



Opiniones

Cuatro cuestiones han sido sometidas a la opinión de los Presidentes de las Sociedades rectoras de las bolsas españolas.

1. ¿Qué juicio les merece la oportunidad de la Ley y cuál es su opinión sobre su adecuación a las directivas comunitarias?

2. ¿Qué ventajas –o qué inconvenientes– pueden detectarse en la reforma, tanto para las entidades financieras como para los inversores?

3. ¿Cuáles pueden ser sus posibles efectos sobre los mercados?

4. ¿Qué opinan sobre los efectos que la Ley puede tener tanto para las empresas de servicios de inversión como para las entidades de crédito?

Todos ellos coinciden en resaltar la necesidad de la nueva Ley, subrayando que, no sólo se trata de transponer las directivas comunitarias a nuestro ordenamiento, sino también de incorporar la doctrina del Tribunal Constitucional sobre la distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas en materia de mercado de valores que se deduce de

su Sentencia de 16 de julio de 1997. Concretamente, sobre este punto, el Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia muestra incertidumbres ante aspectos concretos de la nueva regulación y ante alguna discrepancia entre la Sentencia del Tribunal Constitucional y la Ley 37/1998.

Unánime es, también, la opinión favorable a la mayor accesibilidad a los mercados que supone el “pasaporte comunitario”. Esta nueva situación, junto con la introducción del euro habrá de intensificar el proceso de globalización e internacionalización de los mercados europeos, que, asimismo, supondrá un incremento de la competencia.

El incremento de competencia, junto a la creación del Fondo de Garantía son los aspectos que, de forma más positiva, han de afectar a los inversores.

Como nota importante habrá de subrayarse, por último, que aunque la Directiva de Servicios de Inversión se aprobó en 1993 y haya sido objeto de alguna modificación posterior, deriva de un proyecto muy anterior (de mediados de la década de los ochenta) y, consecuentemente, ni contempla ni soluciona muchas de las cuestiones que plantea la actualidad.

JOAN HORTALÀ Y ARAU

*Presidente de la Sociedad Rectora
de la Bolsa de Valores de Barcelona*

1. La Ley de Reforma del mercado de valores resulta oportuna y conveniente ya que se hacía necesario incorporar al ordenamiento interno toda aquella regulación que permita a nuestros mercados competir de forma eficiente ante el gran reto que supone la Unión Económica y Monetaria a partir del 1 de enero de 1999.

A su vez, la Ley de Reforma aprovecha para incorporar los cambios necesarios que la Sentencia del Tribunal Constitucional de fecha 16 de julio de 1997, a raíz de los recursos de inconstitucionalidad promovidos por el Gobierno Vasco, el Parlamento de Cataluña, y el Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña, exigía sobre el régimen de distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas en materia de mercado de valores.

Asimismo, con la publicación de esta Ley, se transpone al ordenamiento nacional las distintas regulaciones comunitarias sobre la materia, fundamentalmente las directivas relativas a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, a los sistemas de indemnización de los inversores, y a la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito.

2. La principal ventaja que las entidades financieras tendrán como consecuencia de la aplicación de la Ley de Reforma del Mercado de Valores es la obtención del denominado "pasaporte comunitario" que permitirá a las empresas de servicios de inversión, al amparo de la autorización concedida por el Estado de su sede social prestar servicios de inversión y realizar actividades complementarias en el resto de la Unión. Evidentemente, ello permitirá la expansión y crecimiento de aquellas entidades que sepan aprovechar las oportunidades que este nuevo marco les ofrece. El inconveniente que se les plantea a las mencionadas entidades financieras es la superior competencia que tendrán en el ámbito de sus actuaciones, lo que obligará a dichas entidades a realizar nuevos esfuerzos en el terreno de la reducción de costes y de la incorporación de todas aquellas estrategias destinadas a aumentar su nivel de competitividad.

Por lo que se refiere a los inversores, la Ley de Reforma no les proporciona ningún inconveniente y, por el contrario, les ofrece dos ventajas fundamentales:

A) La primera surge directamente del propio texto

de la Ley al preverse la creación del Fondo de Garantía de Inversiones que, indiscutiblemente, constituirá un nuevo mecanismo de protección y seguridad.

B) La segunda se deriva del marco mucho más competitivo en el que se desarrollará la actividad de las empresas de servicios de inversión como consecuencia de la aplicación de la Ley de Reforma. El resultado práctico de esta superior competencia será que el inversor podrá beneficiarse cada vez más de mejores servicios y comisiones ajustadas.

3. La Ley de Reforma junto con la introducción del EURO van a intensificar el proceso de globalización y de internacionalización de los Mercados Europeos. El acuerdo alcanzado entre las Bolsas de Londres y Frankfurt para crear una contratación paneuropea constituye el primer signo palpable de este proceso, al que las cuatro bolsas españolas deberán sumarse aportando la experiencia del sistema de interconexión bursátil español que puede resultar de gran utilidad para establecer las bases del futuro mercado de valores europeo.

