas de supervisión prudencial, de manera que se configuran el principio de supervisión por el Estado de origen de la ESI, así como el de funcionamiento regular.

Nació con la finalidad de ser un instrumento importante para la consecución del mercado interior comunitario. De esta manera, pasa a formar parte del conjunto de directivas que se han aprobado con este objetivo en los últimos años (entre ellas se encuentran las que regulan las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial, los folletos de admisión a cotización bursátil y oferta pública de venta de valores, la información periódica de sociedades cotizadas, la información sobre participaciones significativas, el uso ilícito de información privilegiada *-insider trading-* la inversión colectiva en valores mobiliarios, la libre prestación de servicios, derecho de establecimiento y libertad de acceso a los mercados, la supervisión prudencial de las entidades financieras autorizadas a prestar servicios de inversión y la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito).

Con esta finalidad, la citada Directiva recoge una serie de normas, que tratan de conseguir que los distintos derechos nacionales alcancen un cierto grado de armonización para garantizar el reconocimiento mutuo de autorizaciones y sistemas de supervisión prudencial sobre las empresas de inversión, en definitiva, acerca de los mercados.

Esta norma comunitaria, partiendo de un esquema mínimo, permite a los distintos Estados, en algunas materias, la elección del modelo de organización del mercado en relación con las empresas de inversión. Necesariamente, y dado que entró en vigor esta Directiva el 1 de enero de 1996, los cambios en nuestra normativa que hubieren de hacerse debieron culminarse antes de esta fecha, lo que no ha sucedido hasta el pasado 17 de noviembre, fecha en que se publicó la nueva Ley del Mercado de Valores en el Boletín Oficial del Estado.

Con este motivo, se trabajó en un anteproyecto de modificación de la Ley del Mercado de Valores comprensivo de estos cambios y del modelo que se había elegido en respuesta a las exigencias normativas y organizativas de la propia Directiva.

Los cambios más importantes afectan a la estructura, definición y organización de los sujetos de los mercados (empresas de inversión), a la organización de los mercados y aquéllos que se refieren a los modelos de supervisión.

En la Directiva, la licencia o autorización para prestar los servicios propios de empresa de inversión se configura como única para todos los países de la Unión Europea. Esta idea de una autorización única se perfila dentro de unos márgenes muy concretos y partiendo de una estructura común. Para ello se define la autorización como competencia del país de origen, se establece el principio de libertad de establecimiento y prestación de servicios, un reparto competencial entre el país de origen y el de acogida (en el que se presta el servicio concreto), el principio de no discriminación entre las empresas de inversión comunitaria y su igualdad de trato, y por último, la obligación de cooperación y colaboración entre las autoridades o instituciones competentes.

Este objetivo de conseguir una autorización única afectará a las denominadas empresas de inversión, y para definir las la propia Directiva utiliza una doble vía: por un lado, define que son empresas de inversión las que están autorizadas para prestar algunos de los servicios de la lista incluida en la Sección A de su Anexo, y por otro, recoge una lista de entidades que a estos efectos no se pueden considerar empresas de inversión, entre las que están las siguientes:

- Las empresas de seguros.
- Las empresas que presten servicios exclusivamente a la matriz.
- Los asesores o personas que ejercen la actividad de forma accesoria.
- Las empresas que gestionen exclusivamente un sistema de participación de los trabajadores.
- Los bancos centrales.
- Las instituciones de inversión colectiva.
- Las personas cuya actividad principal es la de negociar con materias primas.
- Las empresas de inversión cuyos servicios de inversión consisten en negociar por cuenta propia en un mercado de futuros y opciones financieras o bien actuando por cuenta de otros miembros del mercado o como creadores y que, en este caso, estén avalados

en su actuación por una cámara de compensación y liquidación.

Dentro de este mismo objetivo de definir a las empresas de inversión es necesario referirse a las personas físicas. En efecto, la Directiva de Servicios de Inversión se refiere a las personas físicas en el propio artículo 1 al recoger una definición de empresas de inversión, señalándose que los Estados miembros podrán incluir en el concepto de empresas de servicios de inversión, a las empresas que no sean personas jurídicas, siempre que su régimen jurídico garantice a los intereses de los terceros un nivel de protección equivalente al que ofrecen las personas jurídicas, y siempre que pueda ser objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a sus estructuras jurídicas.

La Directiva resuelve por una doble vía la cuestión de la autorización pues, por un lado, se refiere a ello definiendo en el artículo 1 qué se entiende por Estado miembro de origen y, por otra parte, al regular las condiciones de autorización de las empresas de inversión.

Por Estado miembro de origen se entiende: respecto de las empresas de servicios de inversión, ya sean personas físicas o jurídicas, el Estado en el que radique su domicilio social o su administración central.

En cuanto a la regulación de las condiciones de la autorización para que una empresa o persona física pueda prestar servicio de inversión exige que el domicilio o administración central estén ubicados en el propio Estado miembro.

Esta insistencia de la Directiva no es caprichosa, sino que responde a la necesidad de resolver la competencia de la autorización, y por ello de la supervisión, en todo momento. Es decir, no puede darse el supuesto en la práctica de que alguna empresa de inversión esté prestando servicios y nadie sepa quién es el Estado competente para supervisarla, corregirla e incluso, y llegado el caso, sancionarla.

Por ello, la Directiva resolvió diciendo que en el momento de darse una autorización se preguntará al interesado dónde está su domicilio social o administración central, y si en el desarrollo normal de la actividad de una empresa van adquiriendo mayor importancia las sucursales, o actividades desarrolladas en otro país, que las actividades que se desarrollan en el país donde se creó y autorizó la empresa de inversión, la Directiva vuelve a dar respuesta señalando que el Estado de origen será aquél en el que se tenga

el domicilio social o administración central. Con ello no queda duda del reparto competencial independientemente de lo que suceda en el desarrollo de la actividad de la empresa de inversión, o del lugar donde fundamentalmente desarrolle su actividad.

Se consagra en la Directiva el principio de libertad de establecimiento y de prestación de servicio, de manera que todos los Estados miembros velarán por que tal principio se respete. El régimen que establece la Directiva distingue entre las prestaciones de servicios a través de sucursales y la prestación libre y directa de servicios.

En el supuesto de establecimiento de sucursales, la entidad de inversión deberá notificar a su Estado de origen este interés y señalar cuál será el estado de acogida, su plan de actuación, su dirección en el estado de acogida y los directivos de la sucursal. Se establecen unos plazos máximos de tres meses en la tramitación previa a la prestación de servicios vía sucursal para comunicar por parte del Estado de origen al Estado de acogida el sistema de garantías aplicable a la entidad de inversión o, en su caso, denegar la tramitación de esta información, y de dos meses para que, desde la recepción, el país de acogida organice la supervisión de la sucursal.

