
PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

65

La
reforma
de los
mercados
de
valores



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Introducción

La Ley del Mercado de Valores de 1988 supuso, hace ya diez años, una importante reforma del mercado de capitales español para irlo adecuando a las nuevas circunstancias que aparecían en el horizonte financiero. Transcurridos dos lustros, los avances conseguidos en la construcción del Mercado Único Financiero europeo han hecho necesaria una nueva revisión de esa Ley –que había ido sufriendo retoques desde el año siguiente a su entrada en vigor– con mayor enjundia, cuyo objetivo declarado es la transposición a nuestro ordenamiento interno de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993 (reformada por la Directiva 95/26/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995), relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y de la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

La primera de ellas regula básicamente tres aspectos: el primero es el principio del “pasaporte comunitario” o “licencia única”, en virtud del cual la autorización de actividad concedida por un Estado comunitario es válida para el resto de la Unión. El segundo es el consistente en la armonización de las condiciones que han de cumplir las empresas de servicios de inversión para ejercer sus actividades, con el consiguiente reparto entre Estados de las facultades de supervisión. El control de las condiciones de autorización y ejercicio se encomienda al Estado de origen de las empresas y el de sus normas de conducta al Estado en que se desarrollan las operaciones. Por último, la Directiva se ocupa asimismo de regular las obligaciones de transparencia e información.

La segunda de las directivas transpuestas a nuestro ordenamiento (Directiva 97/9/CE, de 3 de marzo de 1997) regula el llamado “Fondo de Garantía de Inversiones” que, de manera semejante a los Fondos de Garantía de Depósitos en las entidades de crédito, se articula para indemnizar a los inversores que puedan verse afectados por situaciones de insolvencia o concursales de las empresas de servicios de inversión. Sin embargo, tiene con

ellos una importante diferencia, cual es la de su carácter de mecanismo indemnizatorio para el inversor, sin que se le atribuyan –como ocurre con los Fondos de Garantía de Depósitos– funciones de intervención en las empresas de inversión que se encuentren en situaciones de crisis.

Ahora bien, la transposición de estas directivas, si bien constituye el contenido básico de la Ley de reforma, no es el único. Y así, se ha recogido la doctrina de la Sentencia del Tribunal Constitucional 133/1997, de 16 de julio, en relación con el reparto de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas, en materia del mercado de valores y en sus disposiciones adicionales se incorporan numerosas modificaciones en relación con las instituciones de inversión colectiva, la Ley cambiaria y del cheque, la Ley de sociedades anónimas, las normas reguladoras de los Fondos de Garantía de Depósitos y algunas más, necesarias para la armonización del ordenamiento mercantil.

Es **Jaime Caruana**, Director General del Tesoro, quien, en su trabajo, se ocupa de subrayar los temas clave de esta reforma poniendo el acento en el conjunto de cuestiones relevantes que han sido abordadas en ella.

Con objeto de situar al lector ante la dimensión real que tienen los temas bursátiles en nuestro país ha parecido oportuno incluir el artículo de **María Isabel Ortega Díaz**, en el que se pretende ofrecer, desde la perspectiva económica, un breve esbozo de las principales características de nuestro actual mercado bursátil. Un mercado todavía estrecho, con un reducido grado de profundidad, en el que las empresas financieras representan la mayoría de las sociedades cotizadas y en el que la capitalización, tanto de la renta fija como de la renta variable, se concentra en unos pocos sectores económicos, que son, asimismo, los mayoritariamente contratados y una bolsa, por último, con un moderado nivel de liquidez de muchos de sus valores, aunque el conjunto del mercado ha experimentado, en este aspecto sensibles mejoras.

En una primera aproximación de urgencia al contenido de la Ley de reforma ha parecido necesario abordar en exclusiva sus aspectos más relevantes, seleccionando, para ello, tres grandes temas.

El primero, el Fondo de Garantía de Inversiones, porque se trata de una institución nueva para nuestro ordenamiento jurídico y que, aunque es paralela a los fondos de garantía de depósitos, muestra importantes diferencias con ellos y, además, porque las numerosas remisiones al reglamento contenidas en la ley hace más necesaria la clarificación previa de sus aspectos esenciales. De su estudio se ha encargado **Rafael Mínguez**.

El segundo es el nuevo régimen de las empresas de servicios de inversión, abordado por **Ramiro Martínez-Pardo del Valle** y **Antonio Moreno Espejo**. Los tres tipos que considera la ley son las tradicionales sociedades y agencias de valores e incorpora las sociedades gestoras de cartera, que hasta ahora se encontraban reguladas en el ámbito de la inversión colectiva. A ellas habrán de añadirse las entidades de crédito, que, aunque no sean empresas de servicios de inversión, según la Ley podrán realizar habitualmente todas las actividades propias de aquéllas, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello. La novedad fundamental, en este ámbito, es, sin duda, el llamado "pasaporte comunitario", es decir, la posibilidad de desarrollar en todo el territorio de la Unión Europea las actividades autorizadas por un país miembro. Esta circunstancia, unida a la introducción de la moneda única, favorece la globalización del mercado de capitales y, consecuentemente, obligará a un replanteamiento de la posición en el mercado de las entidades hoy asistentes, bien ampliando sus propios canales de distribución, bien adoptando acuerdos con otras entidades que las permitan atender debidamente a una clientela que ha de ser cada vez más exigente. Se abre, también en este campo, un nuevo panorama de negocios que estará estrechamente unido al propio desarrollo bursátil interno y europeo.

El tercero de los temas que aborda este número

de PERSPECTIVAS es el relativo a los mercados secundarios oficiales de valores. Quizá la nota más relevante en este aspecto es el abandono de la distinción entre mercados organizados oficiales y no oficiales, sustituida por la de mercado secundario oficial y no oficial. Sin perjuicio de ofrecer un concepto genérico de lo que son los mercados secundarios oficiales, la Ley enumera como tales las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, gestionado por la Central de Anotaciones, los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero y cualquiera otros que se autoricen, de ámbito estatal o autonómico. A esta enumeración habrá que añadir los que ya estuvieran reconocidos como organizados a la entrada en vigor de la Ley, es decir, concretamente, el mercado de la A.I.A.F. y es conveniente advertir que el ámbito de los mercados secundarios oficiales a que se refiere la Ley española es más amplio que el de la Directiva de Servicios de Inversión, pues comprende mercados de derivados con subyacente no financiero –los cíclicos– que quedan fuera de los instrumentos a que se refiere la Sección B del Anexo de la Directiva. El análisis de la nueva regulación se aborda por **Antonio J. Alonso Ureba**.

Siguiendo la estructura típica de los números de PERSPECTIVAS se incluye un apéndice legislativo en el que, además de las normas comunitarias que han sido objeto de transposición a nuestro ordenamiento interno, ha parecido oportuno insertar el texto de la Ley del Mercado de Valores de 1988, integrando en él las modificaciones posteriores y, desde luego, las derivadas de la Ley 37/1998, que constituye el objeto básico de este número.

Por último, y como también es habitual, se han recabado las opiniones de los presidentes de las sociedades rectoras de las bolsas sobre la reforma y sus efectos en nuestros mercados. Quede expresa constancia de nuestro agradecimiento a **Juan Hortalà**, **Antonio J. Zoido** y **Ángel Torre** que, amablemente, han tenido la gentileza de contestar a nuestro requerimiento.

Importancia de la reforma de la Ley del Mercado de Valores

Jaime Caruana

I. INTRODUCCIÓN

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

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

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

- La Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

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

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

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

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

II. OBJETIVOS DE LA REFORMA

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

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

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

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

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

III. LÍNEAS PRINCIPALES DE LA REFORMA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

sobre los instrumentos financieros y valores recogidos en la disposición.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pero las principales novedades en la materia se

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IV. CONCLUSIONES

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

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

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

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

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

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

Las bolsas españolas: un análisis económico

María Isabel Ortega Díaz

I. INTRODUCCIÓN

La reforma del mercado de valores acaecida en 1988 y sus desarrollos legislativos posteriores introdujeron importantes avances operativos y técnicos en las bolsas españolas. Sin embargo, persisten en éstas actualmente algunos problemas relacionados con el desarrollo de su tamaño, a pesar de que el informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores (1), en su momento, considerara la ampliación de la oferta y demanda bursátiles como uno de los objetivos prioritarios para el logro de su modernización.

En este trabajo, pretendemos llevar a cabo un análisis económico del mercado bursátil en España empleando como hilo conductor la evolución de su dimensión, así como resaltar los cambios constatados, dado que es el escenario en el que tiene lugar la nueva reforma de la Ley del Mercado de Valores para adaptar nuestra legislación a la directiva europea sobre servicios de inversión. Esta reforma, junto con la futura integración de los mercados financieros europeos que tendrá lugar en la tercera fase de la unión monetaria europea justifican que este sea un momento propicio para la reflexión sobre la necesaria promoción del tamaño del mercado bursátil español, como estrategia para hacer frente al incremento de la competencia que estos últimos hechos pueden introducir.

A tal fin, contemplaremos dos enfoques diferentes, aunque complementarios. En primer lugar, estudiaremos el *stock* de valores susceptibles de ser negociados, y en segundo lugar, el volumen de negocio registrado. Junto a ello, nos proponemos detectar algunos problemas que se han generado en este campo. Asimismo, llevaremos a cabo una comparación con el tamaño de las bolsas internacionales. El ámbito temporal analizado en este trabajo se extiende

desde 1980, momento en que empiezan a aparecer en España las primeras disposiciones legislativas orientadas al logro de la modernización del mercado y su adaptación a las nuevas necesidades, hasta 1997, por razones de disponibilidad de la información cuantitativa.

Para los inversores, el atractivo del desarrollo de la dimensión del mercado se halla en la oportunidad de optar entre un abanico más amplio de posibilidades de inversión, que deberán esforzarse por resultar competitivas. Además, al poder comprar y vender en un mercado de mayor tamaño, es previsible el logro de una superior liquidez de los valores de sus carteras y un abaratamiento en los costes. Estas ventajas para los inversores repercutirían directamente sobre los intermediarios bursátiles, que engrosarían su clientela. Los emisores, por otra parte, podrían ofertar sus valores a un volumen superior de inversores y, por tanto, acceder a unos fondos mayores de financiación.

II. ANÁLISIS DE LA DIMENSIÓN DEL STOCK DE VALORES NEGOCIABLES

Para el examen de este aspecto, se emplearán fundamentalmente dos indicadores: el volumen de capitalización admitido en el mercado y el número de empresas cotizadas. Este análisis también nos va a permitir descubrir y señalar algunos rasgos característicos de la bolsa española.

1. Volumen de capitalización (2)

La capitalización admitida a cotización en el mercado bursátil español, expresada en términos efectivos, ha experimentado un continuo e intenso avance a lo largo del período observado, como recoge el

CUADRO NÚM. 1
VOLUMEN DE CAPITALIZACIÓN TOTAL ADMITIDO
A COTIZACIÓN OFICIAL
Bolsa de Madrid

AÑO	NOMINAL		EFECTIVO	
	Billones de pesetas	Porcentaje de variación	Billones de pesetas	Porcentaje de variación
1980	2,940	13,2	2,819	14,2
1981	3,256	10,7	3,341	18,5
1982	3,783	16,2	3,480	4,2
1983	4,023	6,3	3,970	14,1
1984	4,202	4,4	4,704	18,5
1985	5,104	21,5	6,316	34,3
1986	7,487	46,7	11,949	89,2
1987	8,878	18,6	14,185	18,7
1988	10,565	19,0	17,963	26,6
1989	11,369	7,6	21,104	17,4
1990	9,249	-18,6	17,136	-18,8
1991	8,472	-8,4	18,846	10,0
1992	8,398	-0,8	17,664	6,3
1993	8,589	2,3	25,179	42,5
1994	7,712	10,2	24,182	3,9
1995	8,008	3,8	26,357	9,0
1996	7,723	-3,6	34,914	32,5
1997	7,897	2,3	47,626	36,4

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

cuadro núm.1. Puede apreciarse en dicho cuadro que los datos a partir de los que vamos a establecer conclusiones pertenecen únicamente a la Bolsa de Madrid (3). El motivo radica en que ésta es la de mayor dimensión de las cuatro españolas, y su comportamiento es muy representativo de lo que sucede en el conjunto de todas ellas. Pero no podemos ignorar que este importante crecimiento –como ponen de manifiesto las tasas de variación–, en una cuantía considerable, es producto del comportamiento alcista registrado en la fluctuación de las cotizaciones durante diversos años. Este efecto es eliminado al emplear cifras de capitalización en términos nominales (4). La línea ascendente que la capitalización en términos nominales mantuvo a lo largo de la década de los ochenta (mucho más suave que en términos efectivos) culmina en 1989, momento a partir del cual se produce un descenso importante en su significación, dentro del clima de recesión económica nacional e internacional que tuvo lugar. No obstante, a partir de 1994, tras ser superado éste último, no se ha visto modificada la tendencia del capital registrado en la bolsa española.

El cuadro núm. 2 recoge la distribución de la capitalización entre los diferentes instrumentos para comprobar si se mantiene un comportamiento homo-

CUADRO NÚM. 2
DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DEL CAPITAL
EFECTIVO ADMITIDO A COTIZACIÓN
POR INSTRUMENTOS
Bolsa de Madrid

AÑO	EFECTOS PÚBLICOS	OBLIGACIONES	ACCIONES
1980	20,8	32,3	46,9
1981	19,6	31,6	48,8
1982	25,9	33,7	40,4
1983	23,7	33,2	43,1
1984	20,7	30,6	48,7
1985	20,0	32,4	47,6
1986	24,2	21,6	54,2
1987	25,6	19,8	54,6
1988	28,5	14,2	57,4
1989	24,5	12,0	63,8
1990	19,0	12,5	68,5
1991	11,8	12,4	75,9
1992	11,6	12,9	75,5
1993	6,3	10,9	82,7
1994	7,0	8,9	84,2
1995	7,1	6,1	86,9
1996	5,1	4,4	90,5
1997	4,3	2,8	92,9

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

géneo en todos ellos. Su examen pone de manifiesto la transformación de la composición del capital admitido a cotización en favor de un desarrollo extraordinario de la proporción de acciones, que pasa a constituir la mayor parte del total (alcanzando en 1997 cerca del 93 por 100 del total del capital admitido a cotización en la Bolsa de Madrid, cuando en 1980 era sólo de un 46,9 por 100) y, por lo tanto, el repliegue de la renta fija, tanto pública como privada. La tendencia a prevalecer la renta variable sobre la fija es opuesta a la observada en otros muchos países, y persiste en los últimos años a pesar de las iniciativas incentivadoras introducidas en este segmento. No obstante, dentro de la capitalización correspondiente a la renta fija, se constata un importante cambio de tendencia. Si hasta 1988 se incrementaba paulatinamente el volumen de títulos públicos y decrecía notablemente el de obligaciones privadas, con posterioridad a esta fecha el primero de ellos se incorpora a la tendencia del segundo debido a criterios de contabilización (5), experimentando ambos una gran disminución.

En España, la capitalización de la renta fija privada en su conjunto –incluyendo la bursátil y la del mercado AIAF– es bastante reducida en comparación con la deuda pública (considerando dentro de ella tanto la del mercado de deuda pública anotada como la bursátil). Esto revela, en primer lugar, una clara reticencia de las empresas nacionales a la utilización de la emisión de títulos de renta fija como forma de financiación, aunque éste no es el único motivo que lo justifica. En segundo lugar, este hecho es indicativo de que la competencia de la deuda pública –cuyos valores cubren todos los plazos, poseen un mercado secundario muy líquido y han disfrutado de altas rentabilidades sin riesgo– es difícil de vencer. No obstante, en la estructura de la renta fija bursátil sucede lo contrario. En los años observados, ha aumentado mucho la importancia relativa de la capitalización bursátil en renta fija emitida por empresas –financieras o no–, pasando de menos del 45 por 100 respecto al volumen total en 1990 al 56,9 por 100 que suponen en la Bolsa de Madrid en 1995, aunque en los dos últimos años ha vuelto a descender, de modo que en 1997 se registra un 39,4 por 100.

No podemos ignorar la presencia en la Bolsa de Madrid, desde 1990, de capitalización procedente de valores extranjeros, al constituir una contribución importante al volumen registrado y, por tanto, al tamaño del mercado. Así, en el segmento de la renta variable, ésta ha ido progresivamente aumentando, cifrándose a finales de 1997 en 8.642,7 billones de pesetas (lo que equivalía al 19 por 100 de la capitalización total de las bolsas españolas), aunque sólo procedía de las

cuatro empresas extranjeras cotizadas al cierre de nuestra observación (6).

Efectuando una comparación internacional de los volúmenes de capitalización global que presentan las bolsas, se aprecia una dimensión de la española bastante reducida y extremadamente lejana de la que caracteriza a los principales centros bursátiles mundiales, e incluso de su entorno europeo, como se deduce del gráfico 1 (7).

En esta comparación de los tamaños de las bolsas, debemos introducir una ponderación, dada la diferente importancia de las economías en que se encuentran inmersas, si queremos llegar a una conclusión definitiva. Se trata, por tanto, de repetir el mismo análisis, pero esta vez sopesando el mayor o menor peso relativo de la capitalización de los diferentes mercados sobre el PIB del respectivo país (gráfico 2) (8). Metodológicamente, hemos de tomar con precaución los datos que se ofrecen en el cuadro señalado, dado que comparan una variable saldo –el volumen de capitalización– con una variable flujo –el PIB–. Sentada esta matización, esta información la empleamos para efectuar la comparación en términos relativos que nos ocupa.

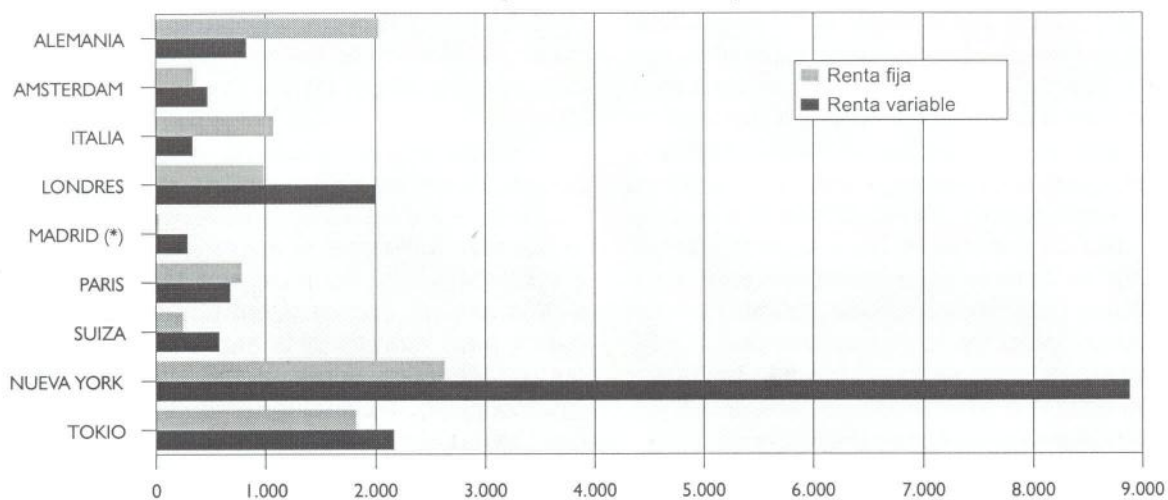
Este indicador, junto con el de los volúmenes de capitalización en términos absolutos, nos informa sobre la profundidad de los mercados, es decir, nos facilita información sobre la cantidad de activos financieros susceptibles de ser negociados en el mercado. Debemos comentar que hasta el momento de acometer la reforma del mercado, en 1988, el dato español se encontraba permanentemente en alza, habiendo superado a algunos mercados importantes. Sin embargo, desde aquella fecha a la actualidad, la cifra no refleja ningún avance, situándonos en fechas recientes en un nivel claramente inferior al de todas las bolsas reseñadas en el gráfico 2.

2. Número de empresas admitidas a cotización

Un nuevo indicador que es necesario analizar para estudiar la dimensión de una bolsa es el número de empresas admitidas a cotización en ella. A lo largo del período 1980-1986 fue constantemente disminuyendo el volumen de la Bolsa madrileña, medido por el número de sociedades cotizadas. Encontramos que el origen puede hallarse en el endurecimiento de los requisitos exigidos para acceder y mantener la cotización, por medio del establecimiento de unos mínimos de frecuencia y volúmenes de contratación, que intro-

GRÁFICO 1
**VOLUMEN DE CAPITALIZACIÓN EN RENTA FIJA Y VARIABLE DE LAS BOLSAS
 MÁS REPRESENTATIVAS DE LA FIBV. AÑO 1997**

(10⁹ millones de dólares)

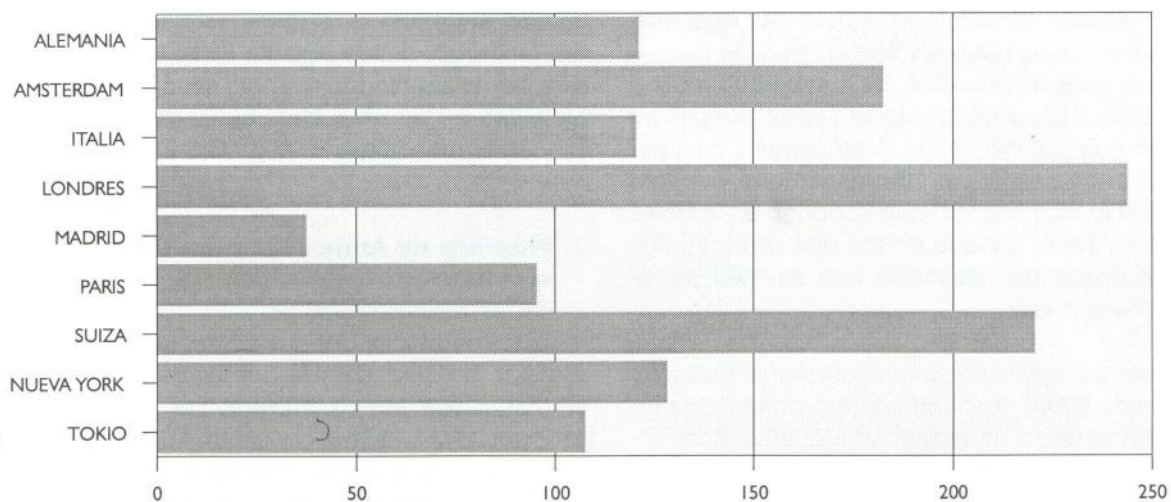


(*) La capitalización en renta variable es referida también a Barcelona y Bilbao.

Fuente: FIBV. Elaboración propia.

GRÁFICO 2
**CAPITALIZACIÓN GLOBAL RESPECTO AL PIB EN LAS BOLSAS
 MÁS REPRESENTATIVAS DE LA FIBV. AÑO 1996**

(Porcentaje)



Fuente: FIBV. Elaboración propia.

dujo la reforma del mercado bursátil a fin de incrementar la liquidez de los valores cotizados, junto con la exigencia de una información más detallada y puntual por parte de las empresas para mejorar la transparencia del mercado. Sólo a partir de 1987 comienza a apreciarse un progresivo incremento del número de empresas cotizadas en el segmento bursátil de la renta variable, tendencia que se trunca desde 1992 a 1996. Sin embargo, en 1997 se produce una importante incorporación de nuevas empresas a la cotización que consigue quebrar la citada línea descendente, registrándose 388 al cierre del año en la Bolsa de Madrid, pero que, no obstante, únicamente representan 18 más que la cifra correspondiente en el año en que acontece la reforma del mercado de valores. De ellas sólo cinco se encuentran vinculadas al segundo mercado.

La disminución de la cifra de sociedades admitidas observada en estos últimos años se ha debido a fusiones u OPAS de exclusión, a petición propia o por causar baja en el Registro de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Sin embargo, la mayor parte de estas exclusiones han sido promovidas de oficio por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su afán de eliminar de la lista a aquellas sociedades sin requisitos ni vocación bursátiles. Dicho proceso de reducción es probable que continúe, dado que siguen existiendo empresas que no han registrado ninguna operación bursátil en todo el año, lo que puede inducir a pensar que algunas de ellas acabarán solicitando su exclusión del mercado o que directamente serán expulsadas por la CNMV. La reducida dimensión de un mercado en relación con el número de empresas cotizadas es un hecho desfavorable si tenemos en cuenta que las circunstancias de algunos valores pueden afectar al índice general de cotización en una proporción superior a la que sería conveniente. Sin embargo, las bajas de empresas registradas en la cotización durante este período no son las causantes de la estrechez de nuestro mercado, al

tratarse, generalmente, de sociedades de escasa relevancia.

En el segmento bursátil de la renta fija es notablemente menor el número de sociedades emisoras en las bolsas españolas que las que cotizan en el de renta variable. La Bolsa que más tiene, la madrileña, cuenta con sólo 117 en 1997 y, como ocurre en las demás, esta cifra ha ido decreciendo a lo largo de los últimos años.

Sólo de 49 compañías cotizadas en la Bolsa de Madrid en 1997 –las cuales constituyen el 12,76 por 100 de la cifra total de sociedades admitidas– procede algo más del 87 por 100 de la capitalización. Todas ellas tienen volúmenes de capitalización superiores a 100.000 millones de pesetas. Esto es claramente indicativo de una muy intensa concentración de la capitalización bursátil en renta variable en torno a un pequeño grupo de empresas cotizadas, las más importantes. Esta relación entre la capitalización y el número de empresas cotizadas es mostrada en el cuadro núm. 3.

El número de empresas, junto con la capitalización media (cociente entre el volumen de capitalización y el número de empresas), y la importancia relativa de las mayores empresas cotizadas (porcentaje del volumen de capitalización que suponen) son aspectos importantes porque nos informan sobre el grado de amplitud que presenta una bolsa, es decir, sobre la variedad de activos financieros susceptibles de ser negociados en un mercado. En el caso español, los datos analizados dejan patente la estrechez que presenta el mercado bursátil. Por lo tanto, parece que han sido vanos los esfuerzos realizados para desarrollar el número de empresas cotizadas y, en general, el *stock* de valores que pueden negociarse.