4. Los posibles efectos de la Ley de Reforma sobre las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito han sido expuestos en el número 2 en el que se recogen las ventajas e inconvenientes para las entidades financieras.

ANTONIO J. ZOIDO

*Presidente de la Sociedad Rectora
de la Bolsa de Valores de Madrid*

1. La nueva Ley era obligada para trasponer a la legislación española la normativa de la Directiva de Servicios de Inversión de 1993, por lo que, más que oportuna, la Ley era en esa medida obligada y lleva a cabo correctamente esa recepción del régimen de "pasaporte comunitario" instaurado por la aludida Directiva.

Sin embargo, es importante retener que la nueva Ley no responde solamente a ese objetivo, sino también a otros dos objetivos:

— Uno primero obligado, como es recoger los pronunciamientos de la Sentencia del Tribunal Constitucional del pasado mes de julio a propósito de la Ley del Mercado de Valores de 1988.

— Otro más heterogéneo, como es reformar diversos extremos de la Ley del Mercado de Valores y de otros importantes textos legales —como son la Ley

de Instituciones de Inversión Colectiva o la Ley de Sociedades Anónimas—. Esas modificaciones tratan de corregir insuficiencias o lagunas de la previa regulación, con la vista puesta en que nuestro mercado de valores sea más competitivo y eficiente en el escenario global en que ya se desenvuelve actualmente, cuyos desafíos se acrecentarán con toda probabilidad en los próximos tiempos.

El conjunto, pues, es una Ley de gran importancia, que ataca al mismo tiempo varios problemas diversos con el denominador común de adaptar nuestra legislación al nuevo contexto normativo y económico en el que se inserta nuestro mercado de valores.

2. Las ventajas e inconvenientes de la ley se verán mejor cuando esté vigente algún tiempo. No obstante, habría que destacar algunas características de esta Ley que pueden merecer un comentario.

La primera se refiere al lapso de tiempo que ha transcurrido entre la preparación y aprobación de la Directiva de Servicios de Inversión y la aprobación de la nueva Ley. Aunque la citada Directiva se aprobó en 1993, deriva de un proyecto que empezó a estudiarse a mediados de la década de los ochenta, tratando de responder a las cuestiones que entonces se suscitaban en los mercados financieros.

Todo ello determina que esa Directiva no contempla ni soluciona muchas de las cuestiones que están planteadas en la actualidad, máxime si se tiene en cuenta la velocidad con que están evolucionando los mercados financieros, ejemplo gráfico de lo cual es que la contratación de la Bolsa española se haya multiplicado por más de diez veces entre 1993 y 1998.

Precisamente para solventar esta cuestión la nueva Ley ha introducido el conjunto de reformas heterogéneas a que he aludido anteriormente.

Otra característica destacable es el difícil equilibrio que han de salvar los procedimientos de control de los mercados, combinando el ágil, rápido y transparente funcionamiento de los mercados con los mecanismos de garantía de los participantes.

La tercera nota característica de la Ley es que se hace eco de las especialidades que requieren las sociedades cotizadas en los mercados financieros, habiéndose abierto paso en la Ley de Sociedades Anónimas varias previsiones específicamente dedicadas, por primera vez, para ese tipo de entidades, lo que supone un importante reconocimiento de sus necesidades y del relevante papel que juegan en nuestra sociedad.

3. La nueva regulación parece beneficiosa para el desarrollo de los mercados financieros, en la medida en que va a encauzar su crecimiento, ordenando mejor los distintos tipos de agentes intervinientes y los valores e instrumentos financieros negociables. También es destacable que la aplicación de la nueva Ley va a coincidir temporalmente con la introducción del euro, que remueve varios de los obstáculos a un más eficiente desenvolvimiento de los mercados de valores y servirá probablemente para mantener y acentuar su creciente importancia.

4. Una de las novedades de la Ley es definir y regular la nueva categoría de las empresas de servicios de inversión.

Sin embargo, desde el punto de vista de los mercados financieros como un todo, esa novedad no es revolucionaria, por cuanto los miembros de esos mercados eran bien empresas especializadas bien entidades de crédito.

La única excepción relevante eran los miembros de las Bolsas, condición reservada hasta ahora a entidades especializadas (Sociedades y Agencias de Valores). Además de la entrada de los Bancos extranjeros, la nueva Ley permitirá a los españoles ser miembros de las Bolsas desde el 1 de enero del 2000.

Sin embargo, y teniendo en cuenta que muchas entidades de crédito ya participaban, incluso al 100 por 100 en el capital de Sociedades de Valores miembros de las Bolsas, el cambio tampoco será en este punto trascendental.