En el supuesto de libre prestación de servicios, la tramitación es más sencilla: las entidades de inversión solicitarán la libre prestación respecto de una actividad concreta y la relación de servicios que se proponga prestar. Se establece un plazo más corto que en el supuesto de las sucursales, en concreto de un mes, para remitir información al Estado de acogida. Este último tiene obligación de informar a las entidades de inversión sobre las normas de conducta aplicables en su Estado.

No todos los problemas que conlleva la prestación de servicios en una pluralidad de países quedan resueltos. Con esta finalidad la Directiva establece un claro reparto competencial. Así, corresponde a las autoridades del país de origen, además de conceder la autorización, vigilar el cumplimiento de las condiciones de autorización, comprobar el cumplimiento de la Directiva de Adecuación de Capital, realizar en cualquier caso la supervisión prudencial, es decir, la supervisión tanto de la correcta actuación de la empresa de inversión en todo momento y en cualquier país, como del correcto equilibrio de sus recursos propios y, en su caso, proceder a corregir conductas irregulares y sancionarlas.

Entre las normas prudenciales deben recogerse,

entre otras, según la Directiva, aquéllas que exijan una buena organización administrativa y contable, un buen control y seguridad de los medios de tratamiento de la información con sistemas informáticos, que consigan la protección de los fondos de los inversores, el control de los registros de operaciones y las que reduzcan la aparición de conflictos de intereses.

Al Estado de acogida le corresponde, según la Directiva, establecer las normas de conducta que toda empresa de inversión debe observar en su territorio.

Un número importante de normas ordena un mínimo imprescindible de colaboración entre las autoridades supervisoras competentes.

De entre todas estas normas, resultan más significativas aquéllas que imponen obligaciones de colaboración e intercambio de informaciones. Así, establece como principio general esta obligación entre las autoridades competentes de un mismo Estado, para el caso de que exista reparto funcional entre varias, y entre autoridades competentes del Estado de origen y de acogida. El Estado de origen vendrá obligado frente a los de acogida a informar sobre la estructura y gestión de las empresas de inversión cuando así sea requerido por un Estado de acogida. Por su parte, el Estado de acogida informará a los demás de las medidas que impliquen sanciones a una empresa de servicios de inversión. Asimismo, cualquier Estado de acogida deberá facilitar las tareas de supervisión de las autoridades del Estado de origen que quisiera realizar, respecto de las empresas que estén en su órbita de control, incluso facilitando y cooperando en las investigaciones de aquel Estado. Estas supervisiones "in situ" requieren que el Estado de origen informe previamente al de acogida, y pueden llegar a suponer para el Estado de acogida la obligación de realizarlas por cuenta del Estado de origen.

Mención especial merecen las obligaciones de información sobre las sucursales que sean inspeccionadas por el Estado de acogida en virtud de las competencias que le son propias, en cuyo caso deberá informar al Estado de origen.

Sobre toda esta información recae la obligación de confidencialidad y obliga a todo el personal al servicio de las autoridades de supervisión el secreto profesional.

Todas estas cuestiones han sido recogidas en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, dando respuesta a todas estas cuestiones, aunque

quedan algunas pendientes de desarrollo reglamentario y otras pendientes de la experiencia de actuación de los distintos entes supervisores.

Pero no sólo hace esto la Directiva de Servicios de Inversión, sino que también introduce algunas normas que afectan a la estructura del mercado, recoge disposiciones sobre información a los mercados y establece qué mercados son los que servirán para operar con las Empresas de Servicios de Inversión.

Al amparo de esta Directiva las empresas que presten servicios de inversión podrán contar con una autorización expedida en su país de origen para realizar cualquiera de las actividades relacionadas en la Sección A del Anexo de la citada Directiva, y en relación siempre a los instrumentos que se recogen en la Sección B del mismo Anexo.

Sección A: Servicios de Inversión

1. a) Recepción y transmisión de órdenes, por cuenta de los inversores, en relación con uno o varios instrumentos de la Sección B.
b) Ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros.
2. Negociación por cuenta propia de cualquier instrumento de la Sección B.
3. Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores, siempre que dichas carteras incluyan uno o varios instrumentos de la Sección B.
4. Aseguramiento en relación con las emisiones de todos o de parte de los instrumentos a que se refiere la Sección B y/o colocación de tales emisiones.

Sección B: Instrumentos

1. a) Valores negociables.
b) Participaciones de un organismo de inversión colectiva.
2. Instrumentos de mercado monetario.
3. Los contratos financieros a plazo (futuros), incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo.

4. Los contratos a plazo sobre tipos de interés (FRAS).

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

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

Sección C: Servicios auxiliares

1. Custodia y administración de uno o varios instrumentos de la Sección B.
2. Alquiler de cajas de seguridad.
3. Concesión de créditos o de préstamos a inversores para que puedan realizar una operación sobre uno o más instrumentos de la Sección B, operación en la que debe intervenir la empresa que concede el crédito o el préstamo.
4. Asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas.
5. Servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento.
6. Asesoramiento sobre inversión acerca de uno o varios instrumentos de la Sección B.
7. Servicio de cambio cuando dicho servicio esté relacionado con la prestación de servicios de inversión.

Esto tiene una incidencia muy importante, no sólo en el ámbito de las empresas de servicios de inversión, en su organización y control, sino también en la estructura de los propios mercados. Los mercados ya no podrán considerarse como estructuras organizativas más o menos cerradas, pues si alguno de los valores o instrumentos de la lista de la Directiva se negocia en ellos y cuentan con el calificativo de mercados regulados deberán abrirse a toda empresa de servicios de inversión autorizada en algún Estado miembro. Esta relación de instrumentos cobra una gran importancia, pues la obtención del pasaporte co-

munitario se refiere obligatoriamente a todos ellos y no a un grupo o parte. Así, este pasaporte no sólo se referirá a los valores negociables, sino también a los instrumentos del mercado monetario, los contratos financieros a plazo (futuros) *fras*, *swaps*, etcétera.

De esta manera, el ámbito sobre el que se realizará una actividad industrial determinada, la prestación de servicios financieros, se amplía, y la regulación de este ámbito debe recoger esta ampliación.

Las opciones para recoger esta modificación introducida por la Directiva son varias. Podría, por ejemplo, haberse realizado desde el punto de vista tan sólo de la actividad de los sujetos de los mercados de valores (empresas de inversión), en el sentido de especificar cuáles son sus márgenes de actuación (listas de actividades e instrumentos), pero la elección no ha sido ésta, pues siguiendo el modelo de la Ley del Mercado de Valores de 1988, en el que ya se había elegido otro modelo, en concreto definir cuál será el propio ámbito de aplicación de esta Ley por la referencia a los valores negociables y respetando la decisión del legislador ya tomada en la vigente Ley del Mercado de Valores, se ha entendido que cabe considerar como la mejor opción el modificar el ámbito de aplicación de la Ley.