Realizando una comparación internacional de este parámetro a lo largo de estos últimos años, podemos

CUADRO NÚM. 3
RELACIÓN ENTRE LA CAPITALIZACIÓN Y EL NÚMERO DE SOCIEDADES COTIZADAS
EN RENTA VARIABLE EN LA BOLSA DE MADRID. AÑO 1997
(Capitalización en millones de pesetas)

GRUPOS POR CAPITALIZACIÓN	NÚMERO DE COMPAÑÍAS	PORCENTAJE SOBRE TOTAL	CAPITALIZACIÓN	PORCENTAJE SOBRE TOTAL
> de 100.000 mill.	49	12,76	31.150.102	87,49
100.000-50.000 mill.	33	8,59	2.477.103	6,87
50.000-10.000 mill.	68	17,71	1.560.938	4,38
10.000-5.000 mill.	32	8,33	229.969	0,65
5.000-1.000 mill.	70	18,76	164.101	0,46
> de 1.000 mill.	130	33,85	65.316	0,18

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

observar que en España la cifra es intermedia, pero la distancia mantenida con los principales mercados bursátiles sigue mostrándose abismal, como evidencia el gráfico 3, donde se recogen las cifras de sociedades cotizadas en el segmento de renta variable y de emisores de renta fija admitidos en las principales bolsas miembros de la Federación Internacional de Bolsas de Valores en 1997 y en las de nuestro entorno.

Hasta 1990, el negocio bursátil fue únicamente nacional en las bolsas españolas desde la óptica de la oferta, pero a partir de esta fecha comienzan a existir emisores de renta fija o variable extranjeros (9). A pesar de que su número es aún reducido (27 y 4, respectivamente, durante 1997), este fenómeno nos incorpora a la línea mantenida por la práctica totalidad de las bolsas desarrolladas de nuestro entorno, donde actualmente esta internacionalización, sea en un mayor o menor grado, es un hecho generalizado (Italia, por ejemplo, ha asumido también esta tendencia en fechas recientes).

En el sentido indicado, un alto grado de internacionalización en una bolsa significa que se desarrolla en ella un porcentaje muy elevado de operaciones de contratación de valores procedentes de emisores extranjeros. De este modo, destacan por su nivel de internacionalización (10) los mercados bursátiles de Alemania (74,04 por 100 en 1997), Suiza (49,53 por 100), Bruselas (47,92 por 100) y Amsterdam (42,81 por 100), respecto a la renta variable. En el segmento de renta fija, son dignas de mencionar por su elevado nivel las bolsas de Alemania (52,99 por 100) y Londres (11) (41,87 por 100). En el lado opuesto se emplazan las bolsas americanas y japonesas, al seguir presentando un nivel muy bajo, pero que es debido a los duros requisitos de admisión solicitados. Podemos mencionar un caso de Bolsa importante y voluminosa, la de Osaka, que hasta 1997 se ha mantenido totalmente cerrada a emisores extranjeros de renta variable, fecha en la que ha admitido a uno.

3. Clasificación sectorial del nuevo capital admitido a cotización y de las sociedades cotizadas

En el análisis del volumen de capitalización registrado y de la cifra de sociedades cotizadas en nuestra bolsa, no debemos obviar su clasificación sectorial, porque de ella se deducen algunos rasgos muy característicos del mercado español. En primer lugar, debemos resaltar la clara concentración de la capitalización bursátil en favor de unos pocos sectores, que englobarían un porcentaje excesivamente alto de ésta

CUADRO NÚM. 4
DESGLOSE POR SECTORES DEL CAPITAL
ADMITIDO A COTIZACIÓN EN TÉRMINOS
EFECTIVOS. AÑO 1997
Bolsa de Madrid

SECTORES	MILLONES DE PESETAS	PORCENTAJE
ACCIONES		
Bancos y financieras	14.131.484	31,93
Cartera-Inversión	862.300	1,95
Construcción	3.108.676	7,02
Electricidad	8.029.336	18,14
Alimentación	1.102.698	2,49
Metal-mecánica	3.582.592	8,10
Petro-químicas	6.285.788	14,20
Comunicaciones	4.984.806	11,26
Otras industrias y servicios . .	2.168.204	4,90
TOTAL ACCIONES	44.255.884	100,00
EFFECTOS PÚBLICOS		
Deuda del Estado	7.505	0,22
Entes públicos	303.915	9,02
Comunidades autónomas . . .	42.101	1,25
Corporaciones locales	6.352	0,19
Valores extranjeros	1.682.806	49,94
OBLIGACIONES		
Bancos y Financieras	391.526	11,62
Cartera-Inversión	2.019	0,06
Construcción	5.882	0,17
Electricidad	212.697	6,31
Alimentación	1.889	0,06
Metal-mecánica	389	0,01
Petro-químicas	1.592	0,05
Comunicaciones	705.710	20,94
Otras industrias y servicios . .	5.574	0,17
TOTAL RENTA FIJA	3.369.957	100,00

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

(cuadro núm. 4) (12). Tradicionalmente, los sectores que han predominado en la capitalización del segmento de la renta variable han sido los de las empresas financieras –que destacaron en 1997 con un 31,93 por 100 del total admitido en la Bolsa de Madrid, con lo que se pone de manifiesto su conservado liderazgo– junto con los de electricidad, construcción –que en los últimos años ha tendido a reducirse notablemente–, comunicaciones, y la reciente incorporación de las petro-químicas. Así, el sector industrial, aunque ha aumentado su peso en los últimos años, está peor representado que en otras bolsas, en las que se configura como grupo fundamental. Esta circunstancia arranca de la etapa de fuerte crecimiento económico en España, como señala Torrero Mañas (1992, pág. 126). Asimismo, por motivos de ocultación fiscal, sólo empresas con un fuerte deseo de creci-

miento o liquidez se decidieron por acceder a bolsa en el período 1966-75, en el cual, este mercado ofrecía unas perspectivas y oportunidades muy atractivas de financiación y que, en cambio, fueron muy bien aprovechadas por la banca.

En el citado cuadro núm. 4, se recoge también información sobre la clasificación sectorial del capital admitido a cotización en Madrid, en el segmento de renta fija. Comprobamos cómo en el marco de las obligaciones privadas se mantiene la concentración en los mismos sectores prácticamente que en el de las acciones, pero aún más acentuada. En 1997 el sector más voluminoso es el de comunicaciones, del que procede un 20,94 por 100 del total de las obligaciones; el segundo lugar lo ocupan los bancos y financieras (con un 11,62 por 100), y, a continuación, se encuentra el eléctrico (con un 6,31 por 100). Junto a todo esto, es muy importante resaltar la desaparición del gran liderazgo que la deuda del Estado ha mantenido dentro de los efectos públicos, pasando a representar una parte insignificante de la capitalización debido al empleo de nuevos criterios de contabilización, que la imputan al mercado de deuda anotada.

El problema de la concentración de la capitalización en torno a unos pocos sectores no se encuentra cercano a su solución, como se deduce de las cifras de nuevas admisiones a cotización recogidas en el cuadro núm. 5 (13), que se muestran aglutinadas en los mismos. Éstas han sido calculadas sobre valores nominales porque no se ofrecen en términos efectivos.

**CUADRO NÚM. 5
PORCENTAJE POR SECTORES DE LAS NUEVAS
ADMISIONES A COTIZACIÓN. AÑO 1997
Bolsa de Madrid**

SECTORES	PORCENTAJE
Bancos y otras sociedades financieras	12,73
Construcción	14,98
Metal-mecánica	62,93
Comunicaciones	2,69
Resto de Sectores	6,67
TOTAL RENTA VARIABLE	100,00
Comunidades Autónomas	5,47
Valores extranjeros	94,53
TOTAL EFECTOS PÚBLICOS	100,00
Bancos y otras sociedades	26,09
Comunicaciones	43,48
Otras industrias y servicios	30,43
TOTAL RENTA FIJA PRIVADA	100,00

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

El rasgo más sobresaliente relacionado con la distribución sectorial de las sociedades admitidas en la bolsa española es el importante volumen de empresas financieras que han cotizado permanentemente. Como queda evidenciado en el cuadro núm. 6 (14), este hecho no se encuentra en vías de solución, de modo que en 1997 suponen el 56,14 por 100 del total, alejándonos en este aspecto de la tónica general de las bolsas europeas.

III. ANÁLISIS DE LA DIMENSIÓN DE LA ACTIVIDAD: CONTRATACIÓN Y LIQUIDEZ

La Bolsa de Madrid viene tradicionalmente acaparando, tanto en el segmento de renta fija como en el de renta variable, una amplia mayoría de la negociación bursátil con respecto al resto de bolsas españolas. Concretamente, han tenido lugar en ella el 75,85 por 100 de la contratación registrada en España durante 1997 en renta variable y el 44,89 por 100 en renta fija. Ello nos legitima para poder basarnos en este trabajo únicamente en los datos de las operaciones registradas en la citada Bolsa sin perder la representatividad del mercado en su conjunto.

El volumen de negociación constituye un indicador de magnitud, dinamismo y dimensión de un mercado bursátil. Las cantidades negociadas de valores mobiliarios (15) en bolsa siguen a lo largo de los años observados una tónica común de claro e intenso crecimiento, como se desprende del cuadro núm. 7. En este contexto, es necesario tener en cuenta la incidencia del despegue iniciado en 1984 y la consolidación posterior de la inversión de no residentes en acciones cotizadas, la cual alcanza cotas históricas en 1997, por su claro papel en el desarrollo de esta vertiente de la dimensión del mercado bursátil español. Concretamente, en 1996 los inversores foráneos llegaron a alcanzar el 37,36 por 100 del capital de las sociedades cotizadas en la Bolsa de Madrid (16) –porcentaje similar al que se observa en otros mercados desarrollados–, y en 1997 generaron más del 39 por 100 del negocio bursátil. Sin embargo, la inversión española en bolsas extranjeras no constituye un factor de reducción del tamaño del mercado nacional, al no suponer hasta el momento volúmenes importantes.

Por instrumentos, hay que destacar el importante avance constatado hasta 1996 en la contratación de renta fija, principalmente deuda pública, de modo que durante dicho año ha superado por primera vez a las acciones, aunque muy ligeramente, en el total del mercado bursátil español (17). Las causas debemos situarlas no sólo en factores coyunturales –como las

CUADRO NÚM. 6
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SOCIEDADES ADMITIDAS
A COTIZACIÓN EN LA BOLSA DE MADRID
(RENTA VARIABLE)

AÑO	SOCIEDADES FINANCIERAS		SOCIEDADES NO FINANCIERAS		TOTAL
	BANCOS Y SEGUROS	SOCIEDADES DE INVERSIÓN	VALORES EXTRANJEROS	RESTANTES SOCIEDADES	
1980.....	56	166	---	274	496
1981.....	56	165	---	277	498
1982.....	51	152	---	245	448
1983.....	51	135	---	208	394
1984.....	48	140	---	187	375
1985.....	47	119	---	168	334
1986.....	45	105	---	161	311
1987.....	48	103	---	176	327
1988.....	48	124	---	196	368
1989.....	49	165	---	203	417
1990.....	50	172	2	206	430
1991.....	49	175	3	206	433
1992.....	41	156	3	199	399
1993.....	37	153	---	187	377
1994.....	37	157	---	181	375
1995.....	34	154	4	171	363
1996.....	31	156	4	166	357
1997.....	29	186	4	164	383

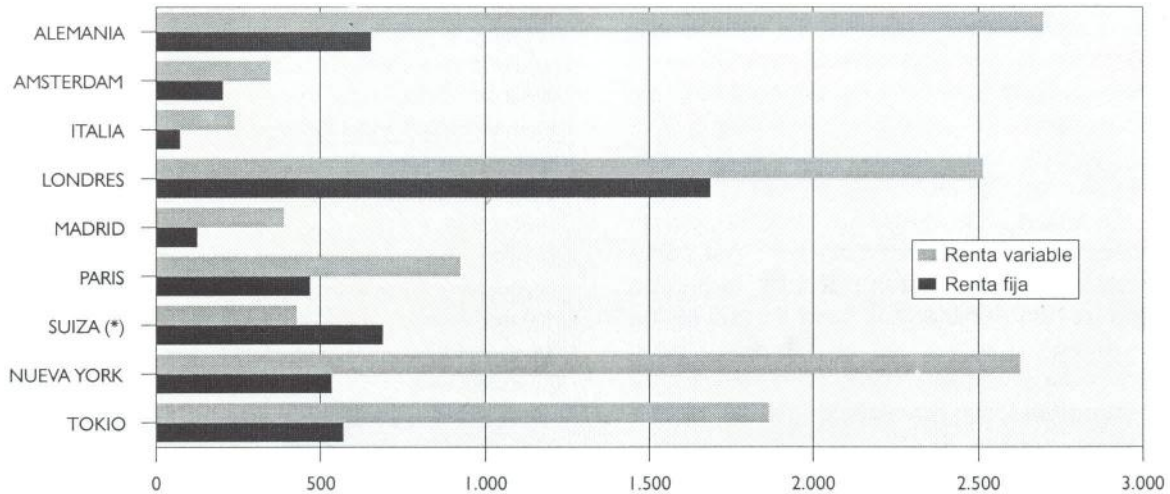
Fuente: Bolsa de Madrid y CNMV. Elaboración propia

CUADRO NÚM. 7
EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN EFECTIVA DE LOS VALORES MOBILIARIOS
Y DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS
Bolsa de Madrid
(Millones de pesetas)

AÑO	EFFECTOS PÚBLICOS	OBLIGACIONES	ACCIONES	TOTAL	PORCENTAJE DE VARIACIÓN SOBRE EL AÑO ANTERIOR
1980.....	13.068	25.442	55.827	94.337	-14,46
1981.....	12.286	30.129	117.954	160.370	70,00
1982.....	12.831	43.457	125.516	181.604	13,24
1983.....	22.122	55.672	137.240	215.034	18,41
1984.....	44.442	87.384	285.986	417.812	94,30
1985.....	114.879	91.716	492.503	699.098	67,32
1986.....	343.272	126.018	1.757.184	2.226.474	218,48
1987.....	105.749	118.229	3.695.976	3.919.954	76,10
1988.....	55.902	104.758	2.426.532	2.587.212	-34,00
1989.....	64.049	141.613	3.817.047	4.022.709	55,48
1990.....	127.328	296.519	3.706.702	4.130.549	2,68
1991.....	187.258	327.169	3.691.564	4.205.991	1,83
1992.....	460.412	436.972	3.575.794	4.473.179	6,35
1993.....	792.131	965.760	5.528.825	7.286.716	62,90
1994.....	3.679.977	807.972	7.310.259	11.798.208	61,91
1995.....	3.769.442	504.347	6.597.942	10.871.731	-7,90
1996.....	8.959.582	400.128	10.099.781	19.459.491	78,99
1997.....	3.723.668	311.266	20.497.936	24.532.870	26,07

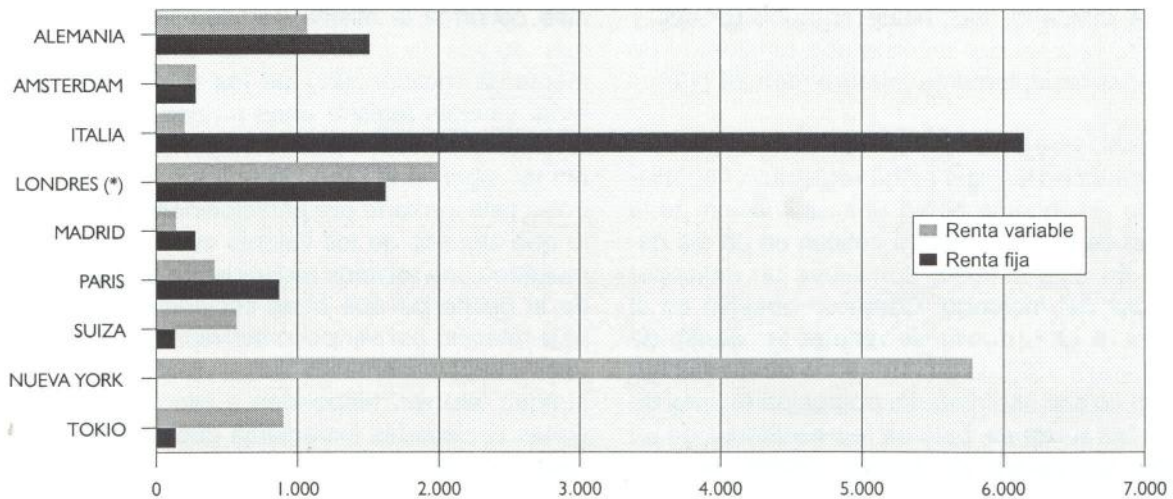
Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia.

GRÁFICO 3
NÚMERO DE EMPRESAS COTIZADAS EN EL SEGMENTO DE RENTA VARIABLE
Y NÚMERO DE EMISIONES DE RENTA FIJA EN LAS BOLSAS
MÁS REPRESENTATIVAS DE LA FIBV
Año 1997



(*) El número de emisores de valores de renta fija de la Bolsa suiza es referido a 1994, al no encontrarse disponible ninguno posterior.
 Fuente: FIBV. Elaboración propia.

GRÁFICO 4
VOLUMEN DE CONTRATACIÓN EN RENTA FIJA Y VARIABLE DE LAS BOLSAS
MÁS REPRESENTATIVAS DE LA FIBV. AÑO 1997
(10⁹ dólares)



(*) El volumen de contratación en renta fija de Londres es el referido a 1996, al no encontrarse disponible el correspondiente a 1997.
 Fuente: FIBV. Elaboración propia.

expectativas de control de la inflación, proyecto de convergencia de la economía española, comportamiento de las emisiones de deuda por el Estado, etcétera-, sino en factores internos al mercado, como la incorporación de la deuda pública anotada bursátil al sistema electrónico de renta fija. Este crecimiento ha permitido a la contratación de renta fija en bolsa acabar aventajando a la del mercado AIAF, que comenzó su andadura siendo superior. De este modo, queda patente que el mercado bursátil español se ha ido acercando en este aspecto a los de los países de nuestro entorno, en cuya práctica generalidad la contratación de renta fija viene siendo claramente superior a la variable (18). Sin embargo, en 1997 la negociación de los valores de renta fija experimenta un gran descenso, debido, fundamentalmente, a la caída de la contratación de los efectos públicos, al tiempo que las acciones han duplicado la suya, lo que las ha situado en un lugar histórico en el mercado madrileño. Por otra parte, y esta vez como en la mayoría de las bolsas mundiales, el porcentaje de las operaciones de deuda pública en relación con la negociación total en el segmento de renta fija ha registrado un peso muy superior al de las obligaciones privadas en los cuatro últimos años.

Hallamos pocas diferencias en la distribución sectorial de la contratación a lo largo de los años analizados, la cual se encuentra caracterizada principalmente por su gran concentración en unos sectores determinados, factor que actúa en detrimento de la liquidez de los valores de los demás. Así, al final del período analizado, siguen siendo prácticamente los mismos sectores los que aglutinan la mayor parte de la actividad tanto de renta variable como fija privada; es decir, el bancario, eléctricas, comunicaciones y construcción, habiéndose incorporado también el de petro-químicas recientemente (cuadro núm. 8) (19).

La frecuencia de contratación –es decir, el porcentaje de sesiones en las que se ha registrado negociación– puede entenderse como una estimación de la probabilidad de que los valores coticen en un día determinado. En este sentido, constituye un indicador de la liquidez del mercado. Como se observa en el cuadro núm. 9 (20), donde se recoge la cuantía de esta *ratio* durante 1997, la gran mayoría de los valores no cruzaron en ese año ninguna operación en más de la mitad de las sesiones. Esto es representativo de un bajo grado de liquidez de muchos valores del mercado bursátil español, circunstancia que viene siendo ya habitual.

También puede emplearse la tasa de rotación para cuantificar la liquidez de un mercado bursátil. Esta

CUADRO NÚM. 8
EVOLUCIÓN POR SECTORES DE LA CONTRATACIÓN
EN TÉRMINOS EFECTIVOS. AÑO 1997
Bolsa de Madrid
(Miles de millones de pesetas)

SECTORES	IMPORTE
Deuda del Estado	3.521,2
Entes públicos	80,8
Comunidades autónomas	8,4
Corporaciones locales	1,4
Valores extranjeros	111,8
TOTAL EFECTOS PÚBLICOS	3.723,7
Bancos y financieras	46,6
Cartera-inversión	0,0
Construcción	0,2
Eléctricas	175,3
Alimentación	0,1
Metal-mecánica	0,0
Petro-química	0,0
Comunicaciones	86,0
Otras industrias y servicios	3,1
TOTAL RENTA FIJA PRIVADA	311,3
Bancos y financieras	5.557,4
Cartera-inversión	343,8
Construcción	751,9
Eléctricas	4.769,9
Alimentación	628,3
Metal-mecánica	996,4
Petro-química	2.138,7
Comunicaciones	4.343,1
Otras industrias y servicios	968,5
TOTAL ACCIONES	20.497,9

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

ratio confirma la misma percepción de baja liquidez que apunta la frecuencia de contratación. Actualmente, la rotación (21) de los valores bursátiles de renta variable registra unos niveles muy moderados, lo cual responde a dos factores muy diferentes. En primer lugar, una gran parte del capital admitido en bolsa está formado por participaciones de control, por lo que algunos de los valores más activos y líquidos muestran una rotación reducida. En segundo lugar, se da el hecho de que otras sociedades registran una baja rotación por ser poco activas. Esto último se produce mayoritariamente en el mercado de corros, aunque también responden a ello los valores de algunas sociedades extranjeras que cotizan en el mercado continuo.

Comparando el mercado continuo con el sistema de corros, observamos cómo la liquidez en el primero es mucho mayor. Prueba de ello es que en aquél, 134 valores de los 143 admitidos en 1997 –es decir, un

CUADRO NÚM. 9
FRECUENCIA DE CONTRATACIÓN EN LAS BOLSAS DE VALORES ESPAÑOLAS. AÑO 1997
Número de emisores en cada grupo de frecuencia

	MERCADO CONTÍNUO			MERCADOS DE CORRO		
	0-50%	50-85%	85-100%	0-50%	50-85%	85-100%
Sociedades no financieras	0	6	105	113	12	1
Sociedades financieras	1	2	29	268	15	12
TOTAL	1	8	134	481	27	13

Fuente: CNMV. Elaboración propia

93,7 por 100 de ellos— presentan una frecuencia de contratación superior al 85 por 100, y sólo uno la tiene inferior al 50 por 100. En cambio, en los sistemas de corros de las cuatro bolsas, de los 521 valores que cotizan, 481 (el 92,3 por 100) han tenido durante el mismo año una frecuencia inferior al 50 por 100.

El mercado bursátil español presenta una extraordinaria concentración; por consiguiente, resulta engañoso considerar un indicador representativo de dimensión al número de sociedades cotizadas, dado que tan sólo una cantidad reducida de éstas puede considerarse significativa, tanto en términos de capitalización como de contratación. Así, según los datos referentes a 1997 del *Informe Anual sobre los Mercados de Valores* de la CNMV, del total de sociedades cotizadas en las bolsas españolas, el 21,5 por 100 se negocian en el mercado continuo, mientras que el 78,5 por 100 restante sigue cotizando en los mercados tradicionales de corros de las bolsas correspondientes. Ahora bien, las sociedades negociadas en el continuo presentaban una capitalización bursátil de 43,1 billones de pesetas, lo que supone un 94,6 por 100 del total admitido en el conjunto de las bolsas españolas. Esta concentración es todavía mayor si la examinamos desde la perspectiva del volumen de contratación. En concreto, los 26,8 billones de pesetas negociados en el mercado continuo durante 1996 representan un 98,7 por 100 de la contratación total de la bolsa española. Esto quiere decir que el 78,5 por 100 de las sociedades —las negociadas a través del sistema tradicional de corros— tan sólo acaparan el 1,3 por 100 de la actividad negociadora. De esta manera, el mercado continuo se destaca sobre el segmento de corros como el formado por los valores más líquidos y con mayor actividad.

Sin embargo, es aún más preocupante comprobar que esta concentración se mantiene dentro del propio mercado continuo, lo que se deduce al observar que sólo las siete sociedades más activas del mismo representan el 50 por 100 del volumen total negociado en él. Además, el análisis de la actividad en este mer-

cado durante los últimos años muestra una tendencia hacia un mayor grado de concentración. Éste puede ser cuantificado por el índice de Gini, el cual ha presentado una progresión creciente, cifrándose en 0,84 durante 1997.

El estudio de la evolución del negocio bursátil en el mercado español debe ser encuadrado en su contexto internacional. De este modo, el gráfico 4 (22) recoge los datos de la actividad negociadora de las principales bolsas miembros de la FIBV durante 1997. Es destacable de esta información cuantitativa, en primer lugar, un heterogéneo comportamiento de la contratación en renta fija o variable. Salvo alguna excepción, como los importantes mercados bursátiles de Londres o Alemania, observamos bolsas con una actividad muy grande en renta variable y muy pequeña en renta fija, y viceversa (las bolsas neoyorquina e italiana son dos buenos ejemplos, respectivamente). En 1997, según los datos de este gráfico, la Bolsa de Madrid ocuparía un lugar relegado en el *ranking* mundial, en la contratación de valores tanto de renta fija como de variable, aunque no podemos cuantificarlo debido, como ya indicamos, a que las cifras publicadas por la FIBV no son comparables, al calcularse empleando diferentes criterios de contabilización. En este contexto, es necesario apuntar el fuerte sesgo que la estructura de la negociación en la bolsa española presenta hacia los valores nacionales.

IV. REFLEXIONES FINALES

La reforma de la bolsa española iniciada en la pasada década la ha dotado de importantes avances operativos y técnicos que se han traducido en una mejora de su eficiencia. Sin embargo, los indicios analizados en este trabajo no dan señales claras de que se haya logrado con éxito el objetivo de aumentar su dimensión, al menos desde la óptica del *stock* de valores negociables. Asimismo, han perdurado algunos de los problemas detectados en este mercado con anterioridad a su proceso reformista, y hoy día actúan en de-

trimento del tamaño del mismo y de su competitividad con las bolsas de su entorno internacional. Tales problemas se desprenden del análisis efectuado en este artículo, y los expondremos a continuación:

- El primero que debemos destacar es la *estrechez* que sigue caracterizando a la bolsa española, dado el reducido número de empresas cotizadas, con tendencia a continuar en esta línea, y el peso de las principales sobre la cuota total del mercado. Esto es contraproducente para que los potenciales inversores tengan una variada gama de activos donde elegir y para que unos pocos valores no afecten al índice de cotización más de lo que les debería corresponder.

- Por otra parte, los negativos resultados de la evolución de la capitalización en el período posterior a la reforma, especialmente en términos de comparación internacional, nos informan sobre el *reducido grado de profundidad* que presenta la bolsa española. El hecho de que la cantidad de activos financieros susceptibles de ser negociados en el mercado no se haya desarrollado implica una menor capacidad de absorción de grandes volúmenes de negociación sin alteraciones importantes en los precios.