ÁNGEL TORRE GONZÁLEZ

*Presidente de la Sociedad Rectora
de la Bolsa de Valores de Valencia*

Tal y como se establece en la Exposición de Motivos, esta Ley de Reforma es la resultante de la necesidad de incorporar diversas directivas, principalmente la de Servicios de Inversión (93/22/CCE), y dar respuesta al pronunciamiento del Tribunal Constitucional (Sentencia de 16 julio de 1997) en la que se establecen las directrices en el régimen de distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas. Del mismo modo se ha pretendido actualizar la Ley 24/88, regulando prácticas adoptadas en los mercados financieros que no estaban contempladas en la Ley objeto de la presente reforma.

Pese a que consideramos que venía siendo necesaria esta reforma, debemos señalar como aspecto negativo la excesiva tardanza del mismo, existiendo pues una gran divergencia entre la rapidez con que evolucionan los mercados financieros y la lentitud con la que se les da cobertura normativa. Es decir, si se aprueba una Directiva en el año 1993 (Directiva de Servicios de Inversión), se incorpora a nuestra legislación cinco años después y todavía estamos pendientes de un posterior desarrollo legislativo, es evidente la descoordinación entre la evolución de los mercados y la normativa reguladora de éstos.

Por todo ello, será importante el desarrollo normativo que se produzca fruto de esta Ley; este desarrollo puede acercar la divergencia antes mencionada, dando cobertura a realidades que surgen en los mercados financieros y que no han sido previstos por la reciente Ley publicada. En concreto, y a modo de ejemplo, los movimientos que se están produciendo actualmente encaminados a la estrecha colaboración entre los distintos mercados europeos deberían tener un soporte normativo en las futuras disposiciones, ya que no los contempla esta reciente Ley de Reforma.

Desde la perspectiva del mercado, la nueva regulación que afecta a la actuación transfronteriza de las empresas de inversión europeas, por la que se permite operar directamente a las empresas a través del pasaporte comunitario, junto a la posibilidad de que las entidades de crédito puedan acceder a los mercados directamente, producirá una apertura considerable en cuanto a la accesibilidad a nuestros mercados.

Un aspecto de la Ley que preocupa desde el punto de vista de las Bolsas es la regulación que se hace de las "operaciones extraordinarias" en su artículo 36, y más concretamente en su apartado 3.c), donde con la simple autorización del comprador y del vendedor se puede realizar una operación sin sujeción a las reglas del mercado. De la lectura del mismo se puede deducir que se podrían negociar grandes paquetes de acciones fuera de las Bolsas, con el perjuicio que se derivaría por la falta de control exhaustivo por parte del mercado y que acarrearía un perjuicio para el propio mercado y para el conjunto de los inversores, así como para el propio emisor. Las Bolsas han sido y deben ser, entre otras cosas, el lugar de concentración mayoritaria de las ofertas y de las demandas para establecer el justo precio del valor de las empresas.

Otra novedad importante que afecta de manera positiva a la seguridad del mercado y a los inversores es la creación del Fondo de Garantía de Inversiones,

al tratarse de un mecanismo por el que se las indemniza en los casos de insolvencia o situación concursal de las empresas de servicios de inversión, ofreciendo así mayores garantías al inversor.

En cuanto a la distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas que articula la Ley de Reforma, consideramos que se ha introducido cierta ambigüedad. En primer lugar, la utilización de la expresión "sobre los mercados de ámbito autonómico", al referirse el ámbito competencial de las Comunidades Autónomas, ofrece diversas dudas; ¿qué límites afectan a un mercado autonómico?, ¿territoriales?, ¿de miembros?, ¿en cuanto a la contratación? Nuestra interpretación sobre este concepto va encaminada a considerar estos mercados como mercados creados y verificados en el ámbito de la Comunidad Autónoma pero cuyo ámbito de contratación y de presencia de miembros rebasa los límites territoriales.

En el mismo sentido, otro de los aspectos que añaden incertidumbre a la hora de establecerse las competencias, es la discrepancia existente entre lo establecido en la Sentencia del Tribunal Constitucional de 16 de julio de 1997 y lo regulado en la mencionada Ley. Concretamente, la citada Sentencia establecía que la verificación previa a la admisión a negociación en los mercados secundarios oficiales correspondía a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y que la exclusión de los valores de cotización en una única Bolsa correspondía al órgano autonómico correspondiente. Por el contrario, en la Ley se establece que la citada verificación, para el caso de los valores negociados únicamente en mercados de ámbito autonómico, corresponde al órgano autonómico competente, mientras que al hablar de la exclusión, cita únicamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Junto a esto encontramos también ciertas incoherencias en la redacción de la norma, como por ejemplo cuando se otorgan competencias a las Comunidades Autónomas en materia de autorización y acreditación previa para adquirir la condición de miembro en un mercado ubicado en su ámbito competencial, como es el caso de las Bolsas, y por contra, en el Real Decreto 726/89, regulador de las Sociedades Rectoras y Miembros de las Bolsas, se establece como requisito para acceder como miembro la inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Casos como el descrito hacen difícil la aplicación práctica de esta Ley, y crean cierta confusión en la aplicación de la misma. Por ello, reiteramos que todo queda a merced de su posterior desarrollo.