2. Mercados regulados

En los considerandos de la Directiva se señala que la estructura de los mercados regulados debe seguir siendo competencia del Derecho nacional, sin que ello pueda constituir un obstáculo para la liberalización del acceso a los mercados regulados de las empresas de inversión autorizadas a prestar los servicios de que se trate en su Estado miembro de origen.

Este mandato es de difícil concreción, pues puede producir un enfrentamiento entre el modelo de mercado y la libertad de actuación de empresas de inversión e inversores, y necesita, en primer lugar, que se definan cuáles y qué características tienen los mercados regulados.

El artículo 1 de la Directiva define a los mercados regulados como aquellos referidos a los instrumentos de la Sección B, para los que se concede pasaporte comunitario a las empresas de servicios de inversión dentro de las actividades de la Sección A, añadiendo que deben reunir las características de contar con un funcionamiento regular, que su regulación defina las condiciones de acceso al mercado, su funcionamiento, las condiciones de admisión a negociación,

así como obligaciones de transparencia y comunicación de informaciones a los mercados.

Con estos principios, definidores de lo que se considera como mercado organizado, se debe proceder a elaborar la lista de los mercados regulados de cada Estado miembro. Esto obliga a su elaboración y al necesario examen de los existentes para comprobar si efectivamente gozan o no del calificativo de regulados.

En esta lista elaborada por los Gobiernos de los Estados miembros y publicada en el *Diario de las Comunidades Europeas*, figuran los siguientes:

Austria

- Wiener Wertpapierbörse.
- Österreichische Termin- und Optionenbörse Aktiengesellschaft.

Bélgica

- De eerste en tweede markt van de effectenbors van Brussel/Le premier et le second marché de la bourse de valeurs mobilières d'Anvers.
- De eerste en tweede markt van de effectenbors van Antwerpen/Le premier et le second marché de la bourse de valeurs mobilières d'Anvers.
- De Belgische future- en optiebors, afgekort Belfox/La bourse belge des futures et options, en abregé Belfox.
- De secundaire buitenbeursmarkt van de lineaire obligaties, de geplijste effecten en de schatkstcertificaten/Le marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie.
- EASDAQ.

Dinamarca

- Københavns Fondsbors.

Finlandia

- Helsingin Arvopaperipörssi Osakeyhtiö/Helsingfors Fondbörs Aktiebolag.
- SOM yo, arvopaperi- ja johdannaispörssi,

selvirsyhtih/SOM Ab, fond- och derivativbörs, clearingbolag.

Francia

- Le Matif.
- Le premier marché et le second marché de la bourse de Paris.
- Le nouveau marché.
- Le Monep.

Alemania

- Bertiner Wertpapierbörse (Amtlicher Handel, Geregelter Markt).
- Wertpapierbörse in Bremen (Amtlicher Handel, Geregelter Markt).
- Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf (Amtlicher Handel, Geregelter Markt).
- Frankfurter Wertpapierbörse (Amtlicher Handel, Geregelter Markt).
- Deutsche Terminbörse.
- Hansatische Wertpapierbörse Hamburg (Amtlicher Handel, Geregelter Markt).
- Niedersächsische Börse (Amtlicher Handel, Geregelter Markt).
- Bayerische Börse (Amtlicher Handel, Geregelter Markt).
- Baden-Württembergische Wertpapierbörse (Amtlicher Handel, Geregelter Markt).

Grecia

Irlanda

- Irish Stock Exchange.

Italia

- Borsa.
- Mercato ristretto.
- Mercato di borsa per la negoziazione degli stru-

menti previste dall'articolo 1, comma 1, lettere f) e i) del d.lgs n. 415/1996 (IDEM).

- Mercato all'ingrosso dei titoli di Stato di cui al decreto del ministro del Tesoro 24 febbraio 1994 (MTS).
- Mercato dei contratti uniformi a termine sui titoli di Stato di cui al decreto del ministro del Tesoro 24 febbraio 1994 (MIF).

Luxemburgo

- Société de la Bourse de Luxembourg, S.A.

Holanda

- Amsterdamse effectenbeurs.
- EOE-optiebeurs.

Portugal

- Mercado de Cotações Oficiais da Bolsa de Valores de Lisboa.
- Segundo Mercado da Bolsa de Valores de Lisboa.
- Mercado sem Cotações de Bolsa de Valores de Lisboa.
- Bolsa de Derivados do Porto.

España

- Las bolsas de valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia.
- Los mercados oficiales de futuros y opciones de Meff Sociedad Rectora del Mercado de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A. y Meff Sociedad Rectora del Mercado de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, S.A.
- AIAF, Mercado de Renta Fija, S.A.
- Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.
- Mercado FC&M de Futuros y Opciones sobre Cítricos, S.A.

Suecia

- Stockholms Fondbörs AB.

— Penningmarknadsinformation Pml AB.

— OM Stockholm AB.

Reino Unido

— The following four of the markets comprising the London Stock Exchange Limited:

I) the domestic equity market.

II) the european equity market.

III) the gilt edged and sterling bond market.

IV) the alternative investment market.

— The London International Financial Futures and Options Exchange (Liffe).

— OMLX, The London Securities & Derivatives Exchange Limited.

— Tradepoint Financial Networks plc.

Resulta, por tanto, que hoy todos los mercados supervisados españoles tienen la consideración de oficiales (terminología española equivalente a la comunitaria de “regulados”) y, por tanto, sólo si se llega a crear un mercado no oficial habrá que plantearse si es o no regulado a efectos de la Directiva.

Se recogen dos ideas fundamentales alrededor del tema del acceso a la condición de miembro de un mercado; por una parte, todos los estados de acogida deben permitir y no restringir el acceso a los mercados a las empresas de servicios de inversión que obtengan el “pasaporte comunitario”, y ello en condiciones de igualdad con las empresas de inversión del Estado de acogida; por otra parte, la necesidad o no de la presencia física como requisito para ser miembro del mercado podrá o ser exigida o no por los Estados de acogida según el modelo de mercado que escojan.

Las obligaciones para los Estados miembros en esta materia llegan, incluso, a tener que derogar todos aquellos reglamentos o leyes nacionales o estatutos de mercado que limiten el número de accesos a la condición de miembro.

Las obligaciones de información de una empresa de inversión que sea miembro de un mercado en otro Estado son, en cualquier caso, para con su Estado de origen, y sólo para el de acogida, en tanto en cuanto

el acceso esté ligado al cumplimiento de las normas propias de dichos mercados, las normas de conductas del Estado de acogida y los procedimientos de transmisión y ejecución de órdenes, así como las normas de interés general.