- La *elevada proporción de empresas financieras* entre las cotizadas, que viene superando el 50 por 100 de éstas en los últimos años observados.

- La *concentración de la capitalización*, tanto de la renta variable como de la fija, en unos pocos sectores económicos, fundamentalmente el bancario, el eléctrico, el de la construcción y el de las comunicaciones, junto con la reciente incorporación del de las petro-químicas en el segmento de acciones. Esto le resta a la bolsa representatividad del entramado económico del país y refleja el desinterés de determinadas parcelas de éste hacia ella. Además, se trata de un fenómeno que se encuentra muy lejos de una solución, dado que las nuevas admisiones y emisiones adscritas al mercado bursátil siguen contribuyendo a acentuarlo.

- La *concentración de la contratación* en torno a los valores de los mismos sectores en los que se aglutina la capitalización. Esta concentración se muestra también, en el caso de la renta fija, por emisores y emisiones.

- El *moderado nivel de liquidez* que presentan muchos de los valores cotizados en la bolsa española, aunque en sí la liquidez del conjunto del mercado ha mejorado manifiestamente. Esto es generado, en primer lugar, por la propia concentración de

la contratación en unos pocos valores, ya comentada, lo que produce una baja rotación en el resto y, en segundo lugar, por las participaciones de control existentes sobre una parte muy significativa del capital cotizado en la bolsa española. Este problema y el de la concentración son especialmente intensos para los valores que aún negocian en el sistema de corros.

En un futuro próximo, deberán articularse los cauces necesarios para su solución, lo que permita afrontar con una mayor dimensión y fortaleza el nuevo escenario que plantea la unión monetaria europea. El euro hace prever una creciente internacionalización de los mercados bursátiles, que puede traducirse en una mayor liquidez, amplitud y profundidad de éstos, siempre que se muestren eficaces y competitivos.

En el momento de concluir este trabajo no se encontraba disponible aún la información cuantitativa desglosada y completa que nos permitiera actualizarlo hasta 1998. No obstante, podemos adelantar que en el pasado año se alcanzaron récords históricos en los volúmenes de contratación, capitalización y cifras de sociedades cotizadas, esto es, en los principales parámetros de dimensión de la Bolsa de Madrid, todo ello a pesar del entorno volátil en que se desarrolló su actividad. Es necesario destacar también el gran avance que se ha constatado en el campo de la liquidez de los valores debido, fundamentalmente, a los procesos de privatización, aumento de la contratación extranjera, reorientación de la inversión de las instituciones de inversión colectiva hacia los valores de renta variable y la cobertura de los derivados.

La bolsa española prepara actualmente el desembarco en ella de un gran volumen de valores hispanoamericanos que cotizarían en euros. Se trata de una iniciativa de internacionalización muy interesante, porque ampliará la oferta en el mercado español —excesivamente presionada en estos momentos por una demanda más desarrollada, al margen de situaciones esporádicas, como la vivida durante el pasado agosto—, al atraer a unas doscientas empresas, y porque se estima que elevará la capitalización registrada en un 50 por 100. Todo ello la dotará de una profundidad y amplitud mayor. En este campo, la bolsa española ejercerá de puente entre Europa e Hispanoamérica, con lo que la contratación en el mercado español previsiblemente se desarrollará también, lo que justifica la buena acogida que han brindado los intermediarios españoles a esta idea.

Del mismo modo, otra exigencia actual de las bolsas europeas es la necesidad de decidir su propio posicionamiento respecto a posibles vínculos de con-

tratación con otras bolsas de su entorno, especialmente tras la firma, en julio de 1998, de una alianza estratégica entre Londres y Francfort para armonizar las dos bolsas y posteriormente iniciar la creación de una plataforma conjunta de negociación de valores (en principio las acciones de aproximadamente 300 grandes empresas del continente). Se trata de una iniciativa no cerrada a otras bolsas que crearía un mercado capaz de competir con Nueva York y Tokio. En estos momentos París y Madrid ya se han sumado a la alianza.

Este proyecto responde a las crecientes exigencias de los inversores internacionales en liquidez, eficiencia y costes, así como las relativas a no tener que plegarse ante las diferentes normativas bursátiles de cada país. Dicho acuerdo es el paso más firme que se ha dado hasta el momento para poner en marcha la futura bolsa europea, aunque cuenta ya con las dificultades derivadas de las diferencias tecnológicas y culturales de las diferentes plazas integrantes.

Permanecer al margen en el imparable proceso de integración bursátil europeo podría suponer, si la iniciativa angloalemana tiene éxito, quedar como mercado marginal, al no estar presentes los valores nacionales en las carteras de los inversores internacionales importantes y al desplazarse las compañías de peso al nuevo eje.

NOTAS

(1) Creada en 1977 por la Orden Ministerial de 4 de agosto. Le fue encomendada la elaboración de un informe donde se diagnosticaran los principales problemas del mercado de valores y se expusieran, en consecuencia, las líneas necesarias a seguir para lograr su solución y la consecución de una mayor eficiencia; todo ello antes de abordar el inicio del proceso de reforma.

(2) Resultado de multiplicar los títulos admitidos a cotización por sus correspondientes valores de mercado o nominales, según se refiera a la capitalización efectiva o nominal, respectivamente.

(3) No puede calcularse este mismo dato referido al conjunto de bolsas españolas sumando el relativo a cada una de ellas, porque cometeríamos importantes duplicidades.

(4) A pesar de ello, siguiendo así el criterio más generalizado, a partir de ahora emplearemos los datos de capitalización en términos efectivos.

(5) La Bolsa de Madrid actualmente asigna la deuda del Estado en anotaciones al mercado de deuda pública anotada, por lo que la excluye de computarla dentro de la capitalización bursátil de valores de renta fija. Así, en 1997, la capitalización que alcanzó la deuda del Estado en la Bolsa de Madrid no llegó ni al 10 por 100 del saldo vivo total de la deuda española.

(6) Bayer, Volkswagen, Commerzbank y Lafarge.

(7) Estas cifras, al ser proporcionadas a la FIBV (Federación Internacional de Bolsas de Valores) por cada país, responden a criterios contables heterogéneos. Por esto, debemos tener en cuenta que no son perfectamente comparables en todas las ocasiones. Las cifras de renta variable se refieren únicamente a las acciones de empresas nacionales de cada país. Para evitar dobles contabilizaciones en relación con la renta variable, la FIBV, en determinados casos, agrupa las cifras de las diferentes bolsas de un país en una sola, mientras que en otros (cuando una bolsa concreta aglutina la práctica totalidad de la capitalización respecto a las que existen en ese país) no lo hace. Hemos optado por mantener el mismo criterio.

(8) No disponibles estos datos referidos a 1997.

(9) Sociedades cuyo domicilio social se encuentra fuera del ámbito del país.

(10) Cociente entre el número de emisores extranjeros y totales que existen en una bolsa.

(11) A raíz de su reforma de 1986, conocida como *Big Bang*, esta Bolsa intensifica sus esfuerzos para atraer compañías extranjeras a cotizar en ella. De hecho, incluso cambió su nombre para reafirmarse en esta línea, pasando de *London Stock Exchange* a llamarse *International Stock Exchange*.

(12) En los últimos años, la Bolsa de Madrid publica una nueva clasificación sectorial de la capitalización tanto en renta variable como fija. Por este motivo, no podemos emplear una serie completa con las cifras correspondientes a la totalidad del período analizado (1980-1997).

(13) No podemos ofrecer la serie desde 1980 por la misma razón que justificó no hacerlo en el cuadro núm. 4. La Bolsa de Madrid ha incluido las acciones extranjeras a partir del año 1993 en cada uno de sus sectores correspondientes. Para el resto de los años no se han considerado.

(14) Las cifras de las sociedades de inversión incluyen las sociedades de inversión mobiliaria, las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable y las sociedades de cartera.

(15) Los activos financieros a corto plazo dejaron de contratarse en bolsa a partir del 29 de julio de 1989.

(16) No nos ha sido posible ofrecer este dato referido a 1997 porque aún no se encuentra disponible en la Bolsa de Madrid.

(17) Los datos del cuadro núm. 7 se refieren únicamente a la Bolsa de Madrid, en la cual, la contratación de valores de renta fija no supera en 1996 a la de acciones, aunque se muestra muy cercana.

(18) No así en las importantes bolsas de Nueva York y Tokio, en las que sólo el 0,1 y 13,3 por 100 de la contratación durante 1997, respectivamente, lo fueron en valores de renta fija.

(19) No podemos presentar una serie del período completo, al no mantener las cifras suministradas por la Bolsa de Madrid los mismos criterios metodológicos a lo largo del mismo.

(20) La frecuencia de un emisor que cotiza en una o más bolsas se ha calculado considerando que el valor ha estado activo los días en los que ha sido contratado, al menos, en una de ellas.

(21) Cociente bien del volumen de contratación respecto al de capitalización bursátil o bien del número de títulos negociados durante el año respecto al número total de títulos admitidos a cotización.

(22) Las cifras de volúmenes negociados en las diferentes bolsas publicadas por la FIBV se han calculado siguiendo distintos métodos, por lo que no son directamente comparables. Incluyen fondos de inversión, y se refieren al total de mercados principales y paralelos.

BIBLIOGRAFÍA

- BOLSA DE MADRID (diferentes años), *Informe del Mercado*, Bolsa de Madrid.
- (diferentes años), *Apéndice Estadístico*, Bolsa de Madrid.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (diferentes años), *Datos Básicos de los Mercados de Valores*, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (diferentes años), *Informe Anual sobre los Mercados de Valores*, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (1997), "Efectos de la introducción del euro sobre los mercados de valores y las instituciones que en ellos operan", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, núm. 60, págs. 59-118.
- FEDERATION OF EUROPEAN STOCK EXCHANGE (diferentes años), *Annual Statistical Report*, FESE.
- GARCÍA-VAQUERO, V., y GUTIÉRREZ, F. (1990) "Evolución reciente del mercado bursátil. Desarrollo y resultados de la reforma", *Banco de España. Boletín Económico*, marzo, págs 13-28.
- INTERNATIONAL FEDERATION OF STOCK EXCHANGE (diferentes años), *Annual Report and Statistics*, FIBV.
- MORA SÁNCHEZ, A. (1997), "Tendencias y perspectivas del mercado de valores", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 119, páginas 75-84.
- ORTEGA, R. (1997a), "Perspectivas de los mercados financieros ante la Unión Monetaria", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, número 58, págs. 51-58.
- (1997b), "Consecuencias de la moneda única para las entidades y los mercados financieros", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, núm. 59, págs. 21-26.
- ORTEGA DÍAZ, M.I. (1998), *El mercado bursátil en España: un análisis de su dimensión*, Ed. Civitas, Madrid.
- PAREJO GÁMIR, J.A. (1998), *El sistema financiero español en el contexto de la Unión Monetaria Europea*, Monografía, Grandes Cuestiones de Economía, núm. 21, Fundación Argentaria.
- TORRERO MAÑAS, A. (1992), "Política financiera de la empresa y mercado de capitales", en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. (director), *Curso de Bolsa (I)*, Ed. Ariel Economía, Barcelona, páginas 119-127.

El nuevo Fondo de Garantía de Inversiones

Rafael Mínguez

I. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y EL MERCADO FINANCIERO ÚNICO

El Mercado Financiero Único ha sido una construcción en el ámbito de la Comunidad Europea asentada sobre las tres pautas básicas de todos los sistemas financieros, cuales son las entidades de crédito, las compañías de seguros y los mercados financieros.

En el ámbito indicado, una de las ideas fundamentales es la protección y confianza del inversor en el buen funcionamiento de los mercados y de las instituciones que en ellos participan. A mayor detalle, la confianza del inversor se granjea, de igual modo, por la concurrencia de un eficiente sistema de supervisión, aspecto básico que sirve de prístina garantía para el buen funcionamiento de los sistemas financieros.

La experiencia y la realidad demuestran que dicho presupuesto no es el remedio universal, máxime si se da un repaso a la historia de los mercados financieros donde, pese a mediar supervisión *ad hoc* en la actividad de los operadores, estos tampoco escapan a los problemas derivados de las situaciones concursales, y, a mayor abundamiento, en muchas ocasiones, la complejidad y los riesgos generales que entraña la prestación de servicios financieros traen consigo la aparición de instrumentos y mecanismos para hacer frente a las situaciones excepcionales antes indicadas.

Como prueba de lo anterior, los institutos y el ordenamiento concursal de la mayor parte de los países de nuestro entorno económico ofrecen suficientes muestras en cuanto a previsiones excepcionales para hacer frente a las crisis de solvencia de una entidad financiera por las consecuencias que entraña. Y, consideramos, que el mayor exponente aparece en el ámbito de las entidades de crédito donde, además de los

perjuicios directos que se ocasiona al depositante, están los, acaso, más trascendentales, que se presentan para el sistema financiero en su conjunto. Estas, y otras muchas circunstancias, son las que han traído consigo la creación de instituciones como los Fondos o sistemas de garantía de inversores.

En suma, vamos a abordar una institución novedosa en nuestro sistema financiero, que, como la mayor parte de las veces, tiene orígenes anglosajones mediatos, si bien el inmediato se halla en la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

II. LA DIRECTIVA RELATIVA A LOS SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE LOS INVERSORES

Aunque la regulación específica del sistema de indemnización de los inversores se encuentra en la directiva mencionada, la 97/9/CE, conviene tener muy en cuenta que en el artículo 12 de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI, en adelante) ya se preveía la necesidad de crear, al amparo de una disposición comunitaria específica, un sistema de indemnización de los inversores.

La DSI indicaba que era un requisito indispensable para operar una empresa de servicios de inversión el que estuviera adherida o cubierta por un sistema de protección o indemnización de los inversores. Bien es cierto que también admitía una cobertura equivalente a través de sistemas como el de seguros, amparando de este modo a los existentes en alguno de los países miembros. Además de lo indicado, la Unión Europea se comprometía a presentar una directiva, en el tiempo más breve posible, si bien es cierto que en esos mismos momentos se estaba dis-
cutiendo ya.

La DSI, en definitiva, tomaba como un elemento esencial del Mercado Financiero Único la existencia de un sistema de garantía de inversores, incluso, como advertimos, como presupuesto de la existencia y mantenimiento de la condición de empresa de servicios de inversión.

Fue en marzo de 1997, como se citó, cuando se aprueba la directiva específica sobre el sistema de garantía de inversores, norma que se fundamenta en la necesidad de completar la protección del inversor ante la imposibilidad de que la supervisión prudencial dispense una garantía completa que redujera todos los riesgos que puedan sobrevenir como consecuencia de los instrumentos y efectivo confiados a una empresa de servicios de inversión.

En la perspectiva fijada, la directiva persigue no sólo la existencia de un sistema de garantía, sino que éste mantenga un mínimo armonizado, especialmente si se tiene en cuenta el punto de partida en el que los riesgos cubiertos no lo estaban en su totalidad en todos los Estados miembros, y, en particular, en aquellos en los que no se cubrían los resultantes de la actuación de las empresas de servicios de inversión. Por tanto, para evitar arbitrajes reguladores que generaran disfunciones competitivas se promulga la Directiva.

El esquema normativo parte de la necesidad de dispensar una protección complementaria al pequeño inversor, si bien no es menos cierto que la extensión e instauración del sistema llega en un momento en el que la realidad de los mercados se caracteriza por la masiva presencia de inversores institucionales como canalizadores de la inversión que correspondió con anterioridad a los pequeños inversores.

El sistema configurado tiene vocación universal, en el sentido de pretender abarcar a todas las empresas de servicios de inversión, ya que su objeto es ofrecer una respuesta indemnizatoria en el caso de que la insolvencia de una empresa de servicios de inversión afecte a los instrumentos o depósitos confiados por un inversor.

Si se tiene en cuenta la equiparación operativa que la DSI establece entre entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, la norma comunitaria también tiene en consideración esta circunstancia, y por ello establece la obligatoriedad de cubrir los riesgos citados a las entidades de crédito, si bien dando libertad a los Estados miembros para que arbitren la solución técnica que estimen pertinente en lo relativo a su organización y aplicación, ya sea me-

dante el mismo sistema que las empresas de servicios de inversión, ya sea uno específico.

El problema que plantea la situación anterior es el de cómo combinar o implementar la garantía de riesgos por parte de las entidades de crédito ante la posible superposición de coberturas, si se tiene en cuenta la que se dispensa, también por prescripción comunitaria, a través del sistema de garantía de depósitos. Pese a la buena intención, y como ya se advirtió en fase de discusión, la solución que finalmente acogió la directiva fue más que insatisfactoria y confusa, como luego tendremos ocasión de explicar, ya que no deja claro lo que sucede con los saldos transitorios provenientes de servicios de inversión, en cuanto a si deben cubrirse por la vía de los depósitos o por la nueva que se abre a través del sistema de garantía de inversores.

En lo concerniente al límite cuantitativo de cobertura, se fija en el mismo importe que en garantía de depósitos, si bien, como sucedía en este último esquema, se posibilita una alternativa a que se fije la indemnización en el 90 por 100 de la pérdida, siempre que la indemnización no alcance el mínimo antes precisado.

Otro aspecto a referir es que la directiva, durante un período determinado, impide que los sistemas que cubren una cuantía superior se puedan exportar. Es el problema parecido al que se planteó en garantía de depósitos, y se aborda estableciendo un tiempo de moratoria de la exportación, si bien, cuando se ejerce la libertad de establecimiento a través de sucursal, cuando se dé una diferencia de coberturas con el Estado de acogida, se permite la adhesión al sistema de indemnización de este último.

En conclusión, la directiva sigue una filosofía y pautas similares a las de garantía de depósitos.

III. EL SISTEMA DE GARANTÍA DE INVERSIONES PREVISTO EN NUESTRA LEGISLACIÓN INTERNA

1. Sede normativa

La primera cuestión que hay que señalar es que se ha optado por incorporar la regulación del Fondo de Garantía de Inversiones en sede material de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en tanto ubicación lógica para situar el tema en el marco de la norma reguladora de las empresas de servicios de inversión cuyos riesgos, en definitiva, se tratan de cubrir. Bien es cierto, como luego se analizará, que el

sistema alcanza también a las entidades de crédito, pero el legislador ha preferido, teniendo en cuenta la existencia previa de los Fondos de Garantía de Depósitos de las entidades de crédito, ensamblar en este sistema la cobertura que estudiamos en su condición de empresas de servicios de inversión.

A fin de concretar la idea anterior, en el texto se ha reservado en la Ley de Reforma (Ley 37/1998, de 16 de noviembre) un Título específico (el VI, de la Ley 24/88), denominado "Fondo de garantía de inversiones", integrado en exclusiva por el artículo 77, en su nueva dicción, si bien se pueden hallar otros preceptos que hacen mención o se refieren al nuevo Fondo creado legalmente.

En el Preámbulo de la disposición, en su comienzo, se recoge la opción del legislador de modificar la Ley 24/88 para trasponer, principalmente, la Directiva de Servicios de Inversión, y, en segunda instancia, con mayor interés a nuestros efectos, la Directiva 97/9/CE.

Ya en el cuerpo del Preámbulo encontramos, igualmente, dos párrafos expresos sobre el Fondo, cuyo interés reside en destacar que el fin del sistema no es hacer frente a "riesgos de crédito", o, más concretamente, pérdidas en el valor de una inversión, sino que se intenta explicitar que se da cobertura a la pérdida o indisponibilidad de efectivos o valores confiados a una empresa de servicios de inversión con ocasión de la prestación de los mencionados servicios o de la actividad complementaria de administración o depósito de valores representados en forma de títulos o en anotaciones en cuenta.

En lo concerniente a la garantía a cubrir por parte de las entidades de crédito, el legislador finalmente decidió dar respuesta en sede de Ley, y no acudir al correspondiente desarrollo reglamentario, como inicialmente se planteó. Al fin expuesto obedece la incorporación, ya en fase de tramitación parlamentaria, de una disposición adicional, la Decimotercera, en la que se introducen un conjunto de modificaciones en el Real Decreto Ley 18/1982, de 24 de mayo, relativo al régimen jurídico de los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito.

Además de los preceptos referidos, también deben tenerse en cuenta, entre otros, el artículo 67.2 k), cuando prevé la adhesión a los Fondos como un presupuesto del *status* de empresas de servicios de inversión; los artículos 73 y 74, en lo que se refiere al procedimiento de revocación si llega el caso de la exclusión del Fondo de una entidad adherida. Asimismo, no puede dejarse de mencionar la posibilidad de suspensión total o parcial de la autorización, recogida en los artículos 75 y

76, en el caso de incumplimiento de las obligaciones de adhesión al Fondo.

Por último, y ya en el ámbito de la supervisión contenida en el Título VIII, en el artículo 84 sujeta a control público de la CNMV a las Sociedades Gestoras de los Fondos de Garantía de Inversiones.

2. Líneas generales del Fondo

2.1. Sistema pluralista

En primer término, y ya en el ámbito de las empresas de servicios de inversión (Sociedades y Agencias de Valores, y, en su caso, para este tema concreto, las Sociedades Gestoras de Carteras) debe señalarse que la norma propugna o permite un sistema "pluralista", desde la óptica institucional. Ello significa, como se recoge en el texto del apartado 1 del artículo 77, el que se ampare la creación "de uno o varios Fondos de Garantía de Inversiones", completándose la previsión, con lo luego indicado en el apartado 5 del precepto, cuando se alude a que reglamentariamente se establecerá el número de Fondos o Gestoras que se creen.

En consecuencia, el Gobierno tiene la facultad de optar tanto por un sistema pluralista como por uno de corte singular. Por ello, podría emularse la constitución, como sucede en materia de entidades de crédito, de varios Fondos, atendiendo a los tipos de entidades existentes. Ahora bien, y sin ser el momento de decidir el tema, pues dicha fragmentación obedece en mayor medida a razones históricas que a otras sugeridas de un planteamiento más contemporáneo, teniendo en cuenta el escenario de reforma, así como los ejemplos de crisis de solvencia habidos en el ámbito de las Sociedades y Agencias de Valores, el legislador debería aprovechar el momento para buscar una respuesta que diera lugar a las menores tensiones competitivas, sin desconocer, igualmente, los requerimientos de solvencia diferentes, conforme a los estatutos operativos de las empresas de servicios de inversión.

En suma, una respuesta unívoca seguramente ofrece mayores elementos positivos, especialmente por los riesgos existentes, respaldada con la confianza que reporta un sistema de supervisión notablemente asentado.

2.2. Cobertura objetiva

Uno de los elementos que cualifica a los Fondos de Garantía, tal y como están contemplados en la norma comunitaria, es el de representar una res-

puesta de "corte indemnizatorio" ante las situaciones de insolvencia de una empresa de servicios de inversión.

Aquí aparece una diferencia frente al sistema de los Fondos de Garantía de Depósitos, tal y como están concebidos en nuestro sistema financiero, por cuanto en este último caso no sólo actúan como mecanismos indemnizatorios, sino también cumplen una finalidad de ser instrumentos de "salvamento" de entidades de crédito en crisis. Esto es, se pretende evitar riesgos sistémicos en diferente medida, aunque no es menos cierto que la diferente entidad del afectado condiciona la actuación del sistema.

La Ley determina, en consonancia con las prescripciones comunitarias, que el Fondo asegura una cobertura indemnizatoria cuando se produce una situación de insolvencia de una empresa de servicios de inversión que impida que reembolse fondos confiados o se restituyan valores o instrumentos de los que el inversor es propietario.

De lo señalado, cabe precisar que los que podríamos denominar "riesgos cubiertos" –en primer término, el de "efectivo", en segundo, el de "valores"– son los que tienen lugar con ocasión de la prestación de servicios de inversión o de la actividad complementaria de depósito y administración de valores e instrumentos financieros. Se encuentran recogidos en la Ley, de una parte, en el artículo 63.1, los servicios de inversión, y la actividad complementaria, en el apartado 2, letra a) del precepto citado.

Llegado este momento, conviene reflexionar sobre el verdadero alcance objetivo de la cobertura. Efectivamente, por lo que se refiere al riesgo de efectivo, en el caso de las empresas de servicios de inversión, teniendo en cuenta que sólo reciben saldos transitorios al no poder captar depósitos, se refiere a un momento temporal muy limitado las posibilidades del presente riesgo.

En lo que afecta a riesgo de valores, en los casos en que se administran o se tienen depositados valores, éstos no tienen por qué verse, en principio, afectados por las situaciones de insolvencia, en cuanto que el inversor podría rescatar los valores anotados a su nombre. Además, ciertas medidas contempladas ya en el ordenamiento vigente, como algunas otras añadidas en la Reforma de la Ley del Mercado de Valores, vienen a reforzar la garantía de la propiedad de los valores. Y lo anterior, por no citar la obligación impuesta por el legislador, y pendiente de concreción reglamentaria, cuando se indica en el artículo 70.1. letra h) la nece-

sidad de adoptar medidas que eliminen los riesgos que venimos comentando.

De lo expuesto se infiere que, salvo en casos de auténtico fraude o disposición ilegal de los valores, en el resto de situaciones de insolvencia no tienen por qué generarse riesgos que entrañen coste económico como consecuencia del despliegue de la cobertura.

En este marco, la Ley también remite al ámbito reglamentario en lo que se refiere a la cobertura territorial de las operaciones. En este sentido, se podría precisar, a similitud de lo contemplado para entidades de crédito, que la cobertura tenga un ámbito constreñido a la UE. Ahora bien, a la hora de decidir el alcance deberán valorarse tanto criterios de competencia como de costes, máxime cuando partimos de una situación de puesta en marcha *ex novo* del sistema.

Un comentario especial merecen las situaciones de insolvencia desencadenantes. En primera instancia, se establece en el artículo 77.7 la situación de quiebra, conforme a las previsiones del Código de Comercio y de la Ley de Enjuiciamiento Civil. Esta situación, que ya ha acontecido en la realidad, genera una perspectiva de desaparición ordenada de la entidad que, con el advenimiento del Fondo, se ve aminorada para los inversores, ya que, salvo fraude en los valores, se elimina a los acreedores concursales deudores hasta la cuantía cubierta por el efectivo.

La segunda situación, la de suspensión de pagos, que presupone una actuación de la propia empresa de servicios de inversión, al amparo de la Ley de 1922, también presenta una similitud en la enervación de riesgos parecida a la que sobreviene en la quiebra, salvo que medie riesgo de valores.

La mayor novedad confluye en la situación prevista de declaración "excepcional" de insolvencia por la CNMV, *tertium genus* que deberá producirse únicamente en casos donde, ante la inactividad del suspenso, y sin llegar al extremo de la quiebra, el supervisor considere que una reacción previa a la acreditación de la situación excepcional es más positiva para abordar la insolvencia por entrañar menos riesgos para los inversores.

En los casos comentados en que entre en juego el mecanismo indemnizatorio, la consecuencia, en atención a las situaciones expuestas, es que el Fondo se subroga en los derechos que, compensados a los inversores, éstos tengan frente a la empresa de servicios de inversión insolvente. Se logra, así, una economía de alcance para reducir al máximo el número

de acreedores, produciendo a la vez, el efecto fundamental de atender, siquiera parcialmente, a las pérdidas efectivas de los inversores. No olvidemos que el reforzamiento de la confianza del inversor en el funcionamiento de los mercados es una clave fundamental.

En el marco anterior, y con el fin de atender los casos en que se indemniza y luego aparecen los valores representativos del crédito satisfecho mediante los recursos del Fondo, la Ley prevé la posibilidad de que aquél enajene los valores para satisfacer el crédito, y el restante se restituya a la masa concursal o al patrimonio del suspenso.

Por último, resta por tratar la cuestión del montante indemnizatorio que la Ley deriva a desarrollos reglamentarios. La directiva prevé que el mínimo armonizado comunitariamente será el de 20.000 ecus, si bien, de modo similar a lo ya previsto para entidades de crédito, contempla la posibilidad de que para el caso de Estados que no tengan establecido el sistema o la cuantía que recogen la inferior a la armonizada, hasta el 31 de diciembre de 1999 podrán cubrir únicamente hasta 15.000 ecus.

En consecuencia con lo expuesto, se podrá seguir en sede reglamentaria, tanto un sistema de cobertura inicial de 15.000 ecus, como se hizo en entidades de crédito, como, por el contrario, uno más intenso de fijar el umbral en el montante máximo desde el comienzo.

2.3 Patrimonio Fiduciario

A la hora de determinar el esquema organizativo del sistema, el legislador ha tenido en cuenta el mero carácter indemnizatorio del mismo, lo cual ha condicionado la configuración del Fondo como un patrimonio fiduciario, gestionado por una entidad sometida a supervisión prudencial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, denominada "Sociedad Gestora".

Conviene que nos detengamos, siquiera brevemente, en un análisis comparativo con los Fondos de Garantía de Depósitos. Estos en su día fueron concebidos como entes de Derecho Público, ciertamente *sui generis*. No debemos olvidar que, a la vez que indemnizan, sirven de mecanismo de intervención en las crisis bancarias.

En el Fondo de Garantía de Inversiones, como ya se avanzó anteriormente, el presupuesto de hecho de

su constitución está inspirado en que se está haciendo frente a un riesgo que no alcanza el carácter de sistémico, como confluye en las crisis bancarias. Esta circunstancia explica que, a similitud de otros sistemas imperantes en los países que lo han implementado, se exalte el valor de mecanismo de generación de confianza a las inversiones en los mercados financieros. El resultado es la opción por un sistema privado, si bien sometido a la tutela pública de la CNMV sin ningún tinte de Derecho Público.

El carácter fiduciario expuesto se observa en las previsiones del artículo 77.2 cuando define a los Fondos y la relación que los vincula con las Sociedades Gestoras.

Por lo relativo a la intervención pública de la CNMV respecto a las Sociedades Gestoras se manifiesta en que:

1º) Existe un control económico-financiero tanto sobre los presupuestos de las Gestoras como sobre los del Fondo.

2º) Media un control jurídico en la autorización y modificación de las reglas básicas de funcionamiento tanto de las Gestoras como de los Fondos.

3º) Confluye un control organizativo, en tanto se interviene en el nombramiento de los órganos de dirección de la Gestora, y,

4º) Hay un control operativo, por cuanto la CNMV puede suspender todo acuerdo del Consejo de administración de la Gestora.

2.4 Adscripción obligatoria

Como se ha comentado ya, el sistema de garantía pivota sobre la regla fundamental de la "adhesión obligatoria" de las empresas de servicios de inversión, en tanto presupuesto para adquirir tal *status* y mantenerlo. Esta idea se recoge fielmente en el artículo 67.2, apartado k) de la Ley, cuando se especifica que es requisito para obtener y conservar la autorización el hecho de que la empresa de servicios de inversión esté adherida al Fondo correspondiente.

Lo señalado explica que en la propia Ley, en su artículo 73, apartado j), se establezca que pueda revocarse la autorización otorgada a una empresa de servicios de inversión en el caso de que la misma deje de pertenecer al Fondo de Garantía, conforme al procedi-

miento específico que resulte, una vez que se complete reglamentariamente la forma en que se materialice la pérdida de la condición de entidad adherida al Fondo de Garantía. Pero es más, como se puede dar el caso de que la empresa incumpla, al menos transitoriamente, sus obligaciones para con el Fondo, el artículo 76 dispone también la posibilidad de suspender provisionalmente la autorización concedida a una empresa de servicios de inversión en el caso de no llevar a cabo las aportaciones que se fijen al Fondo de Garantía (*vid.* artículo 76.1 de la Ley).

Una cuestión que se deja abierta también a la decisión reglamentaria es la relativa a la posibilidad de excepcionar de adhesión al Fondo de aquellas empresas de servicios de inversión que no incurran en los riesgos de efectivo o valores a que hace mención la cobertura definida en los apartados 1 y 7 del precepto. En este caso, se está pensando en las Sociedades Gestoras de Carteras, entidades que, en principio, no incurrir en riesgos de los cubiertos, en tanto no administran o son depositarias de los valores cubiertos por la garantía, así como no reciben efectivo, ni a título transitorio, de las operaciones de servicios de inversión.

Otro tema que la Ley deja a la precisión reglamentaria es el concerniente a la adhesión de las empresas de servicios de inversión extranjeras que operen en España. En esta materia un ejemplo comparativo es el previsto en la legislación vigente en materia de entidades de crédito. Aquí, se dispone que las sucursales de entidades de crédito extranjeras se podrán adherir al Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios de dos formas distintas, atendiendo al país de origen.

Efectivamente, en el caso de sucursales de entidades de crédito de la Unión Europea, se posibilita, en consonancia con las prescripciones comunitarias, a que se adhieran al mencionado Fondo. En última instancia, lo que se logra es que la sucursal, si no queda cubierta totalmente en el límite comunitario por el sistema de su Estado de origen, pueda completar su cobertura mediante su adhesión al Fondo español.

En el caso de sucursales de entidades de crédito no pertenecientes a la Unión Europea, en primer lugar, se establece la obligatoriedad de adscripción al Fondo español en los casos en que los depósitos en España no estén cubiertos por el sistema del país de origen. También es necesaria la adscripción para los casos en que la cobertura del país de origen no alcance la dispensada por el sistema español. Por todas estas circunstancias, las normas establecen la

necesidad de arbitrar convenios para materializar las interrelaciones con los sistemas del país de origen.

Quedando la puerta abierta para regular la cuestión en sede de legislación de mercados de valores, lo que no puede dejar de olvidarse son las previsiones que sobre el particular se contienen, a título de orientaciones, en el Anexo II de la directiva, así como las previsiones específicas recogidas en el artículo 7 de aquélla, marco que permitirá adoptar una solución muy parecida a la ya contemplada en materia de entidades de crédito.

Una vez comentadas las situaciones de adhesión de las diversas entidades, debe señalarse que en el apartado 6 del artículo 77 de la Ley se prevé de modo particular el régimen de exclusión de una empresa de servicios de inversión del Fondo al que esté adherida. Así, en primera instancia, se precisa que la exclusión sólo podrá mediar en el caso de incumplimiento de las obligaciones de adhesión al mismo.

Ahora bien, dada la trascendencia de la decisión, que tendrá que ser adoptada por la CNMV, previo informe de la Sociedad Gestora del Fondo, la norma dispone que, con carácter previo a la decisión excepcional citada, se tendrán que adoptar medidas cautelares necesarias para hacer cumplir las obligaciones que la adhesión comporta, dando difusión, de igual modo, para conocimiento de los inversores del alcance del acuerdo adoptado.

2.5. Otras cuestiones

Como se viene comprobando, el sistema se completará reglamentariamente en numerosos aspectos, a los que conviene también añadir los que siguen.

Un tema ciertamente importante es el del alcance subjetivo de la garantía dispensada por los Fondos. Aquí la directiva posibilita la exclusión de cierto tipo de inversores, tanto profesionales como institucionales, así como de cierto tipo de entidades públicas y privadas, y, entre estas últimas, de entidades financieras. En este campo, un criterio a tener en cuenta es el seguido en el ámbito de las entidades de crédito, en el que se excluyeron la mayor parte de los inversores y entidades que las directivas contemplan.

Un aspecto sumamente importante es el concerniente al régimen presupuestario y de financiación de los Fondos. En este particular, la Ley, en el apar-

tado 8 del artículo 77, habilita al Reglamento para que concrete importantes aspectos del tema. Así, contempla la necesidad de especificar el régimen de endeudamiento y de repercusión de gastos, lo concerniente al régimen de inversión de los recursos que integran el patrimonio del Fondo, etc. No obstante, un tema sumamente importante en el ámbito financiero es el relativo a la fijación de los criterios de reparto de las aportaciones al Fondo, de los que se apuntan en sede legal los del número de clientes y el volumen de los instrumentos cubiertos.

2.6. El régimen de cobertura de las entidades de crédito

Como se ha comentado, en la Ley de Reforma se optó, finalmente, en atención a las posibilidades que brindaban las prescripciones comunitarias, porque la cobertura de garantía de inversores de las entidades de crédito se atendiera a través de los Fondos de Garantía de Depósitos existentes.

A tal fin responde el contenido de la disposición adicional decimotercera, en virtud de la cual se introducen un conjunto de modificaciones en el Real Decreto Ley 18/1982, de 24 de mayo. A nuestro juicio la decisión es tremendamente lógica tanto por motivos formales como materiales.

Por motivos formales, por cuanto se abandonó la opción inicialmente prevista en el texto legal de derivar la cuestión al Reglamento, con las consiguientes posibilidades de riesgo legal o de falta de idoneidad de la sede formal de la reforma.

Pero el fundamento mayor de la decisión, y quizás su acierto, reside en incorporar al sistema de garantía de depósitos ya vigente una cobertura que, en la parte de efectivo, ya estaba cubierta en buena medida, por este mecanismo. Pero es más, si tomamos en consideración que los Fondos de Garantía de Depósitos de entidades de crédito están concebidos como un sistema de intervención, además de su concepción indemnizatoria, no hubiera tenido mucho sentido que ampliándose la cobertura a dispensar por el riesgo cubierto en la operativa de una entidad de

crédito a la gestión global del riesgo de insolvencia no se hubiera efectuado por el sistema imperante.

En suma, la decisión tiene un fundamento institucional y operativo sobradamente válido para gestionar las crisis de solvencia bancarias.

Ahora bien, el problema que se deja a la concreción reglamentaria es el concerniente a cómo se cubre el riesgo de efectivo por saldos transitorios de operaciones de servicios de inversión, en donde se deberá aclarar si se cobran por los 20.000 euros de efectivo de depósitos o por los correspondientes a servicios de inversión.

Como ya tuvimos ocasión de resaltar, esta es una de las cuestiones más negativas de la Directiva por los problemas que ocasiona al legislador de cada Estado miembro.

IV. CONCLUSIONES

Llega ya el momento de cerrar el análisis, que bien es cierto que es un adelanto reflexivo sobre la posible configuración del sistema, donde, sin embargo, la labor a realizar no es baladí.

No obstante, consideramos que, al menos, en este momento tan primigenio sí que pueden indicarse algunas conclusiones sobre el sistema legal, y que bien pudieran ser las que siguen:

1ª) Debe darse la bienvenida a un mecanismo de garantía que, en buena medida, pueda representar un reforzamiento de la confianza del inversor en el funcionamiento de los mercados financieros, incluso en los casos extremos de deficiencia del mismo.

2ª) Ese factor positivo no cabe duda que debe encararse en cuanto a su concreción en un sistema que genere eficiencia a los mercados y el menor coste para quien lo soporta, como son las empresas de servicios de inversión.

3ª) En la definición del mismo habrá que tener muy en consideración el elemento "competencia" frente a otros sistemas.

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 "pasaporte 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 murellas 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 incumplidora (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.

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, afgckort Belfox/La bourse belge des futures et options, en abrégé Belfox.
- De secundaire buitenbeursmarkt van de lineaire obligaties, de gepliste 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.

**Ley 24/1988, de 28 de julio (BOE del 29), del Mercado de Valores.
(Corrección de errores BOE de 23 de mayo y 4 de agosto de 1989) (1)**

TÍTULO PRIMERO

Disposiciones generales

CAPÍTULO PRIMERO

Ámbito de ley

Artículo 1

La presente Ley tiene por objeto la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de supervisión.

Artículo 2

Quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones. Reglamentariamente se establecerán los criterios de homogeneidad en virtud de los cuales un conjunto de valores negociables se entenderá integrado en una emisión.

(1) Texto integrado con las modificaciones incorporadas por las siguientes Leyes: Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE), en materia de sociedades; Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990; Ley 5/1990, de 29 de junio, sobre medidas en materia presupuestaria, financiera y tributaria (procedente del Real Decreto-Ley 7/1989, de 29 de diciembre); Ley 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modifican entre otros preceptos, determinados artículos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, Ley 18/1991, de 6 de junio, del impuesto sobre la renta de las personas físicas; Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras, Ley 22/1993, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, de reforma del régimen jurídico de la función pública y de la protección por desempleo; Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda Directiva de coordinación bancaria y se producen otras modificaciones al sistema financiero; Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social; Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

También quedarán comprendidos dentro de su ámbito los siguientes instrumentos financieros:

a) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

b) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

c) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible (2)

A los instrumentos financieros, les serán de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables. (2)

Artículo 3

Las disposiciones de la presente Ley serán de aplicación a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio nacional.

Artículo 4 (3)

A los efectos de esta Ley, se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las entidades que constituyan una unidad de decisión porque algunas de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de las demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto.

Se presumirá que existe en todo caso unidad de deci-

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

(3) Artículo redactado conforme a la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras.

sión cuando concurra alguno de los supuestos contemplados en el número 1 del artículo 42 del Código de Comercio, o cuando al menos la mitad más uno de los Consejeros de la dominada sean Consejeros o altos directivos de la dominante, o de otra dominada por ésta.

A efecto de lo previsto en los párrafos anteriores, a los derechos de la dominante se añadirán los que posea a través de otras entidades dominadas o a través de personas que actúen por cuenta de la entidad dominante o de otras dominadas, o aquéllos de los que disponga concertadamente con cualquier otra persona.

CAPÍTULO II

De los valores representados por medio de anotaciones en cuenta

Artículo 5

Los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. La modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión.

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será irreversible.

La representación por medio de títulos será reversible. El paso al sistema de anotaciones en cuenta podrá hacerse, no obstante lo dispuesto en el párrafo primero, a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento a la transformación.

El Gobierno podrá establecer, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta sea condición necesaria para la admisión a negociación en uno u otro mercado secundario oficial de valores. Asimismo, determinará los supuestos excepcionales en que no será de aplicación lo dispuesto en el párrafo segundo.

Artículo 6

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta requerirá siempre el otorgamiento de escritura pública en la que consten la denominación, número de unidades, valor nominal y demás características y condiciones de los valores integrados en la emisión. Dicha escritura podrá sustituirse, en su caso, por la de emisión.

La entidad emisora deberá depositar una copia de la escritura ante la entidad encargada del registro contable y otra ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quien lo incorporará al correspondiente registro público previsto en el artículo 92. Cuando se trate de valores admitidos a nego-

ciación en un mercado secundario oficial, deberá depositarse también una copia ante su organismo rector.

La entidad emisora y la encargada del registro contable habrán de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general una copia de la referida escritura.

En el caso de las emisiones de Deuda del Estado y de las Comunidades Autónomas, así como en aquellos otros supuestos en que se halle establecido, la publicación de las características de la emisión en el «Boletín Oficial» correspondiente sustituirá a la escritura pública contemplada en los párrafos anteriores. (1)

Tampoco será precisa la escritura pública a que se refiere este artículo para los instrumentos financieros que se negocien en mercados secundarios oficiales de futuros y opciones, y en los demás supuestos que el Gobierno establezca, en las condiciones que reglamentariamente se señalen. (2)

Artículo 7

La llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión será atribuida a una única entidad.

Cuando se trate de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, dicha entidad será libremente designada por la emisora entre las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas para realizar la actividad prevista en la letra a) del número 2 del artículo 63. La designación deberá ser inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores previsto en el artículo 92 de esta Ley, como requisito previo al comienzo de la llevanza del registro contable. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores también podrá asumir esta función cuando así lo autorice el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previa audiencia del emisor y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, según los requisitos que, en su caso, reglamentariamente se establezcan. (3)

Cuando se trate de valores admitidos o negociados en las Bolsas de Valores, la llevanza del registro contable habrá de encomendarse necesariamente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en exclusiva, o, si así se esta-

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

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

(3) Párrafo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

blece, de modo conjunto con sus entidades adheridas, en cuyo caso tendrá aquél carácter de Registro Central. No obstante, tal llevanza corresponderá, en su caso, a la sociedad rectora de la Bolsa correspondiente si así se determina, de conformidad con lo previsto en el párrafo segundo del artículo 54.

Cuando se trate de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, la llevanza del registro corresponderá a la Central de Anotaciones, como Registro Central, y a las Entidades Gestoras. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en otros Mercados Secundarios Oficiales, la llevanza del registro corresponderá al organismo o entidad, incluido el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que reglamentariamente se determine. (1)

El Gobierno establecerá, en relación con las distintas entidades a las que se encomienda la llevanza de los registros contables y los distintos tipos de valores, las normas de organización y funcionamiento de los correspondientes registros, las fianzas y demás requisitos que les sean exigibles, los sistemas de identificación y control de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como las relaciones de aquellas entidades con los emisores y su intervención en la administración de valores. La citada regulación corresponderá a las Comunidades Autónomas competentes cuando hagan uso de la facultad prevista en el párrafo segundo del artículo 54 y en relación con los servicios allí contemplados. (1)

La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros darán lugar a la responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado, frente a quienes resulten perjudicados. Dicha responsabilidad, en la medida de lo posible, habrá de hacerse efectiva en especie.

Lo señalado en el presente artículo, respecto del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, será aplicable a los servicios similares creados por las sociedades rectoras de las Bolsas, al amparo de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 54, cuando así se lo autorice la Comunidad Autónoma correspondiente, previa audiencia del emisor y del propio servicio. (2)

Artículo 8

Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable, que, en su caso,

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

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

será el de carácter central quedando desde entonces sometidos a las disposiciones de este capítulo. El contenido de los valores anotados vendrá determinado por la escritura prevista en el artículo 6.

Los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones.

Reglamentariamente se establecerán las condiciones para que los valores representados mediante anotaciones en cuenta funcionen como fungibles a efectos de las operaciones de compensación y liquidación.

Artículo 9

La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.

La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.

El tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave.

La entidad emisora sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura prevista en el artículo 6 y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos.

Artículo 10

La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente.

La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.

La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que haya practicado la correspondiente inscripción.

Artículo 11

La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en conse-

cuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta.

La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en favor del legitimado se liberará aunque éste no sea el titular del valor.

Para la transmisión y el ejercicio de los derechos que corresponden al titular será precisa la previa inscripción a su favor.

Artículo 12

La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados que serán oportunamente expedidos por las entidades encargadas de los registros contables, de conformidad con sus propios asientos.

Dichos certificados no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación. Serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados.

No podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado.

Las entidades encargadas de los registros contables y los miembros de los mercados de valores no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones si el disponente no ha restituido previamente los certificados expedidos a su favor. La obligación de restitución decae cuando el certificado haya quedado privado de valor.

TÍTULO II

Comisión Nacional del Mercado de Valores

CAPÍTULO PRIMERO

Creación y funciones

Artículo 13

Se crea la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que se encomiendan la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y las demás funciones que se le atribuyen en esta Ley.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores asesorará al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda y, en su caso, a los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas en las materias relacionadas con los mercados de valores, a petición de los mismos o por iniciativa propia. Podrá también elevar a aquéllos propuestas sobre las medidas o disposiciones relacionadas con los mercados de valores que estime necesarias. Elaborará y dará publicidad a un informe anual en el que se refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores elevará anualmente, a la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados, un informe sobre el desarrollo de sus actividades y sobre la situación de los mercados financieros organizados. El Presidente de la Comisión comparecerá ante la citada Comisión del Congreso para dar cuenta de tal informe, así como cuantas veces sea requerido para ello. (1)

Artículo 14

La Comisión Nacional del Mercado de Valores queda configurada como un Ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que se regirá por lo dispuesto en la presente Ley y las disposiciones que la desarrollen, entendiéndose comprendida en el número 5 del artículo 6.º de la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria. (2)

En el ejercicio de sus funciones públicas y en defecto de lo dispuesto en esta Ley y en las disposiciones que la desarrollen, la Comisión Nacional del Mercado de Valores actuará con arreglo a la Ley de Procedimiento Administrativo.

En sus adquisiciones patrimoniales y contratación estará sujeta, sin excepciones, al derecho privado. El personal que preste servicio en la Comisión Nacional del Mercado de Valores estará vinculado a la misma por una relación sujeta a las normas del derecho laboral. La selección del personal de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con excepción del de carácter directivo, se hará mediante convocatoria pública y de acuerdo con sistemas basados en los principios de mérito y capacidad. Dicho personal estará sujeto al régimen de incompatibilidades establecido con ca-

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

(2) Hoy texto refundido de la Ley General Presupuestaria. Aprobado por Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre.

rácter general para el personal al servicio de las Administraciones Públicas.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores elaborará anualmente un anteproyecto de presupuesto, con la estructura que señale el Ministerio de Economía y Hacienda, y lo remitirá a éste para su elevación al acuerdo del Gobierno y posterior remisión a las Cortes Generales, integrado en los Presupuestos Generales del Estado. Las variaciones en el presupuesto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores serán autorizadas por el Ministerio de Economía y Hacienda cuando su importe no exceda de un 5 por 100 del mismo y por el Gobierno en los demás casos.

El control económico y financiero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se llevará a cabo exclusivamente mediante comprobaciones periódicas o procedimientos de auditoría, a cargo de la Intervención General de la Administración del Estado sin perjuicio de las funciones que correspondan al Tribunal de Cuentas.

Artículo 15

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, para el adecuado ejercicio de las competencias que le atribuye la presente Ley, podrá dictar las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los Reales Decretos aprobados por el Gobierno o en las Ordenes del Ministerio de Economía y Hacienda siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello.

Las disposiciones dictadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a que se refiere el párrafo anterior se elaborarán por ésta, previos los informes técnicos y jurídicos oportunos de los servicios competentes de la misma. Tales disposiciones recibirán la denominación de Circulares, serán aprobadas por el Consejo de la Comisión, no surtirán efectos hasta tanto sean publicadas en el «Boletín Oficial del Estado» y entrarán en vigor conforme a lo dispuesto en el apartado primero del artículo 2.º del Código Civil.

Artículo 16 (1)

Las disposiciones y resoluciones que dicte la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el ejercicio de las potestades administrativas que se le confieren en la presente Ley pondrán fin a la vía administrativa y serán recurribles en vía contencioso-administrativa. Se exceptúan de esta regla:

a) Las resoluciones que dicte en materia sancionadora, cuyo régimen será el previsto en el artículo 97.

b) Las resoluciones que dicte en materia de intervención

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

y sustitución de administradores, cuyo régimen será el previsto en el artículo 107.

CAPÍTULO II

Organización

Artículo 17

La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará regida por un Consejo, al que corresponderá el ejercicio de todas las competencias que le asigna esta Ley y las que le atribuyan al Gobierno o el Ministro de Economía y Hacienda en el desarrollo reglamentario de la misma.

Dicho Consejo estará compuesto por:

a) Un Presidente y un Vicepresidente, que serán nombrados por el Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, entre personas de reconocida competencia en materias relacionadas con el mercado de valores.

b) El Director General del Tesoro y Política Financiera y el Subgobernador del Banco de España, que tendrán el carácter de Consejeros natos.

c) Tres Consejeros, nombrados por el Ministro de Economía y Hacienda entre personas de reconocida competencia en materias relacionadas con el mercado de valores.

Actuará como Secretario, con voz pero sin voto, la persona que el Consejo designe entre las que presten sus servicios en la Comisión.

Artículo 18

El Presidente ostentará la representación legal de la Comisión y ejercerá las facultades que el Consejo le delegue.

El Vicepresidente sustituirá al Presidente en los casos de vacante, ausencia o enfermedad de éste, y ejercerá asimismo las facultades que le delegue el Consejo.

En el plazo de tres meses a partir de la toma de posesión de cualquier miembro del Consejo, éste deberá proceder, en sesión extraordinaria, a confirmar, modificar o revocar, de forma expresa, todas y cada una de sus delegaciones de facultades en el Presidente y Vicepresidente.

Artículo 19

El mandato del Presidente, del Vicepresidente y de los Consejeros a los que se refiere el apartado c) del artículo 17 tendrá una duración de cuatro años, al término de los cuales podrá ser renovado por una sola vez.

Si, durante el período de duración de su mandato, se produjera el cese del Presidente, del Vicepresidente o de cualquiera de los Consejeros a los que se refiere el apartado c) del artículo 17, su sucesor cesará al término del mandato de su antecesor. Cuando este último cese se produzca antes de haber transcurrido un año desde el nombramiento, no será de aplicación el límite previsto en el inciso último del párrafo anterior, pudiendo ser renovado el mandato en dos ocasiones.

Artículo 20

El Presidente y el Vicepresidente cesarán en su cargo por las causas siguientes:

- a) Expiración del término de su mandato.
- b) Renuncia aceptada por el Gobierno.
- c) Separación acordada por el Gobierno por incumplimiento grave de sus obligaciones, incapacidad permanente para el ejercicio de su función, incompatibilidad sobrevinida o condena por delito doloso, previa instrucción de expediente por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Las mismas causas de cese serán aplicables a los Consejeros a los que se refiere el apartado c) del artículo 17, correspondiendo aceptar la renuncia o acordar la separación al Ministro de Economía y Hacienda.