El Estado de origen asumirá una obligación muy importante derivada de la competencia de supervisión que tiene, y que supera el establecimiento de las disposiciones necesarias para que:

1) Las empresas de inversión conserven al menos durante cinco años los datos sobre las operaciones que hayan efectuado en el mercado de otro Estado.

2) Las empresas de inversión declaren a una autoridad competente del Estado de origen, en especial, todas las operaciones sobre acciones, instrumentos que den acceso al capital, obligaciones, instrumentos equivalentes, contratos a plazo, opciones analizadas sobre acciones, etcétera.

Estas obligaciones de información al Estado de origen pueden ser sustituidas, a voluntad de este último, cuando las obligaciones de información del mercado en el que sea miembro sean equivalentes o más estrictas.

El artículo 14.3 de la Directiva de Servicios de Inversión recoge una norma muy particular, según la cual un Estado miembro podrá exigir que las operaciones que se realicen por una empresa de inversión con pasaporte comunitario miembro de un mercado, se efectúe dentro del mercado, siempre que el inversor resida habitualmente en dicho Estado miembro, que la empresa de inversión efectúe la operación bien a través de un establecimiento principal o de una sucursal situada en dicho Estado o en régimen de libre prestación de servicios y que la operación se refiera a un instrumento negociado en un mercado regulado de dicho Estado miembro.

Junto a esta norma que permite que cada Estado miembro elija su modelo de mercado, concentrado o desconcentrado, se recoge otra, la más conflictiva, en virtud de la cual si un Estado miembro elige el modelo concentrado, deberá otorgar el derecho a los inversores habitualmente residentes para no observar esa norma, pudiéndose requerir en este caso autorización explícita del inversor, que no podrá impedir la rápida ejecución de las órdenes del mismo.

En definitiva, los derechos nacionales que opten por un modelo concentrado, deben permitir en esos casos la posibilidad de realizar una orden por fuera

del mercado, cumpliendo el requisito de la autorización.

La Directiva recoge el principio de que aquellas empresas de servicios de inversión que obtuvieran la autorización para prestar servicios de inversión en otros Estados miembros, también podrán acceder a aquellos organismos que efectúen las funciones de compensación y liquidación en los mercados regulados. De esta manera, las empresas de servicios de inversión que obtengan pasaporte comunitario podrán, en condiciones de igualdad con las empresas de inversión del propio Estado de acogida, acceder a esta actividad.

El régimen de supervisión, inspección y sanción diseñado por la Directiva 22/93/CEE, es un reflejo de la doble sujeción a que se encuentran sometidas estas entidades. Por un lado, el denominado país de origen es aquél que otorga la autorización, que determinará la posibilidad de prestar servicios de inversión en dicho país y en los demás de la Unión Europea. Por otro lado se encuentra la regulación de los países denominados de acogida, diferentes del país de origen, en los que se pretenda prestar los servicios de inversión, ya sea por medio de establecimiento permanente o por medio de prestación libre de servicios. Estos países tienen su propio orden público económico, de manera que la actuación en su territorio deberá ser respetuosa, en cualquier caso, con dicho orden público.

Así, la Directiva establece muy precisamente las facultades que tienen unos y otros Estados en lo que se refiere a la supervisión, facultades de inspección y posibilidad de sancionar.

En cuanto a las facultades de supervisión e inspección, el principio general es que el reparto de las facultades de supervisión e inspección se establece de manera que corresponde al Estado de origen la supervisión de todos los aspectos que se refieren al control prudencial de la empresa. Así, todo lo que se refiere al mantenimiento de una adecuada organización administrativa y contable, de adopción de medidas que garanticen los derechos de los inversores, el mantenimiento de registros y la reducción de los posibles conflictos de interés entre clientes, corresponderán al país de origen. Por el contrario, toda la supervisión referente al cumplimiento de las normas de conducta, del respeto de la normativa propia de los mercados, de la remisión de información que se requiera con fines estadísticos y aquéllas otras que considere necesarias el Estado de acogida (artículo 17 de la Directiva), corresponderá al mismo.

La competencia para la supervisión conlleva la facultad de inspeccionar su cumplimiento. Es en este aspecto en el que establece la Directiva las correspondientes normas de coordinación entre los Estados implicados, permitiendo que el Estado de origen pueda realizar las correspondientes comprobaciones necesarias para su supervisión en el Estado de acogida, previendo, asimismo, que sea el Estado de acogida el que realice dichas comprobaciones por cuenta del Estado de origen.

En los casos de incumplimiento de las respectivas normativas, la Directiva resulta coherente en el reparto de las facultades sancionadoras con el reparto competencial entre Estados en lo que se refiere a la supervisión, si bien con algún matiz. En efecto, cuando el Estado de acogida detecte algún incumplimiento deberá poner el mismo en conocimiento del Estado de origen, a efectos de que por éste se adopten las medidas necesarias para que la empresa de servicios de inversión cese en su incumplimiento. De dichas medidas se deberá informar al Estado de acogida. Caso de no adoptarse tales medidas o de resultar las mismas ineficaces o insuficientes, podrán ser adoptadas por el Estado de acogida, incluyendo las posibles sanciones. Estas medidas que se adopten por el Estado de acogida deberán ser comunicadas previamente al Estado de origen.

Este esquema sancionador, que prevé una especial consideración del Estado de acogida respecto de la actuación de entidades autorizadas por otro Estado miembro, al establecer un procedimiento de coordinación entre Estados antes de proceder a sancionar, sin embargo, no priva al Estado de acogida de la posibilidad de manifestación directa de su *potestad* sobre quienes actúen en su territorio, al establecer el artículo 19 de la Directiva que el procedimiento descrito no afectará a las facultades de los Estados miembros de adoptar las medidas preventivas que consideren necesarias o de prevenir o sancionar en su territorio los actos que sean contrarios a las normas de conducta o a las disposiciones que se hayan adoptado por razones de interés general.

II. LA REFORMA DE LOS MERCADOS DE VALORES DE LA LEY 37/1998

La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, ha dado respuesta a las cuestiones que plantea la Directiva y ha propiciado una importante reforma de los mercados a la que nos referiremos enseguida. Tanto unas normas como otras configuran el nuevo

mercado de valores y propiciarán el desarrollo de los mercados del próximo milenio.

Las disposiciones de la nueva Ley del Mercado de Valores que definen a nuestros nuevos mercados, se encuentran fundamentalmente recogidas en los artículos 2, 31, 32, 34, 36, 37, 43, 44, 46, 65, 78, Disposición Adicional Tercera, Disposición Adicional 6ª y Disposición Adicional Duodécima.

Nuevo ámbito de la Ley del Mercado de Valores. El artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores ha ampliado el ámbito al que se refiere la legislación del mercado de valores, pues, además de los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupadas por empresas homogéneas, hay que incluir los instrumentos financieros que responden a contratos que se negocian en un mercado secundario oficial o no, a contratos financieros a plazo, de opción o permuta sobre valores negociables, índices, divisas, tipos de interés o de cualquier otro tipo de subyacente no financiero siempre que sea susceptible de negociarse en un mercado secundario, oficial o no.