Artículo 21

El Presidente, el Vicepresidente y los Consejeros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores estarán sujetos al régimen de incompatibilidades de los Altos Cargos de la Administración. Al cesar en el cargo y durante los dos años posteriores, no podrán ejercer actividad profesional alguna relacionada con el Mercado de Valores. Reglamentariamente se determinará la compensación económica que recibirán en virtud de esa limitación.

Artículo 22 (1)

El Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores es el órgano de asesoramiento de su Consejo. Dicho Comité será presidido por el Vicepresidente de la Comisión, que no dispondrá de voto en relación con sus informes, siendo el número de sus consejeros y la forma de su designación la que reglamentariamente se determine. Los consejeros serán designados en representación de los miembros de todos los mercados secundarios oficiales, de los emisores y de los inversores, más otro representante de

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

signado por cada una de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores en cuyo territorio exista un mercado secundario oficial.

Artículo 23 (2)

El Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores informará sobre cuantas cuestiones le sean planteadas por el Consejo.

Su informe será preceptivo en relación con:

a) Las disposiciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a que hace referencia el artículo 15 de esta Ley.

b) Las actuaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la fianza colectiva prevista en el artículo 54 de esta Ley, en los casos en que reglamentariamente así se establezca.

c) La imposición de sanciones por infracciones muy graves, en virtud de lo dispuesto en el Título VIII de esta Ley.

d) La autorización, la revocación y las operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión y de las restantes personas o entidades que actúen al amparo del artículo 65.2, cuando así se establezca reglamentariamente, atendiendo a su trascendencia económica y jurídica.

e) La autorización y revocación de las sucursales de empresas de servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea, y los restantes sujetos del Mercado de Valores, cuando así lo establezca reglamentariamente, teniendo en cuenta la relevancia económica y jurídica de tales sujetos.

Sin perjuicio de su carácter de órgano consultivo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Comité Consultivo informará los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias directamente relacionadas con el mercado de valores que le sean remitidos por el Gobierno o por el Ministerio de Economía y Hacienda con el objeto de hacer efectivo el principio de audiencia de los sectores afectados en el procedimiento de elaboración de disposiciones administrativas.

Artículo 24

El patrimonio inicial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores estará formado por una dotación inicial de quinientos millones de pesetas.

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Los recursos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores estarán integrados por:

- a) Los bienes y valores que constituyen el patrimonio y los productos y rentas del mismo.
- b) Las tasas que perciba por la realización de sus actividades o la prestación de sus servicios. (1)
- c) Las transferencias que, con cargo al Presupuesto del Estado, efectúe el Ministerio de Economía y Hacienda.

Los beneficios de cada ejercicio podrán destinarse a:

- a) Cubrir pérdidas de ejercicios anteriores.
- b) Crear reservas necesarias para la financiación de las inversiones que la Comisión Nacional del Mercado de Valores deba llevar a cabo para el cumplimiento adecuado de los objetivos establecidos en el artículo 13 de esta Ley.
- c) Crear las reservas que aseguren la disponibilidad de un fondo de maniobra adecuado a sus necesidades operativas.
- d) Su incorporación como ingreso del Estado del ejercicio en el que se aprueben las cuentas anuales del ejercicio que haya registrado el citado beneficio.

Junto con las cuentas anuales del ejercicio, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores elevará para la aprobación del Gobierno la propuesta de distribución del resultado, junto con un informe justificativo de que con dicha propuesta quedan debidamente cubiertas las necesidades contempladas en las letras a), b) y c) anteriores. (2)

TÍTULO III

Mercado primario de valores

Artículo 25

La emisión de valores no requerirá autorización administrativa previa.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, el Ministro de Economía y Hacienda podrá prohibir o determinar que deban someterse a su autorización previa:

- a) Las emisiones de valores cuyo principal o cuyo intere-

(1) Letra b) redactada conforme a la Ley 22/1993, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, de Reforma del Régimen Jurídico de la Función Pública y de la protección por desempleo.

(2) Párrafo incorporado por Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.

ses sean revisables en función de la evolución de algún índice de precios o del precio de algún bien o servicio.

- b) Las emisiones cuyos rendimientos sean exigibles, en su totalidad o en su mayor parte, en plazos superiores a un año.
- c) Las emisiones expresadas en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional.
- d) Las emisiones realizadas en el mercado nacional por no residentes.

Asimismo, el Ministro de Economía y Hacienda podrá determinar que deban someterse a su autorización previa las emisiones que pretendan gozar de algún beneficio tributario o de cualesquiera otros privilegios legalmente establecidos, salvo que se trate de beneficios cuya concesión sea competencia de alguna Comunidad Autónoma, en cuyo caso se estará a lo que ésta disponga al respecto.

En el caso de que las emisiones relacionadas en el párrafo segundo de este artículo se sometan al requisito de autorización, el otorgamiento de ésta podrá ser denegado o condicionado a la modificación de cualquiera de las características de las emisiones o a su realización en fecha determinada, de acuerdo con los criterios que se fijen. Se entenderá otorgada la autorización en virtud del transcurso del plazo que se determine reglamentariamente sin que haya recaído resolución expresa.

La competencia para autorizar las emisiones a que se refieren los párrafos anteriores podrá ser delegada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Artículo 26

Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo anterior, las emisiones de valores estarán sujetas al cumplimiento previo de los requisitos siguientes:

- a) Comunicación, con el contenido y formalidades que se establezcan reglamentariamente, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en virtud de la cual ésta hará público el proyecto de emisión.
- b) Aportación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y registro previo por la misma, en los términos previstos en el artículo 92, de los documentos que acrediten el acuerdo de emisión, las características de los valores emitidos y los derechos y obligaciones de sus tenedores.
- c) Existencia y registro de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor realizada por un profesional inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas en los términos previstos en los artículos 27 y 92.
- d) Presentación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y registro previo por la misma de un folleto informa-

tivo sobre la emisión proyectada, en los términos previstos en los artículos 28 y 92.

e) Transcurso de los plazos mínimos que se establezcan reglamentariamente entre el momento de la comunicación previa de la emisión o del registro del folleto y el de la realización de la misma.

El Gobierno podrá establecer los casos en que la modificación de las características de los valores ya emitidos quedará sujeta al cumplimiento previo de todos o algunos de los requisitos anteriores.

Artículo 26 bis (1)

Sin perjuicio de las actividades reservadas a las entidades de crédito, conforme a lo dispuesto en el artículo 28 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, ninguna persona o entidad podrá apelar o captar ahorro del público en territorio español sin someterse a este Título o a la normativa sobre inversión colectiva o a cualquier otra legislación especial que faculte para desarrollar la actividad antes citada.

Artículo 27

Reglamentariamente se establecerá el alcance y contenido de los estados financieros a auditar y el de las correspondientes auditorías, que en ningún caso serán menores que el establecido en las normas reguladoras de las auditorías de cuentas, así como el número de ejercicios afectados por éstos. El informe de auditoría, los estados financieros auditados y, en su caso, el informe de gestión tendrán la consideración de información pública, facilitándose el acceso a la misma en el domicilio social de la entidad emisora, así como mediante los procedimientos previstos en los artículos 28 y 92, o cualquier otro que reglamentariamente se determine.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores verificará que la auditoría exigida cumple los requisitos establecidos, procediendo, en caso afirmativo, a incorporarla al correspondiente registro oficial previsto en el artículo 92 y, en otro caso, a requerir dicho cumplimiento.

Artículo 28

El folleto informativo contendrá la información necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone.

El folleto informativo deberá reproducir literalmente las

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

conclusiones de las auditorías de cuentas previstas en el artículo 27 y los términos de los documentos que acrediten las características de los valores afectados y los derechos y obligaciones de sus tenedores, así como en los términos previstos en el artículo 29, el procedimiento de colocación de los valores. Dicho folleto deberá ser suscrito por persona con poder para obligar a la entidad emisora de los valores, y ésta no podrá oponer, frente al inversor de buena fe, hecho o derechos derivados de las auditorías de cuentas y de los citados documentos o relativos al procedimiento de colocación que no consten en el expresado folleto.

El resto del contenido del folleto informativo se determinará reglamentariamente y podrá ser distinto en función de las características de la entidad emisora, de las cuantías de la emisión afectada o de otras características de los correspondientes valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores verificará que el folleto informativo cumple los requisitos establecidos, procediendo en caso afirmativo a incorporarlo al correspondiente registro oficial previsto en el artículo 92 y, en otro caso, a requerir dicho cumplimiento.

Toda entidad emisora de valores estará obligada a publicar el correspondiente folleto informativo y a hacer entrega de él gratuitamente a sus suscriptores. Dicha entidad deberá, además facilitar el acceso público al folleto informativo en su domicilio social, así como mediante cualquier otro procedimiento que reglamentariamente se determine.

Artículo 29

Para la colocación de emisiones podrá recurrirse a cualquier técnica adecuada a elección del emisor. El procedimiento de colocación deberá quedar definido y hacerse público en todos sus extremos antes de proceder a la misma. Los mismos principios de libertad, definición previa y publicidad se aplicarán a la elección del colectivo de potenciales suscriptores al que se ofrezca la emisión y, respetando los plazos derivados de lo previsto en el artículo 26, a la fecha o período de desarrollo de su colocación.

Las condiciones definidas, en virtud de lo dispuesto anteriormente, deberán figurar en el folleto informativo de la correspondiente emisión y la colocación de ésta deberá ajustarse estrictamente a las mismas.

Artículo 30

Las emisiones de valores del Estado y de las Comunidades Autónomas no estarán sujetas a lo previsto en los artículos 26, 27, 28 y 29 anteriores. Lo dispuesto en el apartado c) del artículo 26 tampoco será de aplicación a aquellas entidades de derecho público que el Gobierno determine ni a los organismos internacionales de los que España sea miembro.

Sin perjuicio de lo que se prevé en el párrafo anterior, el Gobierno podrá exceptuar total o parcialmente, del cumplimiento de los requisitos mencionados en los artículos 26, 27, 28 y 29 anteriores, determinadas categorías de emisiones, en función de la naturaleza del emisor, de la pequeña cuantía de la emisión, del número restringido o de las especiales características de los inversores a la que ésta vaya dirigida o de otras circunstancias que hagan aconsejable establecer excepciones a los mismos, salvo en aquellos supuestos que, en su caso, reglamentariamente se establezca lo contrario. El Gobierno no podrá establecer un alcance o contenido de las auditorías previstas en el apartado c) del artículo 26 y en el artículo 27, menor del establecido por las normas reguladoras de las auditorías de cuentas. (1)

TÍTULO IV

Mercados secundarios oficiales de valores

CAPÍTULO PRIMERO

Disposiciones generales

Artículo 31 (2)

1. Son mercados secundarios oficiales de valores aquellos que funcionen regularmente, conforme a lo prevenido en esta Ley y en sus normas de desarrollo, y, en especial, en lo referente a las condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.

2. Se considerarán mercados secundarios oficiales de valores los siguientes:

a) Las Bolsas de Valores.

b) El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, gestionado por la Central de Anotaciones.

c) Los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero.

d) Cualesquiera otros, de ámbito estatal, que, cumpliendo los requisitos previstos en el apartado 1, se autoricen en el marco de las previsiones de esta Ley y de su nor-

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

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

mativa de desarrollo, así como aquellos, de ámbito autonómico, que autoricen las Comunidades Autónomas con competencia en la materia.

3. En los términos previstos en esta Ley y en sus disposiciones de desarrollo, en los mercados secundarios oficiales podrán negociarse valores y otros instrumentos financieros que por sus características sean aptos para ello.

4. Sin perjuicio de lo que puedan establecer las leyes especiales, la creación de cualquier mercado o sistema organizado de negociación de valores u otros instrumentos financieros que no tenga la consideración de mercado oficial deberá ser autorizada, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el Gobierno, o, en el caso de mercados de ámbito autonómico, por la Comunidad Autónoma correspondiente con competencias en la materia.

5. La participación de sociedades que administren mercados secundarios españoles en otras sociedades que gestionen mercados secundarios fuera de España, y la participación en mercados españoles de sociedades que gestionen mercados secundarios fuera de España requerirá la aprobación del Gobierno previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La aprobación podrá ir acompañada de medidas que incentiven o faciliten esta participación.

Reglamentariamente podrán establecerse condiciones y requisitos a las participaciones previstas en el párrafo anterior.

Artículo 32 (3)

1. La admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales requerirá la verificación previa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del cumplimiento de los requisitos y procedimiento que se establezcan reglamentariamente. En el caso de los valores negociables en las Bolsas de Valores, dicha verificación será única y válida para todas ellas. La admisión a negociación en cada uno de los mercados secundarios oficiales requerirá, además, el acuerdo del organismo rector del correspondiente mercado, a solicitud del emisor, quien podrá solicitarlo, bajo su responsabilidad, una vez emitidos los valores o constituidas las correspondientes anotaciones.

2. Reglamentariamente se determinarán los requisitos y el procedimiento para la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales de valores, así como la publicidad que haya de darse a los acuerdos de admisión. Los requisitos podrán establecerse de forma diferenciada para las distintas categorías de valores o mercados. Del mismo modo se determinarán los requisitos y procedi-

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

miento de permanencia de los valores en caso de escisión de sociedades.

3. No obstante lo dispuesto en el número 1 anterior, los valores emitidos por el Estado y por el Instituto de Crédito Oficial se consideran admitidos de oficio a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones o, en su caso, en los demás mercados secundarios oficiales conforme a lo que se determine en la emisión. Los valores emitidos por las Comunidades Autónomas se entenderán admitidos a negociación en virtud de la mera solicitud del emisor. En todos los supuestos anteriores se deberán, no obstante, ajustar a las especificaciones técnicas del mercado en cuestión, conforme a lo dispuesto en el número anterior.

4. Las competencias contempladas en los apartados anteriores corresponderán a las Comunidades Autónomas con competencias en la materia, respecto a los valores negociados exclusivamente en mercados de ámbito autonómico y previo cumplimiento de requisitos específicos exigidos en dichos mercados.

Artículo 33

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá suspender la negociación de un valor en todos los mercados secundarios oficiales en que esté admitido cuando concurren circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los mismos o aconsejen dicha medida en aras de la protección de los inversores. La suspensión podrá acordarse de oficio, a instancia emisor o del organismo rector del correspondiente mercado y su duración no excederá del plazo máximo que reglamentariamente se fije.

Artículo 34

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá proceder a la exclusión de la negociación de aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que reglamentariamente se establezcan, y de aquellos otros cuyo emisor no cumpla las obligaciones que le resultasen aplicables, en especial en materia de remisión y publicación de información. Dicha exclusión se acordará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por propia iniciativa o a propuesta de los organismos rectores de los correspondientes mercados secundarios oficiales. Tales acuerdos se adoptarán, en todo caso, previa audiencia del interesado; sin perjuicio de las medidas cautelares que puedan adoptarse. (1)

La exclusión de la negociación de un valor en un mercado secundario oficial podrá también ser solicitada por la

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

entidad emisora. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en caso de que considere que aquélla puede lesionar legítimos intereses de sus tenedores o titulares, podrá denegarla o condicionarla a que por el emisor se promueva una oferta pública de adquisición. Esta se extenderá a todos los valores afectados por la exclusión, de acuerdo con el procedimiento y al precio mínimo que reglamentariamente se establezca.

Artículo 35

Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial deberán someter anualmente a auditoría de cuentas sus estados financieros. Será de aplicación a dicha auditoría, lo previsto en los artículos 27 y 92 de esta Ley.

Dichas entidades deberán hacer público con carácter trimestral un avance de sus resultados y otras informaciones relevantes. En todo caso, con carácter semestral, harán públicos sus estados financieros complementarios, con un detalle similar al requerido para sus estados anuales. El contenido de las informaciones trimestrales y semestrales a las que se refiere este artículo será determinado por el Ministerio de Economía y Hacienda. Asimismo, el Ministro de Economía y Hacienda podrá adaptar la obligación anterior para ciertas categorías de valores o mercados. (2)

No estarán sujetos al cumplimiento de lo dispuesto en los dos párrafos anteriores de este artículo el Estado, las Comunidades Autónomas y los Organismos Internacionales de los que España sea miembro, así como las demás entidades de derecho público que determine el Gobierno, quien establecerá la información anual y trimestral que, en su lugar, dichos emisores deberán hacer pública.

Artículo 36 (3)

1. Tendrán la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial de valores las transmisiones por título de compraventa, u otros negocios onerosos característicos de cada mercado, cuando se realicen sobre valores negociables o instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo.

2. Las operaciones de mercado a que se refiere el número anterior podrán ser ordinarias y extraordinarias.

Tendrán la consideración de operaciones ordinarias las

(2) Párrafo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(3) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

realizadas con sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial de que se trate.

Se considerarán operaciones extraordinarias las no sujetas a todas o a alguna de las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial.

3. En cualquiera de los siguientes casos podrán realizarse operaciones extraordinarias:

a) Cuando el comprador y el vendedor residan habitualmente o estén establecidos fuera del territorio nacional.

b) Cuando la operación no se realice en España. Reglamentariamente se determinarán los requisitos que deben darse en una operación para entender que se realiza fuera de España.

c) Cuando tanto el comprador como el vendedor autoricen previamente a una empresa de servicios de inversión o a una entidad de crédito, expresamente y por escrito, que la correspondiente operación se realice sin sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado. Reglamentariamente se determinará el contenido y los requisitos de la referida autorización, para lo cual se tendrán en cuenta, entre otros aspectos, la naturaleza del inversor, la cuantía de la operación y las condiciones de precio que deberán ser, salvo mandato en contrario, las que garanticen que se obtenga el mejor precio en la operación.

4. La realización de operaciones extraordinarias deberá ser comunicada a los organismos rectores del correspondiente mercado, en la forma que reglamentariamente se determine. En el caso previsto en la letra c) del número 3 anterior, mientras no tenga lugar dicha comunicación, el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores o instrumentos financieros, ni ejercer los derechos que los mismos comprendan.

Deberán también notificarse a los organismos rectores del correspondiente mercado, en la forma que reglamentariamente se establezca, las transmisiones por título de compraventa de aquellos valores cuya negociación, en un mercado secundario oficial haya sido suspendida de conformidad con lo previsto en el artículo 33 de esta Ley. En tanto no tengan lugar dichas comunicaciones, el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores, ni ejercer los derechos que los mismos comprendan.

5. Las transmisiones a título oneroso diferentes a las previstas en el número 1 anterior y las transmisiones a título lucrativo de valores o instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial no tendrán la consideración de operaciones del mismo. No obstante, deberán notificarse a los organismos rectores del correspondiente mercado en la forma que reglamentariamente se determine. En tanto no tengan lugar dichas comunicaciones, el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores, ni ejercer los derechos que los mismos comprendan.

6. Por los organismos rectores de los correspondientes mercados, a quienes sean realizadas las comunicaciones o notificaciones a que se refieren los apartados anteriores, darán cuenta de ello a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la forma y casos que reglamentariamente se establezcan.

7. Sin perjuicio de otras modalidades de préstamo, el préstamo de valores negociados en un mercado secundario cuya finalidad sea la disposición de los mismos para su enajenación posterior, para ser objeto de préstamo o para servir como garantía en una operación financiera quedará sometido a las prescripciones siguientes:

a) Únicamente serán aptos para ser objeto del préstamo aquellos valores que por su frecuencia de negociación y liquidez o por su aptitud para servir de garantía en operaciones de política monetaria, sean designados por el organismo rector del mercado en cuestión.

También podrán ser objeto del préstamo a que se refiere este apartado los valores idénticos a los del emisor que sean objeto de oferta pública de venta o suscripción de valores y quede constancia de la operación en el folleto informativo.

b) Los valores entregados en préstamo deberán pertenecer al prestamista, y hallarse en poder de éste en virtud de operaciones ya liquidadas en la fecha de la perfección del contrato. A tal efecto, bien el prestamista, bien el prestatario, deberá ser una entidad adherida o miembro del organismo correspondiente de compensación y liquidación del mercado en donde se negocia el valor.

c) Los valores prestados y los que se entreguen al vencimiento de la operación deberán estar libres de toda carga o gravamen, careciendo de dicha condición aquellos valores cuyos derechos políticos o económicos estén sometidos a alguna clase de limitación, restricción o suspensión.

d) La operación de préstamo será registrada o anotada en la correspondiente cuenta de valores de la entidad encargada de la administración o depósito de los valores y comunicada tanto al organismo rector del mercado como al sistema de compensación y liquidación.

e) El prestamista, salvo pacto en contrario, percibirá los frutos derivados de los derechos económicos inherentes a dichos valores, incluidas las primas de asistencia a Juntas Generales de Accionistas que se devenguen durante el préstamo. De igual modo, le corresponderán los derechos de asignación gratuita y de suscripción preferente de nuevas acciones que nazcan durante la vida del préstamo.

f) El plazo de vencimiento del préstamo no podrá ser superior a un año.

g) El prestatario deberá asegurar la devolución del préstamo mediante la constitución de garantías que determine, en su caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A

dichas garantías les resultará de aplicación el régimen de prendas de valores previsto en la presente Ley. La regla de exigencia de garantías no resultará aplicable a los préstamos de valores resultantes de operaciones de política monetaria, ni a los que se hagan con ocasión de una oferta pública de venta de valores.

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán:

a) Fijar límites al volumen de operaciones de préstamo o a las condiciones de los mismos, atendiendo a circunstancias del mercado.

b) Establecer obligaciones específicas de información sobre las operaciones.

Artículo 37 (1)

1. Podrán ser miembros de los mercados secundarios oficiales de valores, con sujeción a los requisitos previstos en esta Ley o los que se fijen reglamentariamente para cada tipo de mercado, las siguientes entidades:

a) Las sociedades y agencias de valores.

b) Las entidades de crédito españolas.

c) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, siempre que, además de cumplir los requisitos previstos en el Título V para operar en España, en la autorización dada por las autoridades de su país de origen se les faculte para prestar los servicios de inversión contemplados en los apartados b) ó c) del número 1 del artículo 63.

d) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, siempre que, además de cumplir los requisitos previstos en el Título V de esta Ley para operar en España, en la autorización dada por las autoridades de su país de origen se les faculte para prestar los servicios de inversión contemplados en los apartados b) ó c) del número 1 del artículo 63. El Ministro de Economía y Hacienda podrá denegar o condicionar el acceso de estas entidades a los mercados españoles por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de las reglas de ordenación y disciplina de los mercados de valores españoles.

e) Aquellos otros que determinen las Comunidades Autónomas con competencias en la materia y respecto de los

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

mercados secundarios oficiales ubicados en su ámbito territorial, y se ajusten a lo dispuesto en el Título V.

Lo anterior se entiende sin perjuicio de las especialidades propias del mercado en materia de miembros, conforme a lo previsto en esta Ley y en su desarrollo reglamentario.

2. Las entidades mencionadas en la letra c) del número 1 podrán ser miembros de los mercados secundarios oficiales, siempre que cumplan los requisitos que se determinen para cada uno de ellos. En particular, cuando para operar en un mercado secundario oficial no se exija como requisito la presencia física, podrán ser miembros de dichos mercados sin necesidad de apertura de una sucursal.

3. La adquisición de la condición de miembro de un mercado secundario oficial requerirá un acto expreso de admisión por parte de los organismos rectores de cada mercado. Bastará, a tal efecto que se acredite previamente ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la capacidad, así como el compromiso de cumplir las reglas de organización y funcionamiento del mismo, incluidas las relativas a la compensación y liquidación de las operaciones en él efectuadas. Por lo que concierne al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, la adquisición de la condición de miembro se ajustará a lo previsto en los artículos 55 a 58 de esta Ley.

La acreditación a que se refiere el párrafo anterior corresponderá a las Comunidades Autónomas con competencia en la materia, respecto de los mercados secundarios oficiales de ámbito autonómico.

4. Sin perjuicio del deber genérico de información previsto en el artículo 70, los miembros de los mercados secundarios oficiales deberán informar a sus organismos rectores de las operaciones en que intervengan. Reglamentariamente se determinarán, atendiendo a las peculiaridades de los mercados y valores en ellos negociados, así como la especificidad de sus miembros, la forma y el plazo en que se comunicarán la identidad y el número de valores transmitidos, el momento y el precio de la operación, la identidad de las empresas de servicios de inversión o entidades de crédito intervinientes, y los demás datos que se estimen precisos para la adecuada identificación de la operación.

Los miembros de los mercados secundarios oficiales de ámbito autonómico también informarán a las Comunidades Autónomas respectivas, con competencias en la materia, de las operaciones que realicen en tales mercados, en los supuestos en que por aquéllas se determinen.

Artículo 38

Las operaciones que se hicieran en los mercados secundarios oficiales de valores se cumplirán en las condiciones y en el modo y forma que hubiesen convenido los contratantes, pudiendo ser al contado o a plazo en sus diversas modalidades.

No obstante, el Gobierno o, con su habilitación, el Ministro de Economía y Hacienda, con el fin de proteger el interés de los inversores de fomentar el buen funcionamiento y transparencia de los mercados o de asegurar el respeto a las normas de la presente Ley, podrá, en relación con cualesquiera de las operaciones a que se refiere el artículo 36 (1):

a) Prohibir determinado tipo de operación o imponer limitaciones o condiciones a su realización

b) Tipificar las operaciones que puedan ser concertadas en los mercados secundarios oficiales.

c) Determinar las normas a las que habrá de ajustarse la negociación de los valores y, en particular, el proceso de formación de precios, especialmente con relación a aquellas operaciones cuyo precio, por cualquier circunstancia, pueda desviarse significativamente de los cambios medios del mercado.

d) Regular el contenido de los diversos tipos de órdenes de compra o de venta, así como los plazos y el modo en que las mismas habrán de ser cumplimentadas hasta la definitiva liquidación al comitente.

e) Establecer las normas a que habrán de ajustarse los procesos de compensación y liquidación relacionados con la negociación de valores y la actuación de las entidades financieras que intervengan en aquéllos.

f) Fijar las normas que regularán las relaciones entre los sistemas de compensación y liquidación de valores que se creen al amparo de lo previsto en la presente Ley y los sistemas análogos, de carácter público o privado, que existan en el extranjero.

Artículo 39

Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar, por cuenta de sus clientes, las órdenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el correspondiente mercado. No obstante, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación, tratándose de operaciones al contado, a que se acredite por el ordenante la titularidad de los valores o a que el mismo haga entrega de los fondos destinados a pagar su importe. En las operaciones a plazo podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación a la aportación por el ordenante de las garantías o coberturas que estime convenientes que, como mínimo, habrán de ser las que, en su caso, se establezcan reglamentariamente.

(1) Párrafo redactado conforme a la Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990.

Artículo 40

Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial no podrá operar por cuenta propia con quien no tenga esa condición sin que quede constancia expresa, por escrito, de que este último ha conocido tal circunstancia antes de concluir la correspondiente operación.

Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial deberá manifestar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores aquellas vinculaciones económicas y relaciones contractuales con terceros que, en su actuación por cuenta propia o ajena, pudieran suscitar conflictos de interés con otros clientes. Con sujeción a los criterios generales que se establezcan reglamentariamente, la Comisión Nacional del Mercado de Valores determinará los casos y la forma en que tales vinculaciones o relaciones deberán hacerse públicas.

Artículo 41

En las operaciones que realicen por cuenta ajena, los miembros de los mercados secundarios oficiales de valores responderán ante sus comitentes de la entrega de los valores y del pago de su precio.

Artículo 42

Las retribuciones que perciban los miembros de un mercado secundario oficial por su participación en la negociación de valores estarán libres. No obstante, el Gobierno podrá establecer retribuciones máximas para las operaciones cuya cuantía no exceda de una determinada cantidad y para aquellas que se hagan en ejecución de resoluciones judiciales. La publicación y comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en el caso del Mercado de Deuda Pública en anotaciones, al Banco de España, de las correspondientes tarifas de retribuciones máximas será requisito previo para su aplicación.

Artículo 43 (2)

A fin de procurar la transparencia del mercado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Banco de España o los organismos rectores de los mercados determinarán, dentro de los límites que reglamentariamente se establezcan, la información de carácter público que será obligatorio difundir de las operaciones de mercado. En particular, se establecerá el contenido de la información relativa a dichas operaciones referida principalmente a los precios y volúmenes negociados; a la forma de publicidad y plazo exacto en que deba proporcionarse dicha información; así como de

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

los medios por los que se pondrá a disposición del público. Al regularse dicha obligación de información se atenderá al tipo de operación, a la naturaleza, dimensión y necesidades del mercado en cuestión, así como a las de los inversores que en él operan.

El Gobierno determinará en qué casos y en qué condiciones deberán hacerse públicas las transmisiones contempladas en el apartado 5 del artículo 36.

Sin perjuicio de la información de carácter público contemplada en los párrafos anteriores, las Comunidades Autónomas con competencias en la materia y respecto a operaciones realizadas en su ámbito territorial podrán establecer cualquier otro deber de información.»

Artículo 44

El Gobierno, con el fin de proteger el interés de los inversores y el buen funcionamiento de los mercados, podrá:

a) Establecer que las relaciones entre miembros de un mercado secundario oficial con terceros referentes a la negociación de valores se formalicen en contratos por escrito, suscritos por las partes y con entrega de un ejemplar a cada una de ellas.

b) Dictar las normas precisas para asegurar que los contratos a que se refiere la letra anterior reflejen, de forma explícita y con necesaria claridad, los compromisos contraídos por las partes y los derechos de las mismas ante las eventualidades propias de cada operación. A tal efecto podrá determinar las cuestiones o eventualidades que los contratos referentes a operaciones típicas habrán de tratar o prever de forma expresa, exigir la utilización de modelos para ellos e imponer alguna modalidad de control administrativo sobre dichos modelos.

c) Regular los documentos acreditativos de la ejecución de las operaciones en los mercados secundarios oficiales que hayan de ser entregados a terceros por los miembros de aquéllos.

d) Determinar la forma y contenido de los documentos que, en las relaciones entre miembros de un mercado secundario oficial y entre éstos y los organismos rectores o los servicios de compensación y liquidación del correspondiente mercado, acreditarán las diversas fases de la negociación de valores.

El Gobierno podrá habilitar al Ministro de Economía y Hacienda a desarrollar las normas que establezca en aplicación del presente artículo. Con referencia a lo previsto en la letra d) anterior, dicha habilitación podrá extenderse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en el caso del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, al Banco de España.

Las previsiones contenidas en los párrafos anteriores,

resultarán también de aplicación a los mercados secundarios no oficiales. (1)

CAPÍTULO II

De las Bolsas de Valores

Artículo 45 (2)

La creación de Bolsas de Valores corresponderá al Gobierno, salvo en el caso de que se trate de Bolsas de Valores ubicadas en el territorio de Comunidades Autónomas cuyos Estatutos de Autonomía les reconozcan competencia al efecto. En este caso, la creación de Bolsas de Valores corresponderá a dichas Comunidades Autónomas.

Artículo 46 (3)

Las Bolsas de Valores tendrán por objeto la negociación de aquellas categorías de valores negociables y otros instrumentos financieros, de los previstos en el artículo 63, apartado 4, que por sus características sean aptas para ello y que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

No podrán ser negociados en ningún mercado secundario oficial distinto de las Bolsas de Valores.

e) Las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción. La admisión a negociación de dichos valores deberá referirse, con las excepciones o limitaciones que el Gobierno establezca, a la totalidad de los emitidos.

b) Aquellos otros valores para los que así lo determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Podrán negociarse en las Bolsas de Valores, en los términos que reglamentariamente se fijen, valores admitidos a negociación en otro mercado secundario oficial. También, en los términos que reglamentariamente se fijen, podrán negociarse en otros mercados secundarios oficiales los valores de renta fija que, distintos de los señalados en la letra a) precedente, se negocien en una Bolsa de Valores.

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

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(3) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

En ambos casos se deberá prever, en su caso, la necesaria coordinación entre los servicios de liquidación respectivos.

Artículo 47 (1)

Podrán adquirir la condición de miembros de los Bolsas de Valores las entidades que cumplan lo previsto en el artículo 37 y, además, participen en el capital de las sociedades a las que se refiere el artículo siguiente.

Artículo 48 (2)

1. Las Bolsas de Valores estarán regidas y administradas por una sociedad anónima, que será responsable de su organización y funcionamiento internos, y será titular de los medios necesarios para ello, siendo éste su objeto social principal. Dichas sociedades podrán desarrollar igualmente otras actividades complementarias relacionadas con las Bolsas de Valores. Las acciones de dichas sociedades serán nominativas. Tales sociedades tendrán como únicos accionistas a todos los miembros de las correspondientes Bolsas y deberán contar necesariamente con un Consejo de Administración compuesto por no menos de cinco personas y con, al menos, un Director general. Dichas sociedades no tendrán la condición legal de miembros de las correspondientes Bolsas de Valores y no podrán realizar ninguna actividad de intermediación financiera, ni las actividades relacionadas en el artículo 63.

Los citadas sociedades ejercerán las funciones que les atribuye la presente Ley y las demás que determinen el Gobierno, el Ministro de Economía y Hacienda o la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de las que puedan otorgarles las Comunidades Autónomas que tengan atribuidas en sus Estatutos de Autonomía competencias en la materia. Las Bolsas de Valores podrán exigir retribución por los servicios que presten.

El capital de las sociedades a que se refiere este artículo se distribuirá entre los miembros de las Bolsas de Valores, clasificándose a estos efectos en dos grupos, según puedan operar o no por cuenta propia. Dentro de cada grupo, a sus integrantes les corresponderá el mismo número de acciones. Con el fin de hacer efectivo el derecho a la incorporación de quienes hayan manifestado la intención de adquirir la condición de miembros o el cese de quienes ostenten esa condición, se procederá a adaptar las participaciones en el capital de cada uno de los miembros

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

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

de la Bolsa de Valores, en la forma que reglamentariamente se establezca.

Con objeto de posibilitar las citadas adaptaciones, se procederá por las sociedades contempladas en este artículo a ampliar o reducir capital en la medida necesaria, salvo que se opte por hacerlas efectivas mediante la compra o venta por la sociedad de sus propias acciones. Para las enajenaciones, ampliaciones o reducciones de capital a que se refiere este párrafo bastará con el acuerdo del Consejo de Administración, no siendo de aplicación a las mismas lo dispuesto en los artículos 75 a 79, 158, 164 a 166 de la Ley de Sociedades Anónimas. En los casos de reducción de capital y de compra de acciones pertenecientes a miembros, los accionistas a los que sean restituidas sus aportaciones o condonados sus dividendos pasivos responderán, hasta el importe de los mismos y durante los tres años siguientes, de las deudas contraídas por la sociedad con anterioridad a la reducción o compra.

El precio de las acciones, en todos los casos contemplados en los dos párrafos anteriores, se determinará y revisará periódicamente en la forma que reglamentariamente se establezca. Dicha regulación deberá tener en cuenta las especiales reglas contables que sean de aplicación a las sociedades rectoras y respetar, en todo caso, los principios de libre acceso a las Bolsas de Valores y de no discriminación entre sus miembros.

Las restantes ampliaciones o reducciones de capital estarán sujetas al régimen general de la Ley de Sociedades Anónimas, con la salvedad de que las acciones que se emitan sólo podrán ser suscritas por los accionistas.

Los estatutos de dichas sociedades y sus modificaciones requerirán la previa aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o, en su caso, por la correspondiente Comunidad Autónoma con competencia en la materia, respecto de las Bolsas de Valores de ámbito autonómico. El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director general exigirá la previa aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, por la Comunidad Autónoma.

2. Las Comunidades Autónomas con competencias en la materia y respecto a las Bolsas de Valores de ámbito autonómico, podrán establecer para aquéllas la organización que estimen oportuna.

Artículo 49

Las Bolsas de Valores establecerán un Sistema de Interconexión Bursátil de ámbito estatal, integrado a través de una red informática, en el que se negociarán aquellos valores que acuerde la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de entre los que estén previamente admitidos a negociación en, al menos, dos Bolsas de Valores, a solicitud de la entidad emisora y previo informe favorable de la Sociedad de Bolsas a que se refiere el artículo siguiente, conforme a lo que se establezca reglamentariamente.

Artículo 50

La gestión del Sistema de Interconexión Bursátil corresponderá a la Sociedad de Bolsas, que se constituirá por las sociedades gestoras de las Bolsas de Valores existentes en cada momento. El capital de la citada Sociedad se distribuirá por partes iguales entre dichas sociedades gestoras, y su Consejo de Administración estará formado por un representante de cada Bolsa y uno más, que actuará como Presidente, elegido por mayoría entre ellas. Dicha sociedad será titular de los medios necesarios para el funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil y responsable de éste, con la consideración de órgano rector del mismo, siendo éste su objeto social exclusivo.

Los estatutos de la Sociedad de Bolsas, sus modificaciones y la designación de los miembros de su Consejo de Administración requerirán la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de las Comunidades Autónomas con competencias en la materia.

Artículo 51

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá disponer que la integración de una emisión de valores en el Sistema de Interconexión Bursátil implique su negociación exclusiva a través del mismo y podrá exigir, como requisito previo, su incorporación al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Artículo 52

Cada una de las operaciones bursátiles deberá quedar asignada a una única Bolsa de Valores o, en su caso, al Sistema de Interconexión Bursátil. Reglamentariamente se determinarán los criterios a seguir para dicha asignación en el caso de las operaciones en que concurren miembros de distintas Bolsas.

Artículo 53

Quien, por sí o por persona interpuesta, adquiera o transmita acciones de una sociedad admitidas a negociación en alguna Bolsa de Valores y, como resultado de dichas operaciones, el porcentaje de capital suscrito que quede en su poder alcance o exceda los porcentajes del total capital suscrito que se establezcan, deberá informar, en las condiciones que se señalen, a la sociedad afectada, a las Bolsas en que sus acciones se negocien y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores del porcentaje del capital suscrito que quede en su poder tras aquellas operaciones. Dichas entidades estarán obligadas a hacer pública dicha información en la forma que se establezca y con las salvedades previstas en el artículo 91. A fin de determinar la aplicación de dicha obligación, se considerará que pertenecen al adquirente o transmitente de las acciones todas aquellas que estén en poder del grupo, según la definición del

mismo contenida en el artículo 4 de esta Ley, al que éste pertenezca o por cuenta del cual actúe.

Cuando quien se encuentre en el caso previsto en el párrafo anterior forme parte del Consejo de Administración de la correspondiente sociedad, las obligaciones allí mencionadas se aplicarán a todas las operaciones, con independencia de su cuantía.

La admisión a negociación en una Bolsa de Valores de las acciones de una sociedad o el nombramiento de nuevos miembros del Consejo de Administración obligará a quienes se encuentren en los casos previstos en los dos párrafos anteriores a informar sobre el porcentaje efectivo de su participación en el capital suscrito, en la forma y con los efectos previstos en dicho párrafo.

Artículo 54

Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, tendrá por funciones:

a) Llevar, en los términos previstos en el capítulo II del título I de la presente Ley, el registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y representados por medio de anotaciones en cuenta.

b) Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las Bolsas de Valores. (1)

c) Las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2)

Lo dispuesto en el párrafo anterior se entiende sin perjuicio de que, respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia dispongan la creación por la sociedad rectora de aquella de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación, el cual tendrá las facultades que esta Ley atribuye al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. No serán aplicables, a este único efecto, las restricciones de objeto social y de actividad contenidas en el párrafo primero del artículo 46 y en el párrafo primero del artículo 48. Siendo de aplicación a estos servicios lo dispuesto en los artículos 7 y 54, salvo las referencias a órganos o entidades estatales

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

(2) Letra c) incorporada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

que se entenderán referidas a los correspondientes órganos autonómicos. (1)

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores actuará bajo principios de rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados. No podrá realizar ninguna actividad de intermediación financiera, ni las actividades citadas en el artículo 63, salvo la citada en la letra a) de su número 2, y se abstendrá de asumir riesgos con los participantes en los servicios de compensación y liquidación, todo ello con las excepciones, estrictamente limitadas a lo que resulte indispensable para el desarrollo de sus funciones, que establezca el Gobierno. (1)

El Gobierno establecerá los criterios para determinar las entidades financieras directamente implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores que deban participar en el capital del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y para distribuir el capital de éste entre aquéllas. Entre dichas entidades podrán figurar las instituciones no residentes que desarrollen en el extranjero actividades análogas a las del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, el cual, a su vez, podrá también participar en el capital de aquéllas. Será de aplicación a la incorporación o cese de los accionistas y a la adaptación de sus participaciones a las variaciones que se produzcan, el procedimiento previsto en los párrafos tercero, cuarto, quinto y sexto del artículo 48, con las adaptaciones reglamentarias precisas. (1)

Los estatutos sociales y sus modificaciones, así como la suscripción y transmisión de las acciones requerirán la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El Gobierno queda facultado para regular, en todo lo no previsto en esta Ley, el régimen de funcionamiento de dicha sociedad, así como los servicios prestados por la misma. En particular, establecerá el régimen jurídico de las entidades adheridas que actúen como depositarias de los títulos o que lleven las cuentas individualizadas correspondientes a los valores de quienes no ostenten aquella condición. Si una entidad adherida dejara de atender, en todo o en parte, la obligación de pago en efectivo derivada de la liquidación, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores podrá disponer de los valores no pagados, adoptando las medidas necesarias para enajenarlos a través de un miembro del mercado. (1)

Las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores constituirán una fianza colectiva con el objeto de garantizar entre ellas, no frente a los clientes, el cumplimiento de las operaciones pendientes de liquidación. Reglamentariamente se regularán la aportación inicial y las

periódicas que deban efectuar las entidades mencionadas a la fianza colectiva, los bienes y valores en que hayan de materializarse los fondos aportados, los casos y condiciones en que la misma responderá, la obligación de las entidades responsables de reponer las cantidades satisfechas con cargo a dicha fianza, la devolución de las aportaciones efectuadas y, en general, su régimen de funcionamiento. (1)

En caso de declaración judicial de quiebra o admisión a trámite de la solicitud de suspensión de pagos de una entidad adherida, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores gozará de derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en que se materialicen las garantías constituidas a favor del Servicio por sus entidades adheridas. Sin perjuicio de lo anterior, el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa patrimonial concursal de la entidad en cuestión. Las mencionadas garantías sólo serán impugnables al amparo de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra en la que se demuestre la existencia de fraude en la constitución de la garantía. (2)

Declarada judicialmente la quiebra o admitida a trámite la solicitud de suspensión de pagos de una entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traslado de sus registros contables de valores a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad. De igual forma los titulares de tales valores podrán solicitar el traslado de los mismos a otra entidad. Si ninguna entidad estuviese en condiciones de hacerse cargo de los registros señalados, esta actividad será asumida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de modo provisional, hasta que los titulares soliciten el traslado del registro de sus valores. A estos efectos, tanto el juez competente como los órganos del procedimiento concursal facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso. La existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar a los titulares de los valores el efectivo procedente del ejercicio de sus derechos económicos o de su venta. (2)

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

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

Del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones*Artículo 55 (1)*

1. El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones tendrá por objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, por el Instituto de Crédito Oficial y, a solicitud de ellos, por el Banco Central Europeo, por los Bancos Centrales Nacionales de la Unión Europea o por las Comunidades Autónomas, así como, siempre que lo autorice el Ministro de Economía y Hacienda, a solicitud del emisor, por bancos multilaterales de desarrollo de los que España sea miembro, por el Banco Europeo de Inversiones o por otras entidades públicas, en los supuestos que reglamentariamente se señalen. En todo caso, los valores deberán ajustarse a las especificaciones técnicas que se establezcan a tal efecto en el Reglamento del Mercado.

Los valores admitidos a negociación en este mercado podrán negociarse, en los términos que reglamentariamente se fijen, en otros mercados secundarios oficiales. Dicha negociación quedará subordinada a las normas reguladoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

2. El Banco de España tendrá la consideración de Organismo Rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

3. La Central de Anotaciones, que carecerá de personalidad jurídica propia, es un servicio público del Estado que gestionará, por cuenta del Tesoro, el Banco de España y tendrá a su cargo la llevanza del Registro Central de los valores negociados en este mercado y organizará la compensación y liquidación de las operaciones que en él se realicen.

4. El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones se regirá por la presente Ley y su normativa de desarrollo, así como por un Reglamento cuya aprobación corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dicho Reglamento regulará, de acuerdo con la presente Ley y su desarrollo reglamentario, en todo caso, las normas relativas a cotización, contratación, obligaciones de información al Banco de España y publicidad de las operaciones, incluyendo los derechos y obligaciones de los miembros del mercado. Asimismo, regulará el registro, compensación y liquidación de las operaciones, pudiendo incluir procedimientos para asegurar la entrega de

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

valores y su pago, así como la exigencia de garantías a dichos fines. De igual manera, regulará los derechos y obligaciones de los titulares de cuenta a nombre propio y de las entidades gestoras. El Reglamento podrá ser desarrollado, cuando así se prevea expresamente, mediante circulares del Banco de España.

5. Funcionará una Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones integrada, conforme a lo que se especifique reglamentariamente, por representantes del Banco de España, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y de las Comunidades Autónomas con Deuda Pública admitida a negociación en el mercado, así como, en su caso, de las entidades que participen en el mismo, sean o no miembros del mercado. La presidencia de la Comisión corresponderá a un representante del Banco de España.

La Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones informará los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado, salvo en los supuestos especiales que puedan establecerse reglamentariamente. Dicha Comisión podrá proponer a los organismos que en cada caso sean competentes la aprobación de medidas o disposiciones que contribuyan a un mejor funcionamiento del mercado.

6. Las Comunidades Autónomas con competencias en la materia podrán crear, regular y organizar un mercado autonómico de Deuda Pública en Anotaciones que tenga por objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija emitidos por aquéllas y otras entidades de derecho público dentro de su ámbito territorial.

Artículo 56 (2)

1. Podrán acceder a la condición de miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, además del Banco de España, las entidades que cumplan los requisitos del artículo 37 de la presente Ley, así como aquellas otras entidades que se determinen reglamentariamente.

2. Los miembros del Mercado podrán operar por cuenta propia o por cuenta ajena, con representación o sin ella, conforme a su estatuto jurídico de actividades.

3. La autorización de la condición de miembro del Mercado de Deuda Pública, así como su revocación, corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La condición de miembro, cualquiera que sea su naturaleza, podrá ser revocada por las causas enumeradas en el artículo 73.

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, Mercado de Valores.

Artículo 57 (1)

1. El registro de los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones corresponderá a la Central de Anotaciones y a las entidades gestoras.

2. La Central de Anotaciones llevará las cuentas de valores correspondientes a la totalidad de los valores admitidos a negociación en dicho mercado, bien de forma individualizada, en el caso de las cuentas a nombre propio de titulares de cuenta, bien de forma global, en el caso de las cuentas de clientes de las entidades gestoras. También podrán mantener cuenta de valores en la Central de Anotaciones el Banco Central Europeo, los Bancos Centrales Nacionales de la Unión Europea, así como los depositarios centrales de valores con sede en la misma. De igual modo, la Central de Anotaciones podrá mantener cuentas de valores a su nombre en los citados depositarios centrales de valores.

3. Podrán ser titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, además del Banco de España, los organismos compensadores y liquidadores de los mercados secundarios oficiales y los centros de compensación interbancaria al objeto de gestionar el sistema de garantías, así como quienes cumplan los requisitos que al efecto se establezcan en el Reglamento del Mercado. La autorización de la condición de titular de cuenta a nombre propio, así como la revocación de la misma, corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Artículo 58 (2)

1. Podrán ser entidades gestoras, además del Banco de España, los miembros del Mercado que cumplan los requisitos que se establezcan reglamentariamente.

2. La autorización para obtener la condición de entidad gestora, así como su revocación, corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La condición de entidad gestora podrá ser revocada por las causas enumeradas en el artículo 73.

3. Las entidades gestoras llevarán el registro de los valores de quienes no sean titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones y mantendrán en ésta una cuenta global que constituirá en todo momento la contrapartida exacta de aquéllos.

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

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

4. Cuando dichas entidades gestoras ostenten la condición adicional de titular de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, estas últimas cuentas se llevarán en dicha Central con total separación de las cuentas globales mencionadas en el párrafo anterior.

5. En los términos que se fijen reglamentariamente, el Banco de España podrá acordar cautelarmente la suspensión o limitación de actividades de los miembros del Mercado y de las entidades gestoras cuando por su actuación generen un peligro o causen un grave trastorno para el Mercado, para los procedimientos de compensación y liquidación o, en los casos de entidades gestoras, a la seguridad jurídica de los valores anotados. Estas medidas serán comunicadas por el Banco de España a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Ministerio de Economía y Hacienda, para que el Ministro, en su caso, proceda a su ratificación.

6. Las facultades que el apartado octavo del artículo 54 otorga al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores corresponderán igualmente al Banco de España respecto de los bienes y derechos en que se materialicen las garantías que, según el Reglamento del Mercado, deban constituirse.

7. Declarada judicialmente la quiebra o admitida a trámite la solicitud de suspensión de pagos de una entidad gestora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Banco de España podrá disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traspaso de los valores anotados a cuentas de terceros de otras entidades gestoras. De igual forma, los titulares de los valores podrán solicitar el traslado de los mismos a otra entidad gestora. A estos efectos, tanto el juez competente como los órganos del procedimiento concursal facilitarán el acceso de la entidad gestora destinataria a la documentación y registros contables o informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso, asegurándose de este modo el ejercicio de los derechos de los titulares de los valores. La existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar a los titulares de los valores el efectivo procedente del ejercicio de los derechos económicos o de su venta.

8. Suprimido.

**De los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros
y Opciones representados por anotaciones
en cuenta**

Artículo 59 (2)

1. Podrán crearse Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones, de ámbito estatal, cuya forma de representación sea la de anotaciones en cuenta. Corresponderá al Gobierno, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, autorizar dicha creación.

La autorización corresponderá a la Comunidad Autónoma con competencias en la materia en el caso de mercados de ámbito autonómico.

2. En estos Mercados podrán negociarse contratos de futuros y opciones, cualquiera que sea el activo subyacente. También podrán negociarse, compensarse y liquidarse, ya sea llevando a cabo todas estas actuaciones, o solamente alguna de ellas, otros instrumentos financieros derivados, en las condiciones que reglamentariamente se determinen. La sociedad rectora del mercado dará por sí misma o asegurará por medio de otra entidad, previa aprobación, en este caso, por el Ministro de Economía y Hacienda, la contrapartida en todos los contratos que se negocien.

3. Podrán ser miembros de estos Mercados las entidades que cumplan los requisitos del artículo 37 de la Ley. En el caso de mercados donde se negocien instrumentos financieros derivados con subyacente no financiero, reglamentariamente se podrá determinar la adquisición de dicha condición por otras entidades distintas de las antes señaladas, siempre que reúnan los requisitos de especialidad, profesionalidad y solvencia.

4. En los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones existirá una sociedad rectora, con forma de sociedad anónima, cuyas funciones básicas serán las de organización y supervisión, registro de los contratos y, en su caso, gestión de la compensación y liquidación. Estas sociedades no podrán realizar ninguna actividad de intermediación financiera, ni las actividades relacionadas en el artículo 63. No obstante, y al objeto de gestionar el sistema de garantías, podrán ser titulares de cuentas en la Central de Anotaciones.

5. Los estatutos sociales de la sociedad rectora, así como

(1) Nueva denominación dada a este capítulo por Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

su modificación, requerirán la previa aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

6. La sociedad rectora dispondrá de un consejo de administración con, al menos, cinco miembros, y, como mínimo, de un Director general. Su nombramiento exigirá la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

7. Estos Mercados, además de regirse por las normas previstas en la presente Ley y normativa de desarrollo, se regirán por un Reglamento específico, que tendrá el carácter de norma de ordenación y disciplina del Mercado de Valores, cuya aprobación se ajustará al procedimiento previsto para la creación del mercado y cuyo contenido íntegro se publicará en el «Boletín Oficial del Estado». En el mismo se especificarán las clases de miembros, relaciones jurídicas con los clientes, normas de supervisión, régimen de garantías, operativa de liquidación, contratos, así como cualesquiera otros aspectos que se precisen reglamentariamente. El procedimiento de modificación del Reglamento específico de cada Mercado será objeto de desarrollo reglamentario.

8. Las garantías, cualquiera que sea la forma en la que estén establecidas, que se constituyan en relación a las operaciones llevadas a cabo en los Mercados de Futuros y Opciones no responderán por obligaciones distintas de las derivadas de las referidas operaciones, ni frente a personas o entidades diferentes de aquellas en cuyo favor se constituyeron.

9. Las sociedades rectoras de los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones gozarán de derecho absoluto de separación respecto a los valores y al efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que los miembros y clientes hubieran constituido o aceptado a favor de aquéllas en razón de las operaciones realizadas en los mercados citados, en caso de que tales miembros o clientes se vieran sometidos a un procedimiento concursal. Sin perjuicio de lo anterior, el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa patrimonial concursal del cliente o miembro en cuestión.