De esta manera, por la definición del ámbito de la Ley, hay que concluir que en los mercados de valores españoles se podrán negociar valores y todo tipo de contratos financieros o no que respondan a los recogidos en este artículo 2, siendo de aplicación a estos últimos "instrumentos financieros" todas las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables y tanto las de emisión como las de admisión a un mercado secundario.

Junto a los valores negociables se podrán negociar en nuestros mercados los instrumentos financieros (en la concepción amplia que da el artículo 2 de la Ley 37/98) y los no financieros si pueden adaptarse a las reglas de transmisión y negociación de los Mercados.

Esta última previsión exigirá que la normativa de emisiones contemple pronto las especialidades de las reglas de emisión de estos instrumentos financieros, aunque este tema excede al que corresponde a este trabajo.

Sí es importante señalar aquí que esta es la primera y una de las pocas veces que se mencionan las dos clases de mercados españoles de valores, oficiales y no oficiales, aunque no se ha dado ninguna definición de ellos o se ha planteado un régimen distinto para cada uno como ocurría en la Ley 24/1998, de 28 de julio, en los artículos 59 y 77, aunque fuera por su régimen de autorización.

Reforma de los Mercados Secundarios Oficiales. El nuevo artículo 31, siguiendo la técnica de la definición de mercado regulado de la Directiva de Servicios de Inversión, no ha delimitado qué hace que un lugar (de cualquier clase: físico, informático, telefónico, etc.) en el que se encuentran la oferta y la demanda de valores negociables o instrumentos financieros pase a convertirse en un mercado secundario oficial de valores y, por supuesto, no define tampoco qué hace que un mercado secundario no sea oficial, quizás, porque sólo utiliza una terminología acuñada por la Ley 24/1988, de 28 de julio, sin concluir disposiciones que recojan sus diferencias.

Así, el nº 1 del artículo 31 señala que son mercados secundarios oficiales aquellos que funcionan regularmente (de funcionamiento regular dice la Directiva), aunque no sepamos si se refiere a frecuencia de funcionamiento del mercado o a funcionamiento regulado; que responda a lo previsto en esta Ley y los reglamentos de desarrollo y, en especial, a lo referente a las condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.

Esta norma dice poco para definir un mercado secundario oficial, pues no sabemos qué es un funcionamiento regular, ni si las condiciones de acceso al mercado se refieren a la posibilidad para ser miembro en el mercado o más bien a la posibilidad de comprar o vender para cualquier inversor a través de unas reglas concretas, o si los procedimientos operativos se refieren a las clases de operaciones que pueden tener lugar en el mercado de valores, más bien parece esto, dado que la mayoría de las reglas operativas de los mercados no están en esta Ley ni en la Ley 24/88, y se encuentra en la autorregulación de los propios mercados (Reglamentos, Instrucciones y Circulares de los Mercados).

Aunque esta diferencia sólo nos dé unos trazos de lo que puede considerarse un mercado secundario oficial, el número 2 de este artículo nos lo diferencia mucho más, pues señala cuáles en cualquier caso lo son: Bolsas de Valores, Mercados de Deuda Pública en Anotaciones, Mercados de Futuros y Opciones y, por mandato de la disposición transitoria sexta, el Mercado AIAF de Renta Fija.

De esta manera, del examen de estos Mercados podemos extraer cuáles son las características fundamentales de los mercados secundarios oficiales. Así, si examinamos la regulación de todos ellos, observaremos que son mercados con una regulación exhaustiva pública (disposiciones de carácter general) y con

poca autorregulación (Reglamento de Bolsas de Valores, Real Decreto 695/95, de 28 de abril, de Futuros y Opciones, Orden Ministerial de 14 de julio de 1995, etc.) generalmente referida sólo a aspectos operativos. La mayoría de ellos tienen órganos rectores de los mercados, una supervisión exhaustiva, normas de conducta para instrumentos, sistemas de liquidación de efectivo y compensación de valores que garanticen a los inversores el acceso al mercado, reglas de publicidad, información, etc. De todo ello podrán extraerse por los estudiosos en esta materia muchas consecuencias no sólo doctrinales sino también prácticas que permitirán en el futuro, además del desarrollo de estos mercados, su delimitación.

La consecuencia práctica es inmediata: sólo en estos mercados podrán prestar servicios de inversión las Empresas con pasaporte comunitario al amparo de la Directiva 93/22, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

Se añaden a estos mercados en la letra b) del número 2 de este artículo, los futuros mercados que se autoricen en el marco de esta Ley, aunque no se ha señalado quién los autoriza (seguramente en el Texto Refundido de la Ley que elaborará el Gobierno conforme a lo previsto en la Disposición Final 2ª.1 se aclarará este extremo y, probablemente, corresponderá la autorización al Gobierno como ocurría en el derogado artículo 57 de la Ley 24/88) y las de ámbito autonómico que autorizan las Comunidades Autónomas.

Esta última disposición necesitaría una más concreta delimitación de lo que se entiende por ámbito, pues, dado que los medios técnicos hoy día permiten contratar desde cualquier parte del mundo, independientemente de donde se encuentre el mercado ubicado físicamente, no sabemos si ello desvirtúa o no el ámbito del mercado, pues más bien parece que los mercados no son de un ámbito autonómico, estatal, ni siquiera continental, sino más bien de ámbito global ya sea por acceso directo o indirecto a los mismos.

En cuanto al destino de los valores negociables en instrumentos a que se refiere el artículo 2 de la Ley, se concreta más lo que allí dijimos, pues en el número 3 de este artículo 31 se dispone que podrán negociar en los mercados secundarios oficiales, sin referirse a los mercados secundarios no oficiales a los que este artículo ignora normalmente. El "olvido" sólo puede ser de denominación, pues, el número 4 se refiere a la creación de cualquier mercado o sistema organizado de negociación de valores u otros instrumentos financieros que no tengan la consideración de oficial, seña-

lando que será autorizado por el Gobierno (en la anterior Ley, art. 77, por el Ministro) o por la Comunidad Autónoma previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por lo que además de dar cabida a la creación de mercados que no sean oficiales, también permite (no lo prohíbe) que en ellos se negocien tanto valores como instrumentos financieros o no.