En caso de quiebra de un miembro o de un cliente de los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones, la constitución o aceptación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado sólo será impugnable al amparo de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre la existencia de fraude en la constitución o afectación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado.

CAPÍTULO V

De las ofertas públicas de adquisición y venta de valores

Artículo 60

Quien pretenda adquirir, en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de Valores u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad, no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos sus titulares.

Reglamentariamente se fijarán: La participación que tendrá la consideración de significativa; las reglas y plazos de cómputo de la misma, tomando en consideración las participaciones directas e indirectas; los términos en que la oferta será irrevocable o en que podrá someterse a condición y las garantías exigibles según que la contraprestación ofrecida sea en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aún no haya sido acordada por la sociedad o entidad oferente, la modalidad de control administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en general, el procedimiento de las ofertas públicas de adquisición; las limitaciones a la actividad del órgano de administración de la sociedad cuyas acciones sean objeto de la oferta; el régimen de las posibles ofertas competidoras; las reglas de prorrateo, en su caso; las operaciones exceptuadas de este régimen por consideraciones de interés público y los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria.

Quien adquiera el volumen de acciones y alcance la participación significativa a que se refiere el párrafo primero sin la preceptiva oferta pública de adquisición no podrá ejercer los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas, sin perjuicio de las sanciones previstas en el título VIII de la presente Ley. Los acuerdos adoptados con su participación serán nulos. La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para el ejercicio de las acciones de impugnación correspondientes.

Quien adquiera un volumen de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de Valores que represente más del 50 por 100 del total de los votos de la sociedad emisora no podrá modificar los estatutos de ésta, salvo en los extremos que reglamentariamente se señalen, sin promover una oferta pública de adquisición dirigida al resto de las acciones con voto admitidas a negociación. Reglamentariamente se regulará, en relación con la operación a que se refiere este párrafo, además de los extremos contemplados en el párrafo segundo, el precio mínimo al que deba efectuarse esta oferta pública de adquisición.

Las ofertas públicas de adquisición de acciones u otros

valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición formuladas de modo voluntario deberán dirigirse a todos sus titulares y estarán sujetas a las mismas reglas y procedimiento que las demás contempladas en este artículo.

Artículo 61

Tendrá la consideración de oferta pública de venta de valores el ofrecimiento al público, por cuenta propia o de terceros de valores negociables que ya estén en circulación. Será de aplicación a las ofertas públicas de venta de valores todo lo previsto en el Título III de Ley y en sus disposiciones de desarrollo, respecto de las emisiones de valores. (1)

Lo previsto en el párrafo anterior será aplicable a la oferta al público por cuenta del emisor o de un tercero no residente, de valores emitidos en el extranjero. Se faculta al Gobierno a introducir, en el desarrollo de este principio, las excepciones que deriven de las normas aprobadas por la Comunidad Económica Europea y de los tratados internacionales suscritos por España.

TÍTULO V (2)

Empresas de servicios de inversión

CAPÍTULO I

Disposiciones generales

Artículo 62

1. Las empresas de servicios de inversión son aquellas entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros.

2. Las empresas de servicios de inversión, conforme a su régimen jurídico específico, realizarán los servicios de inversión y las actividades complementarias previstas en el artículo siguiente, pudiendo ser miembros de los mercados secundarios oficiales si así lo solicitan.

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

(2) Título redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Artículo 63

1. Se considerarán servicios de inversión los siguientes:

- a) La recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros.
- b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros.
- c) La negociación por cuenta propia.
- d) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores.
- e) La mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas.
- f) El aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta.

2. Se consideran actividades complementarias las siguientes:

- a) El depósito y administración de los instrumentos previstos en el número 4 de este artículo, comprendiendo la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta.
- b) El alquiler de cajas de seguridad.
- c) La concesión de créditos o préstamos a inversores, para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos previstos en el número 4 de este artículo, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo.
- d) El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.
- e) Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento.
- f) El asesoramiento sobre inversión en uno o varios instrumentos de los previstos en el número 4 de este artículo.
- g) La actuación como entidades registradas para realizar transacciones en divisas vinculadas a los servicios de inversión.

3. Las empresas de servicios de inversión, en los términos que reglamentariamente se establezcan, y siempre que se resuelvan en forma adecuada los posibles conflictos de interés entre ellas y sus clientes, o entre los intereses de distintos tipos de clientes, podrán realizar otras actividades previstas en los números anteriores, referidas a instrumentos no contemplados en el número siguiente.

4. Los servicios de inversión y, en su caso, las actividades complementarias se prestarán sobre los siguientes instrumentos:

- a) Los valores negociables, en sus diferentes modalidades, incluidas las participaciones en fondos de inversión y los instrumentos del mercado monetario que tengan tal condición.
- b) Los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 2 de la presente Ley.
- c) Los instrumentos del mercado monetario que no tengan la condición de valores negociables.

5. El Gobierno podrá modificar el contenido de la relación de los servicios de inversión, actividades complementarias e instrumentos que figuran en este artículo, para adaptarla a las modificaciones que se establezcan en la normativa de la Unión Europea. El Gobierno también podrá regular la forma de prestar los servicios actividades complementarias citados en este artículo.

Artículo 64

1. Son empresas de servicios de inversión las siguientes:

- a) Las sociedades de valores.
- b) Las agencias de valores.
- c) Las sociedades gestoras de carteras.

2. Las sociedades de valores son aquellas empresas de servicios de inversión que pueden operar profesionalmente, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia, y realizar todos los servicios de inversión y actividades complementarias previstas en el artículo 63.

3. Las agencias de valores son aquellas empresas de servicios de inversión que profesionalmente sólo pueden operar por cuenta ajena, con representación o sin ella. Podrán realizar los servicios de inversión y las actividades complementarias previstas en el artículo 63, con excepción de los previstos en el número 1, apartados c) y f), y en el número 2, apartado c).

4. Las sociedades gestoras de carteras son aquellas empresas de servicios de inversión que exclusivamente pueden prestar el servicio de inversión previsto en el apartado d) del número 1 del artículo 63. También podrán realizar las actividades complementarias previstas en los apartados d) y f) número 2 del citado artículo.

5. Las denominaciones de «Sociedad de Valores», «Agencia de Valores» y «Sociedad Gestora de Carteras», así como sus abreviaturas «S.V.», «A.V.» y «S.G.C.», respectivamente, quedan reservadas a las entidades inscritas en los correspondientes registros de la Comisión Nacional del

Mercado de Valores, las cuales están obligadas a incluirlas en su denominación. Ninguna otra persona o entidad podrá utilizar las mismas o cualquier otra que induzca a confusión.

6. Ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos, desarrollar habitualmente las actividades previstas en el apartado 1 y en las letras a) y c) del apartado 2 del artículo 63, en relación con los instrumentos previstos en el apartado 4 de dicho precepto, comprendiendo, a tal efecto, a las operaciones sobre divisas.

7. Las personas o entidades que incumplan lo previsto en los dos números anteriores serán sancionadas según lo previsto en el Título VIII de esta Ley. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá adoptar todas las medidas que estime oportunas para que cesen las conductas infractoras, pudiendo, en especial:

a) Efectuar requerimientos reiterados, con imposición de multas coercitivas de hasta dos millones de pesetas al infractor y, en su caso, también a los administradores de la entidad.

b) Acordar la incautación de los libros, archivos, registros contables y, en general, de todos los documentos, cualquiera que fuera su soporte, relacionados con su actividad, incluidos los programas informáticos y archivos magnéticos, ópticos o de cualquier otra clase.

c) Acordar el cierre del establecimiento infractor.

d) Advertir al público de la existencia de estas conductas y, en su caso, de las medidas adoptadas para su cese.

Lo dispuesto en este número se entiende sin perjuicio de las demás responsabilidades, incluso de orden penal, que puedan ser exigibles.

8. El Registro Mercantil y los demás Registros públicos no inscribirán a aquellas entidades cuyo objeto social o cuya denominación resulten contrarios a lo dispuesto en la presente Ley. Cuando, no obstante, tales inscripciones se hayan practicado, serán nulas de pleno derecho, debiendo procederse a su cancelación de oficio o a petición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Dicha nulidad no perjudicará los derechos de terceros de buena fe, adquiridos conforme al contenido de los correspondientes Registros.

Artículo 65

1. Las entidades de crédito, aunque no sean empresas de servicios de inversión según esta Ley, podrán realizar habitualmente todas las actividades previstas en su artículo 63, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello.

2. El Gobierno podrá regular la creación de otras entida-

des, así como permitir a otras personas o entidades que, sin ser empresas de servicios de inversión según esta Ley, puedan realizar alguna de las actividades propias de las mismas, o que contribuyan a un mejor desarrollo de los mercados de valores. Estas personas o entidades no podrán prestar servicios de inversión sobre los instrumentos financieros referidos en el número 4 del artículo 63, con excepción de los comprendidos en el apartado a) del número 1 del artículo 63, siempre que en este supuesto no reciban en depósito fondos o instrumentos financieros de sus clientes.

Se establecerán reglamentariamente los requisitos para constituir estas entidades, su objeto social, su forma de actuación en España y en el extranjero, y los demás extremos que configuren su régimen jurídico, incluido, en su caso, el régimen de autorización administrativa e inscripción en los Registros Especiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A dichas personas o entidades les será de aplicación el régimen sancionador propio de las empresas de servicios de inversión con las adaptaciones que reglamentariamente se establezcan, atendida su naturaleza específica.

3. Se establecerán reglamentariamente los requisitos que deben cumplir los que actúen con carácter habitual como agentes o apoderados de las empresas de servicios de inversión, así como los apoderamientos que les sean conferidos y su régimen de actuación.

4. En todo caso, a las entidades y personas a que se refiere este artículo les serán de aplicación las disposiciones de esta Ley y sus normas de desarrollo en cuanto a la realización y disciplina de los servicios y actividades previstos en su artículo 63 y a su posible participación en los mercados secundarios oficiales de valores.

CAPÍTULO II

Condiciones de acceso a la actividad

Artículo 66

1. Corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, autorizar las empresas de servicios de inversión.

En la autorización se hará constar la clase de empresa de servicios de inversión de que se trate, así como los específicos servicios de inversión y actividades complementarias que se le autoricen de entre los que figuren en el programa de actividades a que se refiere el siguiente número 2.

La resolución administrativa será motivada y deberá notificarse dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la solicitud, o al momento en que se complete la documentación exigible y, en todo caso, dentro de los seis meses siguientes a la recepción de aquélla. Cuando la solicitud no sea resuelta en el plazo anteriormente previsto, podrá

entenderse desestimada. Para la eficacia de la desestimación presunta deberá solicitarse la certificación de acto presunto a que se refiere el artículo 44 de la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

2. A la solicitud de autorización, junto a los estatutos y demás documentos que reglamentariamente se determinen, deberá acompañar, en todo caso, un programa de actividades, en el que de modo específico habrán de constar cuáles de aquellas previstas en el artículo 63 pretende realizar la empresa y con qué alcance, así como la organización y medios de la misma. Las empresas de servicios de inversión no podrán realizar actividades que no consten expresamente en la autorización a que se refiere el número 1 anterior.

3. Deberá ser objeto de consulta previa con la autoridad supervisora del correspondiente Estado miembro de la Unión Europea la autorización de una empresa de servicios de inversión cuando se dé alguna de las siguientes circunstancias:

a) Que la nueva empresa vaya a estar controlada por una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito, autorizada en dicho Estado.

4. En el caso de creación de empresas de servicios de inversión que vayan a estar controladas, de forma directa o indirecta, por una o varias empresas autorizadas o domiciliadas en un Estado no miembro de la Unión Europea, deberá suspenderse la concesión de la autorización pedida, denegarse o limitarse sus efectos, cuando hubiera 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.

5. Para que una empresa de servicios de inversión, una vez autorizada, pueda iniciar su actividad, los promotores deberán constituir la sociedad, inscribiéndola en el Registro Mercantil y posteriormente en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que corresponda. La inscripción en el Registro de la Comisión deberá publicarse en el «Boletín Oficial del Estado». En los casos de transformación de una entidad preexistente se estará a lo previsto en el artículo 72.

Artículo 67

1. El Ministro de Economía y Hacienda sólo podrá denegar la autorización para constituir una empresa de servicios de inversión por las siguientes causas:

a) Incumplimiento de los requisitos previstos en el número siguiente.

b) Cuando atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión sana y prudente de la entidad no se considere adecuada la idoneidad de los accionistas que vayan a tener una

participación significativa, tal y como se define en el artículo 69. Entre otros factores, la idoneidad se apreciará en función de:

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

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

3.º 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.

c) La falta de transparencia en la estructura del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la entidad, o la de los vínculos estrechos que pueda tener con otras personas, y, en general, la existencia de graves dificultades para inspeccionarla u obtener la información que la Comisión Nacional del Mercado de Valores estime necesaria para el adecuado desarrollo de sus funciones supervisoras.

2. Serán requisitos para que una entidad obtenga su autorización como empresa de servicios de inversión los siguientes:

a) Que tenga por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias de las empresas de servicios de inversión, según esta Ley.

b) Que revista la forma de sociedad anónima o de sociedad de responsabilidad limitada, constituida por tiempo indefinido, y que las acciones o participaciones integrantes de su capital social tengan carácter nominativo.

c) Que cuando se trate de una entidad de nueva creación se constituya por el procedimiento de fundación simultánea y que sus fundadores no se reserven ventajas o remuneraciones especiales de clase alguna.

d) La existencia de un capital social mínimo totalmente desembolsado en efectivo.

e) Que cuente con un Consejo de Administración, formado por no menos de cinco miembros en las sociedades de valores, y por tres en las agencias de valores y sociedades gestoras de carteras.

f) Que todos los miembros de su Consejo de Administración, así como sus Directores generales y asimilados, tengan una reconocida honorabilidad empresarial o profesional.

g) Que ninguno de los miembros de su Consejo de Administración, así como ninguno de sus Directores generales o asimilados, haya sido, en España o en el extranjero, declarado 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; tenga antecedentes penales 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.

h) Que la mayoría de los miembros de su Consejo de Administración, así como todos los Directores generales y asimilados, cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores.

i) Que cuente con una buena organización administrativa y contable, así como con medios humanos y técnicos adecuados, en relación con su programa de actividades.

j) Que cuente con la existencia de un reglamento interno de conducta, ajustado a las previsiones de esta Ley, así como con mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático y de procedimientos de control interno adecuados, incluido, en particular, un régimen de operaciones personales de los consejeros, directivos, empleados y apoderados de la empresa.

k) Que se adhieran al Fondo de Garantía de Inversiones previsto en el Título VI de esta Ley, cuando la regulación específica de éste así lo requiera.

En el desarrollo reglamentario de los requisitos previstos en este número deberá tenerse en cuenta la clase de empresa de servicios de inversión de que se trate y el tipo de actividades que realicen, en especial, en relación al establecimiento del capital social mínimo, previsto en el apartado d) anterior.

CAPÍTULO III

Condiciones de ejercicio

Artículo 68

1. Las modificaciones de los estatutos sociales de las empresas de servicios de inversión se sujetarán, con las excepciones que reglamentariamente se señalen, al procedimiento de autorización de nuevas entidades, si bien la solicitud de autorización deberá resolverse, notificándose a los interesados, dentro de los dos meses de su presentación. Cuando la solicitud no sea resuelta en este plazo, se entenderá estimada. Todas ellas deberán ser objeto de inscripción en el Registro Mercantil y en el de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Toda alteración de los específicos servicios de inversión y actividades complementarias inicialmente autoriza-

dos requerirá autorización previa otorgada conforme al procedimiento de autorización de nuevas entidades, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscribirse en los Registros de esta Comisión, en la forma que reglamentariamente se determine. Podrá denegarse la autorización si la entidad no cumple lo previsto en los artículos 67 y 70 y, en especial, si estima insuficientes la organización administrativa y contable de la entidad, sus medios humanos y técnicos, o sus procedimientos de control interno.

Si como consecuencia de la alteración autorizada, la empresa de servicios de inversión restringe el ámbito de sus actividades, se procederá, en su caso, a liquidar las operaciones pendientes o a traspasar los valores, instrumentos y efectivo que le hubieran confiado sus clientes. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar las medidas cautelares oportunas, incluida la intervención de la liquidación de las operaciones pendientes.

Artículo 69

1. A los efectos de esta Ley, se entenderá por participación significativa en una empresa de servicios de inversión española aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 5 por 100 del capital o de los derechos de voto de la empresa.

También tendrá la consideración de participación significativa aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la empresa. Reglamentariamente podrá determinarse, teniendo en cuenta las características de los distintos tipos de empresa de inversión, cuándo se presumirá que una persona puede ejercer dicha influencia notable.

2. Lo dispuesto en este Título para las empresas de servicios de inversión se entenderá sin perjuicio de la aplicación de las normas sobre ofertas públicas de adquisición e información sobre participaciones significativas contenidas en esta Ley.

3. Toda persona física o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en una empresa de servicios de inversión deberá informar previamente de ello a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, indicando la cuantía de dicha participación, el modo de adquisición y el plazo máximo en que se pretenda realizar la operación.

4. También deberá informar previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en los términos señalados en el número anterior, quien pretenda incrementar, directa o indirectamente, su participación significativa de tal forma que su porcentaje de capital o derechos de voto alcance o sobrepase alguno de los siguientes niveles: 10, 15, 20, 25, 33, 40, 50, 66, ó 75 por 100. En todo caso esta obligación será también exigible a quien en virtud de la adquisición pretendida pudiera llegar a controlar la empresa de servicios de inversión.

5. Se entenderá que existe una relación de control a los efectos de este Título siempre que se dé alguno de los supuestos previstos en el artículo 4 de esta Ley.

6. La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispondrá de un plazo máximo de dos meses, a contar desde la fecha en que haya sido informada, para, en su caso, oponerse a la adquisición adquirente, según lo previsto en el artículo 67. Si la Comisión no se pronunciara en dicho plazo, se entenderá que acepta la pretensión. Cuando no exista oposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ésta podrá fijar un plazo máximo distinto al solicitado para efectuar la adquisición.

7. En el supuesto de que, como consecuencia de la adquisición, la empresa de servicios de inversión fuera a quedar bajo alguna de las modalidades de control previstas en el número 3 del artículo 66, la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá consultar a la autoridad supervisora competente.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá suspender su decisión o limitar sus efectos cuando en virtud de la adquisición la empresa de servicios de inversión vaya a quedar controlada por una empresa autorizada en un Estado no comunitario y se den las circunstancias previstas en el número 4 del artículo 66.

8. Cuando se efectúe una adquisición de las reguladas en los números anteriores sin haber informado previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores; habiéndole informado, pero sin que hubieran transcurrido todavía los tres meses previstos en el artículo anterior; o con la oposición expresa de la Comisión, se producirán los siguientes efectos:

a) En todo caso y de forma automática, no se podrán ejercer los derechos políticos correspondientes a las participaciones adquiridas irregularmente. Si, no obstante, llegaran a ejercerse, los correspondientes votos serán nulos y los acuerdos serán impugnables en vía judicial, según lo previsto en la Ley de Sociedades Anónimas, estando legitimada al efecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Se podrá acordar la suspensión de actividades prevista en el artículo 75.

c) Si fuera preciso, se acordará la intervención de la empresa o la sustitución de sus administradores, según lo previsto en el Título VIII.

Además, se podrán imponer las sanciones previstas en el Título VIII de esta Ley.

9. Toda persona física o jurídica que, directa o indirectamente, pretenda dejar de tener una participación significativa en una empresa de servicios de inversión; que pretenda reducir su participación de forma que ésta traspase algunos de los niveles previstos en el número 4; o que, en

virtud de la enajenación pretendida, pueda perder el control de la empresa, deberá informar previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, indicando la cuantía de la operación propuesta y el plazo previsto para llevarla a cabo.

El incumplimiento de este deber de información será sancionado según lo previsto en el Título VIII de esta Ley.

10. Las empresas de servicios de inversión deberán comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en cuanto tengan conocimiento de ello, las adquisiciones o cesiones de participaciones en su capital que traspasen alguno de los niveles señalados en los números anteriores. No inscribirán, dichas empresas, en su Libro Registro de Acciones las transmisiones de acciones que necesiten autorización, conforme a esta Ley, hasta que no se justifique la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

11. Cuando existan razones fundadas y acreditadas respecto de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en una empresa de servicios de inversión pueda resultar en detrimento de la gestión sana y prudente de la misma, que dañe gravemente su situación financiera, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, adoptará alguna o algunas de las siguientes medidas:

a) Las previstas en las letras a) y b) del número 8, si bien la suspensión de los derechos de voto no podrá exceder de tres años.

b) Con carácter excepcional, la revocación de la autorización.

Además, se podrán imponer, las sanciones que procedan según lo previsto en el Título VIII de esta Ley.

Artículo 70

1. Las empresas de servicios de inversión deberán cumplir las obligaciones previstas en esta Ley y sus normas de desarrollo y, en especial:

a) Cumplir, en la forma que reglamentariamente se determine, los requisitos que para su autorización se contemplan en el artículo 67.

Reglamentariamente se determinará la forma de comunicar aquellos cambios en las condiciones de la autorización que pueden ser relevantes para la labor supervisora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las facultades de ésta.

b) Llevar los registros de las operaciones en que intervengan en la forma que reglamentariamente se determine.

c) Informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valo-

res, en la forma que reglamentariamente se determine, de las operaciones que efectúen, en especial, cuando tengan por objeto valores o instrumentos financieros negociados en mercados secundarios oficiales.

d) Mantener en todo momento un volumen de recursos propios proporcionados al de su actividad y gastos de estructura y a los riesgos asumidos y, en general, cumplir las normas de solvencia que se establezcan. Esta obligación será extensible a los grupos consolidables previstos en el artículo 86.

Reglamentariamente se establecerán los elementos que integran los recursos propios computables; los niveles mínimos de recursos propios exigibles y las deducciones que sean de aplicación; los niveles mínimos de recursos propios exigibles; las clases de riesgo objeto de cobertura y sus distintas ponderaciones, los criterios y reglas cuantitativas que limiten directa o indirectamente determinadas categorías de inversiones, operaciones o posiciones que impliquen riesgos elevados y, en particular, los que deriven de participaciones de cartera permanentes que mantengan las sociedades y agencias de valores; las consecuencias que conlleve el no cumplimiento de las reglas que se establezcan, incluyendo la limitación al reparto de beneficios, y, en general, todas las medidas que sean necesarias para asegurar la solvencia de las empresas de servicios de inversión y la de los grupos consolidables en que se integren.

e) Mantener los volúmenes mínimos de inversión en determinadas categorías de activos líquidos y de bajo riesgo que, a fin de salvaguardar su liquidez, reglamentariamente se establezcan.

f) Participar en un Fondo de Garantía de Inversiones según lo previsto en el Título VI de esta Ley, informando a sus clientes de su nivel de cobertura.

g) Informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la forma y con la periodicidad que reglamentariamente se establezca, sobre la composición de su accionariado o de las alteraciones que en el mismo se establezca. Tal información comprenderá necesariamente la relativa a la participación de otras entidades financieras en su capital, cualquiera que fuera su cuantía. Reglamentariamente se establecerá en qué casos la información suministrada tendrá carácter público.

h) 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. Reglamentariamente se regularán los mecanismos de control interno que deberán cumplimentar las empresas de servicios de inversión para cumplir adecuadamente esta obligación.

2. Se informará asimismo y en los mismos supuestos que los contemplados en el número 1 anterior, a las Comunidades Autónomas con competencias en la materia y respecto de las operaciones realizadas en algún mercado secundario oficial de ámbito autonómico.

3. Las empresas de servicios de inversión están sujetas a las siguientes limitaciones operativas:

a) No podrán asumir funciones de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, de fondos de pensiones o de fondos de titulización de activos.

b) Las sociedades de valores que presten el servicio de gestión de carteras de inversión, o que participen en el capital de una sociedad gestora de carteras u otra entidad que preste dicho servicio, sólo podrán negociar por cuenta propia con los titulares de los valores gestionados por ésta, cuando quede constancia explícita, por escrito, de que estos últimos han conocido tal circunstancia antes de concluir la correspondiente operación.

c) Las agencias de valores y las sociedades gestoras de cartera sólo podrán adquirir valores por cuenta propia: con el fin de mantener de manera estable sus recursos propios, mantener participaciones, cuando hayan sido emitidos por entidades cuya actividad suponga la prolongación de su propio negocio, y, en general, en aquellos supuestos en que la participación sirva para el adecuado desarrollo de las actividades que le son propias, conforme a la presente Ley. Reglamentariamente se determinarán las condiciones que deben cumplir tales participaciones.

d) Su financiación, cuando revista formas distintas de la participación en su capital, deberá ajustarse a las limitaciones que reglamentariamente se establezcan.

4. En todo grupo consolidable de empresas de servicios de inversión, cada una de las entidades financieras integradas y en especial la entidad obligada, contemplada en el número 4 del artículo 86, deberán adoptar las medidas precisas para resolver adecuadamente los posibles conflictos de interés entre los clientes de distintas entidades del grupo.

CAPÍTULO IV

Actuación transfronteriza

Artículo 71

1. Las empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea podrán realizar en España, bien mediante la apertura de una sucursal, bien en régimen de libre prestación de servicios, las actividades que se señalan en el artículo 63. Será imprescindible que la autorización, los estatutos y el régimen jurídico de la entidad la habiliten para ejercer las actividades que pretende realizar.

En el ejercicio de su actividad en España deberán respetar las disposiciones dictados por razones de interés general, las normas de conducta, incluida la presencia física en los mercados cuya forma de negociación lo exige, y las re-

glas de ordenación de los mercados que, en su caso, resulten aplicables.

Se determinarán reglamentariamente los requisitos y el procedimiento para que las empresas de servicios de inversión comunitarias puedan operar en España. En ningún caso se podrá condicionar el establecimiento de sucursales o la libre prestación de servicios a que se refiere el párrafo primero del presente número, a la obligación de obtener una autorización adicional, ni a la de aportar un fondo de dotación, o a cualquier otra medida de efecto equivalente.

2. A las empresas de servicios de inversión no comunitarias que pretendan abrir en España una sucursal les será de aplicación el procedimiento de autorización previa previsto en el capítulo II de este Título con las adaptaciones que reglamentariamente se establezcan. Si pretenden prestar servicios sin sucursal, deberán ser autorizadas en la forma y condiciones que reglamentariamente se fijen. En ambos casos, la autorización podrá ser denegada, o condicionada, por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de las reglas de ordenación y disciplina de los mercados de valores españoles.