Este apartado da cobertura a los mercados secundarios no oficiales, que aparecen así denominados en varias partes del nuevo texto, pero también abre otras muchas posibilidades al referirse a sistemas organizados de negociación, de manera que el desarrollo de nuestros mercados podrá ser más ágil, abierto, con más variedad en cuanto a la búsqueda de liquidez de cualquier valor o instrumento que se comercialice en España. Con esta reforma ha perdido rapidez la tramitación de este tipo de mercados o sistemas organizados, pues se ha elevado el rango de la decisión o su creación de Ministro de Economía y Hacienda (art. 77 Ley 24/88) a Gobierno o Comunidades Autónomas (art. 31.4 Ley 37/98), aunque ha ganado algo mucho más importante: no debe atenderse necesariamente a los principios y reglas establecidos en esta Ley como requería el artículo 77 de la Ley 24/88, hoy derogado.

Si a la prohibición del artículo 26 bis ("no apelación o captación de ahorro público sin sometimiento a ...") añadimos que la creación de un mercado es una actividad restringida y sometida a autorización, así como la de cualquier sistema organizado de negociación de valores u otros instrumentos financieros, resultará que no será posible negociar al margen de los mercados con valores o instrumentos. Aquí, habrá que resolver, por ejemplo, si la instalación de pantallas de negociación de un mercado extranjero en territorio nacional exige autorización del Gobierno. Personalmente pienso que así debe ser, pues con una pantalla de otro mercado se posibilita el acceso a un mercado o sistema de negociación de valores o instrumentos (En el proyecto de Ley de Reforma se recogía la infracción muy grave de la negociación de valores o instrumentos en mercados o sistemas no autorizados).

Sobre esta cuestión, creo que es interesante interrumpir un momento esta parte del trabajo para referirnos a la normativa norteamericana a la que sigue mucho nuestra legislación desde la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. La norma fundamental sobre la creación de mercados de valores en los Estados Unidos es el párrafo 5 de la *Securities Act* de 1933, que establece que:

"It shall be unlawful for any broker, dealer, or exchange, directly or indirectly, to make use of the mails or any

means or instrumentality of interstate commerce for the purpose of using any facility of an exchange within or subject to the jurisdiction of the United States to effect any transaction in a security, or to report any such transaction, unless such exchange is registered as a national securities exchange ... or is exempted from that registration upon application by the exchange because, in the opinion of the Commission, by reason of the limited volume of transactions effected on such exchange, it is not practicable and not necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors to require such registration”.

En realidad, la *Securities Act* no prohíbe la creación de mercados como tal, sino que prohíbe la realización de operaciones en mercados no registrados en la SEC (Securities and Exchange Commission).

Quien pretenda crear un mercado de valores en los Estados Unidos debe solicitar a la SEC que registre ese mercado como “mercado de valores nacional” o que, por el contrario, le conceda una excepción de registro. Hasta la fecha, la SEC ha concedido la excepción en siete ocasiones por considerar que el registro no era apropiado ni necesario para la protección de los inversores ni del interés público.

Para registrar un nuevo mercado de valores, la SEC debe comprobar ante todo que se trata de un mercado organizado y que dispone de los mecanismos necesarios para hacer que los miembros del mercado cumplan la normativa del mercado de valores y las propias reglas de funcionamiento del mercado.

Asimismo, es necesario que las reglas del mercado prevean la posibilidad de que los intermediarios que operan en el mercado puedan convertirse en miembros del mismo y tengan una representación adecuada en su dirección y administración. También se exige que en la administración del mercado estén debidamente representados los intereses de los emisores y de los inversores.

La Comisión debe controlar que las comisiones, tarifas y demás gastos que se carguen a emisores, inversores y, en general, a quienes utilicen los medios ofrecidos por el mercado, sean razonables.

Las reglas de funcionamiento del mercado son objeto de un minucioso análisis con dos objetivos fundamentalmente: en primer lugar, verificar que no son contrarias a la normativa federal sobre el mercado de valores; en segundo lugar, garantizar que tienen por finalidad crear un mercado abierto y libre con un adecuado nivel de protección de los inversores y que no

se trata de normas diseñadas para permitir discriminaciones y abusos entre inversores, emisores e intermediarios.

Se debe comprobar que el mercado dispone de mecanismos sancionadores para los miembros que incumplen sus normas.

Se revisa la normativa que regula la adquisición de la condición de miembro del mercado y las razones que permiten denegarla.

Otro aspecto que la SEC comprueba es que las reglas del mercado no contienen restricciones a la libre competencia que no sean imprescindibles de acuerdo con la normativa que rige los mercados de valores.

Por otra parte, el concepto de “mercado” al que se aplica el régimen analizado en el apartado anterior nos lo proporciona, de forma detallada, la normativa estadounidense sobre los mercados de valores. El apartado 5 de la *Securities Act* de 1993, cuando establece la obligación de registrarse en la SEC utiliza dos expresiones que se refieren a realidades diferentes: *exchange* y *facility*.

Con una traducción lo más literal posible, la sección tercera de la Ley define *exchange* como:

“cualquier organización, asociación o grupo de personas, bajo forma societaria o no, que constituya, mantenga o proporcione un lugar o unos mecanismos para reunir a compradores y vendedores de valores o para realizar, con relación a valores, las funciones que habitualmente desempeñan las Bolsas de Valores tal y como este término se entiende habitualmente”.

La expresión *facility* se limita a los supuestos en que se utilice en relación con un mercado e incluye

“locales, propiedad tangible o intangible, ya esté en los locales o no, cualquier derecho a utilizar esos locales o propiedades o cualquier otro servicio que tenga por finalidad efectuar o comunicar una transacción o un intercambio (incluyendo, entre otras cosas, cualquier sistema de comunicación con un mercado) ...”.

Dentro del concepto de *facilities*, se incluye una categoría, los *securities information processors* que, de acuerdo con la sección 11 A(b) son

“personas dedicadas al negocio de recoger, procesar y preparar para su distribución o publicación, informaciones relacionadas con operaciones o cotizaciones de valores....”

En principio, los *securities information processors* no tienen que registrarse en la SEC, salvo que difundan en exclusiva la información de un determinado mercado o valor (situación monopolística), o que la SEC considere que el registro es necesario para la protección del interés público o de los inversores.

Las pantallas de mercados, si tienen únicamente una finalidad informativa, podrían englobarse en la categoría de *information processors* y, por lo tanto, estar exceptuados del deber de registro. Ahora bien, si el mercado que instala las pantallas va más allá de una simple difusión de información y pretende facilitar o fomentar las operaciones en ese mercado, estaríamos ante una *facility*, que recibiría el mismo tratamiento que un mercado y tendría que registrarse.

El tiempo dirá cómo se ha ido rellenando este artículo con la creación de sistemas o mercados que, particularmente pienso serán "autorregulados", pues la Ley lo permite y creo que es la única característica que les permitirá ser realmente diferenciados de los llamados mercados regulados (terminología de la Directiva) y a los que el nuevo texto legal se refiere como Mercados Secundarios Oficiales.

Por último, señalar que el número 5 del artículo 31 permite al Gobierno ordenar la participación cruzada de mercados, lo que periodísticamente viene denominándose "alianzas entre mercados". Aquí, el legislador ha optado eligiendo como instrumento para que pueda acontecer esta posibilidad, el abrir el capital social de las Sociedades Rectoras de los Mercados, no sólo a cualquier empresa de inversión como hace el artículo 31, sino también a otros mercados a través de sus Sociedades Rectoras, debiéndose entender aunque no lo diga la Ley que tanto extranjeras como nacionales.

El nuevo régimen de admisión y exclusión de valores en Mercados Secundarios Oficiales. Los artículos 32 y 34 de la Ley introducen importantes novedades. Por una parte, permitirán un nuevo régimen de admisión separado y diferenciado de los procesos de emisión u oferta pública. Hasta ahora, por transposición de la Directiva sobre folletos de admisión, se había seguido un régimen parecido al de emisión de valores en mercados primarios. Por otra parte, permitirá que los valores emitidos puedan negociar inmediatamente a petición de la Sociedad emisora y bajo su responsabilidad, emitidos los valores o constituidos las correspondientes anotaciones.

Si conectamos esta parte del artículo 32 con el nuevo artículo 162, apartado 2º del Texto Refundido

de la Ley de Sociedades Anónimas, al que da redacción la disposición adicional decimoquinta de esta Ley 37/1998, resulta que con el acuerdo de emisión (aumento de capital social) podrá inscribirse en el Registro Mercantil antes de la ejecución de dicho acuerdo, siempre que concurren las circunstancias de que la emisión haya sido verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y que hubieren previsto la suscripción incompleta.

Todo esto significa que se podrá pronto solicitar la admisión a negociación de un aumento de capital en período de suscripción o inmediatamente tras su terminación, con lo que los aumentos de capital ganarán liquidez y las sociedades conseguirán más atractivo para sus inversores, que no dejarán cautiva la inversión de sus accionistas por un plazo de más o menos de seis meses, que viene resultando hoy como habitual para admitir a negociación una ampliación de capital.

Como casi todas las novedades, tiene su parte buena que, sin duda, es la que hemos señalado, pero también su parte negativa. El texto señala "bajo la responsabilidad del emisor". ¿A qué se refiere el legislador con esta advertencia? Sin duda, al conjunto de derechos que conlleva la participación en el capital social a través de una acción, que podría verse seriamente perjudicada si por alguna circunstancia no pudiera resultar aumentado definitivamente el capital social. Sobre esta cuestión nuestra doctrina mercantil tendrá mucho que opinar y, al final, encontrar un camino que permita con seguridad que las emisiones de capital de las sociedades cotizadas tengan una pronta liquidez.

En cuanto al régimen de exclusiones de negociación, la principal novedad introducida por el artículo 34 es la exclusión por incumplimiento de los deberes de remisión y publicación de información. Sin ánimo de entretenernos mucho en este tema, sí debemos referirnos a que aquí, en realidad, el legislador, por primera vez, señala lo que otras legislaciones de nuestro entorno tratan separadamente y con profundidad: "la permanencia en el mercado". Una sociedad cotizada podrá perder este calificativo si al menos incumple el principal de los deberes hacia los mercados: el deber de información.

Operaciones de Mercados Secundarios. El artículo 36 de la Ley del Mercado de Valores se refiere a las operaciones que pueden tener lugar en el mercado secundario oficial y, por tanto, son operaciones de mercado, y a aquéllas que no son operaciones de mercado.

Entre las primeras está la transmisión por título de

compraventa de valores o instrumentos (dice la Ley "financieros" pero podrán ser no financieros –ver artículos 2, 26 bis y 31 de la Ley) u otros negocios onerosos característicos de estos mercados.

No serán de mercados las operaciones que provienen de transmisiones a título oneroso no características de un mercado o los que se realicen a título lucrativo sobre aquellos valores o instrumentos.

No se define qué es característica de un mercado, pues, necesariamente hay que acudir a los reglamentos y disposiciones propias de los mercados, aunque la principal característica debe ser la susceptibilidad de los mismos de ser transmisible de forma impersonal y generalizada (nota que caracteriza la negociación en un mercado).

Definiendo cuáles son operaciones de mercado en el artículo 36 se refiere a las clases de éstas: ordinarias y extraordinarias. Las ordinarias son las que se realizan con sujeción a las reglas del propio mercado, es decir, el encuentro de la oferta y demanda de los valores o instrumentos se producirá conforme determinen las reglas del propio mercado.

Las extraordinarias, aunque la Ley las califica como operaciones de mercado, son lo más contrario a esto. Tal y como se definen en cualquiera de las letras del nº 3 del artículo 36, son operaciones que no tienen que ver con operaciones de mercado, pues se realizan todas al margen del mismo, se encuentran la oferta y la demanda sobre valores o instrumentos en lugar distinto del mercado. Esta regulación encuentra su explicación en el artículo 14 de la Directiva de Servicios de Inversión, que también regulaba fuera de sitio esta posibilidad de comprar y vender lejos del mercado.

Este artículo regula las operaciones extraordinarias para todos los mercados secundarios oficiales, pero sólo tiene sentido en estos momentos para los bursátiles, pues los mercados de renta fija en general y, en concreto, el Mercado AIAF de Renta Fija, son mercados por naturaleza desconcentrados y los mercados de futuros y opciones no reconocen las operaciones extraordinarias, porque por naturaleza, exigen la interposición de la cámara en las posiciones.

De todo esto hay que sacar una importante consecuencia, y es que el modelo de la Ley para los mercados en general (a partir de las propias especificadas de cada mercado) es el de concentración respetándose la disposición de la Directiva para hacer operaciones fuera del mercado (operaciones extraordinarias, art. 14 DSI y 36 LMV).

Otras operaciones se regulan en la Disposición Adicional Duodécima, como aquéllas que pueden ser reconocidas como operaciones de mercado secundario (no se ha añadido "oficial" por lo que podrán ser de mercado oficial o no) en concreto, las operaciones dobles y que tienen pacto de recompra que se incorporarían, si así lo decide un mercado, a las del artículo 36 de la Ley.

Acceso a la condición de miembro de los mercados secundarios de valores y a los servicios de compensación y liquidación de los mismos. Tanto en el artículo 37 como en las modificaciones al artículo 54 se ha dado entrada a las empresas de servicios de inversión con pasaporte para acceder tanto a la condición de miembro de un mercado como a la de entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

La necesidad de la presencia física (problema al que se refiere el artículo 15 de la Directiva de Servicios de Inversión) queda a la decisión de los propios mercados, dándose escrupuloso cumplimiento al mandato de la Directiva. Serán cada uno de los mercados los que recogerán o no entre sus normas la exigencia de presencia física de los miembros que actúen en los mercados, que podrá ser directamente a través de una sucursal si así se requiriese.

Respecto del acceso a la condición de entidad adherida, además de lo señalado, tiene gran importancia por lo novedoso la entrada en el capital social del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y la implicación en las actividades de compensación y liquidación de las Instituciones no residentes que desarrollen en el extranjero actividades análogas a las del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y la posibilidad de distinguir en las entidades adheridas entre las que se dediquen al depósito de valores o a la liquidación de operaciones de mercados o a ambas cosas a la vez.

Información al mercado de las operaciones que se realicen. Por disposición de la Directiva se han recogido en la Ley 37/1998 las obligaciones de información de las Empresas de Inversión (arts. 43 y 47 de la LMV y arts. 20 y 21 DSI). De esta manera, una obligación impuesta a las Empresas de Inversión pasa a ser un vehículo de información de las operaciones realizadas en los mercados; de nuevo una regulación de las empresas de inversión afecta a la "estructura" de los mercados.

El artículo 43 de la Ley, refiriéndose a la transparencia de mercados como fin, habilita a la Comisión

Nacional del Mercado de Valores, al Banco de España y a los organismos rectores de los mercados para determinar la información de carácter público que será obligatorio difundir a los mercados. El artículo 20 de la Directiva de Servicios de Inversión dispone que, con el fin de garantizar que las Autoridades competentes en lo relativo al mercado y a la supervisión puedan disponer de la información necesaria para el ejercicio de sus cometidos, exigirán por lo menos:

a) que las empresas de inversión conserven durante cinco años, como mínimo, los datos pertinentes acerca de las operaciones que hayan efectuado sobre instrumentos negociados en un mercado regulado;

b) que las empresas de inversión declaren todas las operaciones en las que intervengan.

Por su parte, el artículo 21 de la Directiva de Servicios de Inversión, al que tendrá que dar cumplimiento todos los mercados oficiales ("regulados"), deberán para cada valor o instrumento exigir:

a) la publicación al principio de cada jornada bursátil, del precio medio ponderado, de los precios más alto y más bajo, y del volumen negociado en el mercado regulado en el transcurso de la jornada bursátil precedente;

b) los mercados continuos basados en la confrontación de órdenes y para los mercados dirigidos por precios, publicarán al final de cada hora de funcionamiento el precio medio ponderado y el volumen negociado en el mercado durante un período de funcionamiento de seis horas que terminará de forma que, antes de la publicación, haya un intervalo de dos horas de funcionamiento del mercado, y cada veinte minutos, del precio ponderado del precio más alto y del más bajo, calculado en un período de funcionamiento de dos horas que terminará de forma que, antes de la publicación, haya un intervalo de una hora de funcionamiento del mercado.

Toda esta información deberá estar disponible para los inversores en general y deberá poderse hacer operaciones en esas condiciones de precio y volumen publicados.

Resultará, de esta manera, que, con la habilitación del artículo 44 de la Ley 37/98, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Banco de España y los órganos rectores de los mercados deberán propiciar las reformas necesarias en los mercados, de manera que se cumplan los requisitos mínimos de información establecidos en la Directiva de Servicios de Inversión a

favor de la transparencia y de la supervisión de los mercados.

Llega el momento en este trabajo de referirnos a aquellas consideraciones que sirvan para que estudiosos de esta parte de nuestro Derecho trabajen, tanto para que doctrinalmente se busquen soluciones a los problemas que se plantean, como para servir de referencia a los trabajos de desarrollo normativo que deberá emprender pronto el Gobierno.

La reforma de los mercados de valores introducida por la Ley 37/1998 confirma el carácter fundamentalmente concentrado de nuestros mercados. Las operaciones sobre valores negociables o instrumentos admitidos a negociación se realizan en los mercados con arreglo a sus normas de procedimiento y, en caso contrario, son nulas de pleno derecho. Sólo podrán realizarse al margen aquellas operaciones que respondan a los requisitos previstos para las operaciones extraordinarias (art. 36 de la Ley del Mercado de Valores).

Será necesario reflexionar en un futuro, a la vista de los cambios que se produzcan en nuestro entorno, cómo se protege mejor nuestro modelo concentrado y, en particular, cómo se define el acceso al mismo, mediante acceso directo o remoto. Esta última cuestión es muy importante, pues aunque la Ley define nuestros mercados como de ámbito nacional o autonómico, lo cierto es que los medios técnicos (informáticos fundamentalmente) hacen que los mercados, en general, estén absolutamente deslocalizados y, por ello, sean más globales. La alternativa deberá sopesar si un movimiento de globalización de los mercados empujada por los avances técnicos y que, por tanto, genere un modelo de mercado concentrado y con acceso directo protege más o menos a nuestros mercados al incorporarlo o no a una mayor o menor competencia con otros.

Conviene aquí reconsiderar que no se han delimitado las diferencias entre qué es un mercado oficial y otro no oficial (terminología de la Directiva: Mercado regulado y no regulado), en la Ley 37/98. Pero ello, y esta es una opinión muy personal, debe permitir al Gobierno desarrollar proyectos de mercados autorregulados por la vía del artículo 31. 4 que, necesariamente, no han de seguir los principios establecidos en esta Ley y que permitiría que el propio mercado (en su acepción más amplia) defina qué necesita como modelo en cada caso. Este mismo artículo, permite la autorización junto a estos mercados no oficiales, a los que me permito calificar como más "autorregulados", pero que debe entenderse como deseo más que como

interpretación del texto legal, de sistemas organizados de negociación con lo que las posibilidades de crear verdaderos mercados sin estructura son muy importantes. Con esta habilitación se podrá dar respuesta a cualquier necesidad de nuestros mercados a la puerta del próximo milenio, cuando todavía no parece perfectamente definido el camino que tomarán los mercados de nuestro entorno en un futuro próximo.

Por último, referirme a las operaciones extraordinarias pero no para explicar su razón de ser, ni la problemática de su regulación, realmente compleja, sino para considerar algunas de las posibilidades que abre para el futuro. En concreto, podrían ser un buen instrumento, si la normativa de desarrollo contribuye, para hacer que nuestros servicios de compensación y

liquidación sean realmente competitivos frente a los custodios y cámaras de compensación internacionales, de manera que fuese más atractivo realizar operaciones extraordinarias en nuestras cámaras de compensación que en otras de nuestro entorno.

Los mercados, los sujetos que intervienen, los inversores y los procesos que la Unión Europea exijan, marcarán el desarrollo de los mercados desde un punto de vista normativo, que hoy cuentan con una Ley muy abierta y, por tanto, más ágil que la del año 1988, que posibilita la adaptación normativa por disposiciones de inferior rango al de la Ley; sin duda, un verdadero acierto del legislador para adaptar los mercados a las puertas del año 2000 a las incógnitas aún no resueltas.