Las empresas de servicios de inversión no comunitarias que operen en España estarán sujetas a la presente Ley y sus normas de desarrollo.

3. Las empresas de servicios de inversión españolas que pretendan abrir una sucursal en el extranjero, o prestar servicios sin sucursal en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, deberán obtener previamente una autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La prestación de servicios sin sucursal en otro Estado miembro sólo requerirá ser comunicada previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, precisando las actividades que se van a realizar.

Se determinarán reglamentariamente los requisitos y el procedimiento para que las empresas de servicios de inversión puedan operar en otro Estado, debiéndose tener en cuenta si éste pertenece o no a la Unión Europea.

4. También quedará sujeta a previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la creación por una empresa de servicios de inversión o un grupo de empresas de servicio de inversión españolas de una empresa de servicio de inversión extranjera, o la adquisición de una participación en una empresa ya existente, cuando dicha empresa de servicio de inversión extranjera vaya a ser constituida o se encuentre domiciliada en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea. Reglamentariamente se determinará la información que deba incluirse en la solicitud.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el plazo de tres meses a contar desde la recepción de toda la información requerida, resolverá sobre la petición. Cuando la solicitud no sea resuelta en el plazo anteriormente previsto, podrá entenderse desestimada. Para la eficacia de la

desestimación presunta deberá solicitarse la certificación de acto presunto a que se refiere el artículo 44 de la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá también denegar la petición: cuando, atendiendo a la situación financiera de la empresa de servicio de inversión o a su capacidad de gestión, considere que el proyecto puede afectarle negativamente; cuando, vistas la localización y características del proyecto, no pueda asegurarse la efectiva supervisión del grupo, en base consolidada, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, cuando, la actividad de la entidad dominada no quede sujeta a un efectivo control por parte de una autoridad supervisora nacional.

CAPÍTULO V

Operaciones societarias y revocación de las empresas de servicios de inversión

Artículo 72

La transformación, fusión, escisión y segregación de una rama de actividad, así como las demás operaciones de modificación social que se realicen por una empresa de servicios de inversión o que conduzcan a la creación de una empresa de servicios de inversión, requerirán autorización previa, de acuerdo con el procedimiento establecido en el artículo 66, con las adaptaciones que reglamentariamente se señalen, 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.

Artículo 73

La autorización concedida a una empresa de servicios de inversión o a una de las entidades a que se refiere el artículo 65.2 de esta Ley o a una sucursal de una entidad con sede en Estados no comunitarios podrá revocarse en los siguientes supuestos:

- a) Si no da comienzo a las actividades autorizadas dentro de los doce meses siguientes a la fecha de la notificación de la autorización, por causa imputable al interesado.
- b) Si renuncia expresamente a la autorización, independientemente de que se transforme en otra entidad o acuerde su disolución.
- c) Si interrumpe, de hecho, las actividades específicas autorizadas durante un período superior a seis meses.
- d) Si durante un año realiza un volumen de actividad inferior al normal que reglamentariamente se determine.

e) Si incumple de forma sobrevenida cualquiera de los requisitos para la obtención de la autorización, salvo que se disponga alguna otra cosa en relación con los citados requisitos.

f) En caso de incumplimiento grave, manifiesto y sistemático de las obligaciones previstas en las letras b), d) y h) del artículo 70.1 de la presente Ley.

g) Cuando se dé el supuesto previsto en el número 11 del artículo 69.

h) Si la empresa de servicios de inversión o la persona o entidad es, según proceda, declarada judicialmente en concurso, en estado de quiebra o se tiene por admitida judicialmente una solicitud de suspensión de pagos.

i) Como sanción, según lo previsto en el Título VIII de esta Ley.

j) Si la empresa de servicios de inversión deja de pertenecer al Fondo de Garantía de Inversiones previsto en el Título VI.

k) Cuando se dé alguna de las causas de disolución forzosa previstas en el artículo 260 de la Ley de Sociedades Anónimas, o en el artículo 104 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada.

l) Si hubiera obtenido la autorización en virtud de declaraciones falsas o por otro medio irregular.

Artículo 74

1. La revocación de la autorización se ajustará al procedimiento común previsto en el Título VI de la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, con las especialidades siguientes:

a) El acuerdo de iniciación y la instrucción corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) La resolución del expediente corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o directamente a este organismo en los supuestos previstos en las letras b) y j) del artículo 73.

2. No obstante, cuando la causa de revocación que concurra sea alguna de las previstas en las letras a), b) o h) del artículo anterior, bastará con dar audiencia a la entidad interesada. En los casos previstos en las letras i) y j) habrá que seguir los procedimientos específicos previstos en esta Ley.

3. La resolución que acuerde la revocación será inmediatamente ejecutiva. Una vez notificada, la empresa de servicios interesada no podrá realizar nuevas operaciones. La resolución deberá inscribirse en el Registro Mercantil y en el

de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dándose cuenta a la Comisión de la Unión Europea. Asimismo, se publicará en el «Boletín Oficial Estado», produciendo desde entonces efectos frente a terceros.

4. El Ministro de Economía y Hacienda podrá acordar, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que la revocación conlleve la disolución forzosa de la entidad. En estos supuestos, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y los órganos rectores de los mercados secundarios oficiales, por sí o a requerimiento de aquélla, si estuvieren afectados miembros del mercado podrán, en aras de la protección de los inversores y del funcionamiento regular de los mercados de valores, acordar todas las medidas cautelares que, se estimen pertinentes y, en especial:

a) Acordar el traspaso a otra entidad de los valores negociables, instrumentos financieros y efectivo que le hubieran confiado sus clientes.

b) Exigir alguna garantía específica a los liquidadores designados por la sociedad.

c) Nombrar a los liquidadores.

d) Intervenir las operaciones de liquidación. Si en virtud de lo previsto en este precepto, o en otros de esta Ley, hay que nombrar liquidadores, o interventores de la operación de liquidación, será de aplicación, con las adaptaciones pertinentes, lo contemplado en el Título III de la Ley 26/1988, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

5. Cuando la revocación no lleve consigo la disolución de la empresa de servicios de inversión, deberá proceder de forma ordenada a liquidar las operaciones pendientes, y, en su caso, a traspasar los valores negociables, instrumentos financieros y efectivo que le hubieran confiado sus clientes. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar las medidas cautelares oportunas, incluida la intervención de la liquidación de las operaciones pendientes.

6. Cuando una empresa de servicios de inversión acuerde su disolución por alguna de las causas previstas en el artículo 260 de la Ley de Sociedades Anónimas, o en el artículo 104 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, se entenderá revocada la autorización, pudiendo la Comisión Nacional del Mercado de Valores acordar para su ordenada liquidación cualquiera de las medidas señaladas en el número 4 de este artículo.

7. La revocación de la autorización concedida a una empresa de servicios de inversión no comunitaria determinará la revocación de la autorización de la sucursal operante en España.

8. En el caso de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenga conocimiento de que a una empresa de servicios de inversión de otro Estado miembro de la Unión Europea operante en España le ha sido revocada la autorización, acordará de inmediato las medidas pertinentes para

que la entidad no inicie nuevas actividades y se salvaguarden los intereses de los inversores. Sin perjuicio de las facultades de su autoridad supervisora y en colaboración con ella, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar las medidas previstas en esta Ley para garantizar una correcta liquidación.

Artículo 75

El Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá suspender, con carácter total o parcial, los efectos de la autorización concedida a una empresa de servicios de inversión. Cuando la suspensión sea parcial, afectará a algunas actividades, o al alcance con el que éstas se autorizaron.

Artículo 76

1. La suspensión a que se refiere el artículo anterior podrá acordarse cuando se dé alguno de los siguientes supuestos:

a) Apertura de un expediente sancionador por infracción grave o muy grave.

b) Cuando se dé alguna de las causas previstas en las letras e), f), h), j), o l) del artículo 73, en tanto se sustancie el procedimiento de revocación.

c) Cuando se dé el supuesto previsto en el número 8 del artículo 69.

d) Cuando la empresa no realice las aportaciones al Fondo de Garantía de Inversiones previsto en el Título VI.

e) Como sanción, según lo previsto en el Título VII.

2. La suspensión sólo se acordará cuando, dándose una de las causas previstas en el número anterior, la medida sea necesaria para asegurar la solvencia de la entidad o para proteger a los inversores. No podrá acordarse, salvo que se trate de una sanción, por un plazo superior a un año, prorrogable por otro más.

3. La medida de suspensión de actividades se acordará y producirá sus efectos según lo previsto en el artículo 74, salvo cuando se dé algún supuesto que tenga un régimen específico en esta Ley.

Artículo 76 bis

1. Cuando una empresa de servicios de inversión se presente en suspensión de pagos con arreglo a la Ley de 26 de julio de 1922, el nombramiento de interventores habrá de recaer en personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o en otras personas propuestas por la misma. A tal efecto, el Juzgado oficiará a la citada Comisión

Nacional, que comunicará la identidad de las personas que hayan de ser nombradas.

De igual modo se realizará la designación de la persona o personas que hayan de actuar como administradores, cuando se den los supuestos del primer párrafo del artículo 6 de la citada Ley de Suspensión de Pagos y se proceda a la suspensión y sustitución de los órganos de administración de la entidad suspensa.

La retribución de los interventores o administradores podrá ser anticipada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando concurren circunstancias excepcionales y ésta, sea la única manera de asegurar la continuación ordenada del procedimiento. La Comisión Nacional del Mercado de Valores no gozará de privilegio especial para el cobro de las cantidades que hubiese anticipado.

2. Cuando una empresa de servicios de inversión sea formalmente declarada en estado de quiebra, de conformidad con las normas del Código de Comercio y la Ley de Enjuiciamiento Civil, el nombramiento de comisario y depositario habrá de recaer en personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o en otras personas propuestas por la misma. A tal efecto el Juzgado oficiará a la citada Comisión Nacional, que comunicará la identidad de las personas que hayan de ser nombradas. El nombramiento de al menos uno de los síndicos será hecho por el juez, a propuesta de la sociedad gestora del Fondo de Garantía de Inversiones, una vez que éste haya satisfecho sus indemnizaciones.

Lo dispuesto en el número anterior sobre retribución de los Interventores y administradores de las entidades suspensas será aplicable a los comisarios y depositarios de las entidades en quiebra.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para solicitar la declaración de estado de quiebra de las empresas de servicios de inversión, siempre que de los estados contables remitidos por las entidades, o de las comprobaciones realizadas por la misma, resulte que el pasivo de la compañía es superior a su activo y que ésta se encuentre en una situación de incapacidad para hacer frente a sus acreedores.

Si la Comisión Nacional del Mercado de Valores hubiese acordado la sustitución del órgano de administración de la entidad, los administradores provisionales podrán solicitar tanto la declaración de quiebra, como la de suspensión de pagos de la entidad.

En ninguno de los casos mencionados en los párrafos anteriores será necesaria la ratificación de la solicitud por parte de la Junta General de la entidad, y los administradores provisionales designados, en su caso, podrán ser nombrados comisarios, depositarios, síndicos o interventores.

4. Con carácter previo a la declaración de estado de quiebra de una empresa de servicios de inversión, tanto si ha sido solicitada por la propia entidad como por acreedor

legítimo, el Juzgado ante el que se siga el procedimiento solicitará informe a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre la situación de la entidad. El informe deberá emitirse en el plazo máximo de siete días hábiles y basarse tanto en los estados contables que periódicamente deben remitir a la misma las citadas entidades, como en cualquier otra documentación o información disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Junto con el citado informe se remitirá al Juzgado copia de los estados contables, públicos y reservados, de las cuentas anuales y de los informes de auditoría correspondientes a los dos últimos ejercicios, salvo que la entidad no los haya remitido o fuera de reciente creación, en cuyo caso se remitirá la información que, referida al plazo indicado, esté disponible en ese momento. El Juzgado, cuando lo considere necesario para adoptar su resolución, podrá solicitar que la Comisión Nacional del Mercado de Valores le remita información contable relativa a períodos anteriores al indicado.

5. La regulación prevista en este artículo será también de aplicación cuando se trate de sucursales en España de empresas de servicios extranjeras, y se dé alguno de los supuestos de hecho contemplados en este sentido. Ello se entiende sin perjuicio de las competencias que tengan atribuidas las autoridades judiciales y administrativas extranjeras y de la colaboración de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y demás autoridades españolas.

TÍTULO VI (1)

Fondo de Garantía de Inversiones

Artículo 77

1. Se crearán uno o varios fondos de garantía de inversiones para asegurar la cobertura a que se refiere el apartado 7 de este artículo con ocasión de la realización de los servicios previstos en el artículo 63, así como de la actividad complementaria de depósito y administración de instrumentos financieros.

2. Los fondos de garantía de inversiones se constituirán como patrimonios separados, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomendará a una o varias sociedades gestoras, que tendrán forma de sociedad anónima, y cuyo capital se distribuirá entre las empresas de servicios de inversión adheridas en la misma proporción en que efectúen las aportaciones a sus respectivos fondos.

3. Los presupuestos de las sociedades gestoras, sus estatutos sociales, así como sus modificaciones, requerirán la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

res. A igual aprobación se someterá el presupuesto estimativo de los fondos que elaborarán las sociedades gestoras.

Será de aplicación a la incorporación o cese de los accionistas y a la adaptación de sus participaciones a las variaciones en el capital que se produzcan, el procedimiento previsto en los párrafos tercero, cuarto, quinto y sexto del artículo 48 de esta Ley, con las adaptaciones que resulten precisas. El resultado de este proceso de adaptación será comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

4. El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director o Directores generales de las sociedades gestoras exigirá la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se integrará en el Consejo de Administración un representante de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con voz y sin voto, quien velará por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad de cada fondo. Asimismo y con las mismas funciones, cada Comunidad Autónoma con competencias en la materia en que exista mercado secundario oficial designará un representante en dicho Consejo de Administración.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá suspender todo acuerdo del Consejo de Administración que se considere contrario a dichas normas y a los fines propios del fondo.

5. Deberán adherirse a los fondos de garantía de inversiones todas las empresas de servicios de inversión españolas. Las sucursales de empresas extranjeras podrán adherirse si son de la Unión Europea. El régimen de adhesión de las sucursales de empresas de un Estado tercero se ajustará a los términos que se establezcan reglamentariamente.

Los fondos cubrirán las operaciones que realicen las empresas adheridas a los mismos dentro o fuera del territorio de la Unión Europea, según corresponda a cada tipo de empresa, en los términos que reglamentariamente se establezcan.

Asimismo, se establecerá reglamentariamente:

- a) El número de fondos y gestoras que se creen.
- b) Las reglas que determinen la adhesión de las empresas de servicios de inversión españolas a los distintos fondos que se constituyan.
- c) El régimen específico de adhesión de las empresas de servicios de inversión de nueva creación.
- d) Las excepciones de adhesión al fondo de aquellas empresas de servicios de inversión que no incurran en los riesgos mencionados en el número 1 de este artículo.

6. Una empresa de servicios de inversión sólo podrá ser excluida del fondo al que pertenezca cuando incumpla sus

obligaciones con el mismo. La exclusión implicará la revocación de la autorización concedida a la empresa. La garantía alcanzará a los clientes que hubiesen efectuado sus inversiones hasta ese momento.

Será competente para acordar la exclusión la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de la sociedad gestora del fondo. Antes de adoptar esta decisión, deberán acordarse las medidas necesarias, incluida la exigencia de recargos sobre las cuotas no abonadas, para que la empresa de servicios de inversión cumpla sus obligaciones. También podrá acordarse por la Comisión Nacional del Mercado de Valores la suspensión prevista en el artículo 75. La sociedad gestora del fondo colaborará con la Comisión Nacional del Mercado de Valores para conseguir la mayor efectividad de las medidas acordadas.

Del acuerdo de exclusión se dará la difusión adecuada que garantice que los clientes de la empresa de servicios de inversión afectada tengan conocimiento inmediato de la medida adoptada.

7. Los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida a un fondo el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos que les pertenezcan solicitar a la sociedad gestora del mismo la ejecución de la garantía que presta el fondo, cuando se produzca cualquiera de las siguientes circunstancias:

a) Que la entidad haya sido declarada en estado de quiebra.

b) Que se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad.

c) Que la Comisión Nacional del Mercado de Valores declare que la empresa de servicios de inversión no puede, aparentemente y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores, siempre que los inversores hubieran solicitado a la empresa de servicios de inversión la devolución de fondos o valores que le hubieran confiado y no hubieran obtenido satisfacción por parte de la misma en un plazo máximo de veintidós días hábiles.

Una vez hecha efectiva la garantía por el fondo, éste se subrogará en los derechos que los inversores ostenten frente a la empresa de servicios de inversión, hasta un importe igual a la cantidad que les hubiese sido abonada como indemnización.

En el supuesto de que los valores u otros instrumentos financieros confiados a la empresa de servicios de inversión fuesen restituidos por aquélla con posterioridad al pago del importe garantizado por el fondo, éste podrá resarcirse del importe satisfecho, total o parcialmente, si el valor de los que haya que restituir fuese mayor que la diferencia, entre el de los que fueron confiados a la empresa de servicios de inversión y el importe pagado al inversor. A tal fin, está facultado a enajenarlos en la cuantía que resulte procedente,

conforme a las prescripciones que se establezcan reglamentariamente.

8. El Gobierno queda facultado para regular, en todo lo no previsto en esta Ley, el régimen de funcionamiento de los fondos de garantía de inversiones y el alcance de la garantía que vayan a proporcionar. En especial podrá determinar:

a) El importe de la garantía y la forma y plazo en que se hará efectiva la misma.

b) Los inversores excluidos de la garantía, entre los que figurarán los de carácter profesional o institucional y los especialmente vinculados a la empresa incumplidora.

c) El régimen presupuestario y financiero, tanto de las sociedades gestoras, como de los fondos de garantía de inversiones, que regulará, entre otras cuestiones, sus posibilidades de endeudamiento y la forma en que las primeras pueden repercutir sus gastos de funcionamiento en los segundos.

d) El régimen de inversión de los recursos que integren el patrimonio de los fondos, que se inspirará en los principios de rentabilidad y liquidez para cumplir con rapidez sus compromisos.

e) Las reglas para determinar el importe global de las aportaciones que deban hacer las entidades adheridas, el cual deberá ser suficiente para la cobertura de la garantía proporcionada.

f) Los criterios de reparto entre las entidades adheridas de la aportación global que se fije, entre los que figurarán el número de clientes cubiertos y el volumen de dinero o instrumentos susceptibles de restitución, así como la periodicidad con que deberán hacer las aportaciones y el régimen de recargos por morosidad.

g) Suprimida.

TÍTULO VII

Normas de conducta

Artículo 78 (1)

Las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito las instituciones de inversión colectiva, los emisores y, en general, cuantas personas o entidades ejerzan, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores, deberán respetar las siguientes normas de conducta:

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

a) Las normas de conducta contenidas en el presente Título.

b) Los códigos de conducta que, en desarrollo de las normas a que se refiere el apartado a) anterior, apruebe el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

c) Las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta.

Artículo 79 (1)

Las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito y las personas o entidades que actúen en el Mercado de Valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, deberán atenerse a los siguientes principios y requisitos:

a) Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado.

b) Organizarse de forma que se reduzcan al mínimo los riesgos de conflictos de interés y, en situación de conflicto, dar prioridad a los intereses de sus clientes, sin privilegiar a ninguno de ellos.

c) Desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fuesen propios.

d) Disponer de los medios adecuados para realizar su actividad y tener establecidos los controles internos oportunos para garantizar una gestión prudente y prevenir los incumplimientos de los deberes y obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone.

e) Asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados.

Artículo 80

En ningún caso deberán las personas o entidades a que se refiere el artículo anterior:

a) Provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones.

b) Multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente.

c) Atribuirse a sí mismo uno o varios valores cuando ten-

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

gan clientes que los hayan solicitado en idénticas o mejores condiciones.

d) Anteponer la venta de valores propios a los de sus clientes, cuando éstos hayan ordenado vender la misma clase de valor en idénticas o mejores condiciones.

Artículo 81 (2)

1. Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos, deberán salvaguardar dichos datos e informaciones, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. En particular, impedirán que tales datos o informaciones puedan ser objeto de utilización abusiva o desleal, denunciarán los casos en que ello hubiera tenido lugar y tomarán de inmediato las medidas necesarias para prevenir, evitar y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse.

(3) 2. Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera a uno o varios valores y a uno o varios emisores de valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre la cotización de tales valores.

Todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, alguna de las conductas siguientes:

a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la información se refiere.

b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.

c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.

3. (4)

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modifican entre otros preceptos, determinados artículos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(3) Apartado redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

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

Artículo 82

Los emisores de valores deberán informar al público, en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos. Cuando el emisor considere que la información no debe ser hecha pública por afectar a sus intereses legítimos informará inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que podrá, si lo estima necesario, dispensarle de tal obligación.

Artículo 83 (1)

Todas las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito y demás entidades que actúen, o presten servicios de asesoramiento sobre inversiones, en los mercados de valores deberán establecer las medidas necesarias para garantizar que la información reservada o privilegiada derivada de la actividad de cada una de sus divisiones o secciones no se encuentre, directa o indirectamente, al alcance del personal de la propia entidad que preste sus servicios en otro sector de actividad, de manera que cada función se ejerza de forma autónoma. Además, deberán adoptar las medidas pertinentes para que en la toma de decisiones no surjan conflictos de interés, tanto en el seno de la propia entidad, como entre las entidades pertenecientes a un mismo grupo.

TÍTULO VIII

Régimen de supervisión, inspección y sanción

CAPÍTULO PRIMERO

Artículo 84 (2)

Quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en la presente Ley, a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

1. Las siguientes personas y entidades reguladas por esta Ley:

a) Los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales o no, con la exclusión del Banco de España.

b) El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, la Sociedad de Bolsas y las sociedades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos previstos en

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

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

la letra a), así como otros organismos de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de lo dispuesto en la presente Ley.

c) Las empresas de servicios de inversión españolas, extendiéndose esta competencia a cualquier oficina o centro dentro o fuera del territorio nacional.

d) Las empresas de servicios de inversión no comunitarias que operen en España.

e) Las entidades que se creen al amparo de lo previsto en el número 2 del artículo 65, así como los agentes y apoderados contemplados en el número 3 del citado artículo.

f) Las sociedades gestoras de los fondos de garantía de inversiones.

g) Quienes, no estando incluidos en las letras precedentes, ostenten la condición de miembro de algún mercado secundario, o de la entidad que compense y liquide sus operaciones.

2. Las siguientes personas y entidades, en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el Mercado de Valores:

a) Los emisores de valores.

b) Las entidades de crédito.

c) Las empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea que operen en España.

d) Las restantes personas físicas o jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta Ley y sus disposiciones de desarrollo.

3. Las personas residentes o domiciliadas en España que controlen, directa o indirectamente, empresas de servicios de inversión en otros Estados miembros de la Unión Europea, dentro del marco de la colaboración con las autoridades responsables de la supervisión de dichas empresas, así como los titulares de participaciones significativas a los efectos del cumplimiento de lo previsto en el artículo 69 de esta Ley.

4. Las entidades que formen parte de los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión contempladas en el artículo 86 de esta Ley, a los solos efectos del cumplimiento a nivel consolidado de los requerimientos de recursos propios y de las limitaciones que se puedan establecer sobre las inversiones, operaciones o posiciones que impliquen riesgos elevados.

5. Las entidades que forman parte de los grupos consolidables de los que sean dominantes las entidades a que se refieren las letras a) y b) del número 1 anterior, a los solos efectos del cumplimiento de la obligación de consolidar sus estados contables y de las limitaciones que se puedan establecer en relación con su actividad y equilibrio patrimonial.

6. Las personas físicas y entidades no financieras mencionadas en el número 9 del artículo 86, a los solos efectos previstos en ese número.

7. Cualquier persona o entidad, a los efectos de comprobar si infringe las reservas de denominación y actividad previstas en los artículos 64 y 65.

En el caso de personas jurídicas, las competencias que corresponden a la Comisión Nacional del Mercado de Valores según los números anteriores podrán ejercerse sobre quienes ocupen cargos de administración, dirección o asimilados en las mismas.

Lo dispuesto en este artículo se entenderá sin perjuicio de las competencias de supervisión, inspección y sanción que correspondan a las Comunidades Autónomas que las tengan atribuidas sobre los organismos rectores de mercados secundarios de ámbito autonómico y, en relación con las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en los mismos, sobre las demás personas o entidades relacionadas en los dos primeros números anteriores. A los efectos del ejercicio de dichas competencias, tendrán carácter básico los correspondientes preceptos de este Título, salvo las referencias contenidas en ellos a órganos o entidades estatales. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá celebrar convenios con Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores al objeto de coordinar sus respectivas actuaciones.

Artículo 85 (1)

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá recabar de las personas, físicas y jurídicas enumerados en el artículo 84 cuantas informaciones estime necesarias sobre las materias objeto de esta Ley. Con el fin de obtener dichas informaciones o de confirmar su veracidad, la Comisión podrá realizar cuantas inspecciones considere necesarias. Las personas físicas y jurídicas comprendidas en este párrafo quedan obligadas a poner a disposición de la Comisión cuantos libros, registros y documentos, sea cual fuere su soporte, ésta considere precisos, incluidos los programas informáticos y los archivos magnéticos, ópticos o de cualquiera otra clase.

Las actuaciones de comprobación e investigación podrán desarrollarse, a elección de los servicios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

a) En cualquier despacho, oficina o dependencia de la entidad inspeccionada o de su representante.

En los propios locales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

Cuando las actuaciones de comprobación e investigación se desarrollen en los lugares señalados en el apartado a) anterior, se observará la jornada laboral de los mismos, sin perjuicio de que pueda actuarse de común acuerdo en otras horas y días.

2. Tratándose de empresas de servicios de inversión autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea que operen en España, el deber de suministrar información sólo se extenderá a aquellos aspectos relacionados con disposiciones dictadas por razones de interés general, normas de conducta y reglas de ordenación de los mercados, así como con fines estadísticos. Estas informaciones serán las mismas que se exijan a las empresas de servicios de inversión españolas para todos esos fines.

Sin perjuicio de la facultad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para inspeccionar las sucursales en territorio nacional de las empresas comunitarias, las autoridades competentes del Estado miembro que haya concedido la autorización a una de estas empresas podrá inspeccionar sus sucursales en España, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores pondrá en conocimiento de las autoridades competentes de los Estados miembros que hayan concedido la autorización a una empresa de servicios de inversión que opere en España cualquier medida sancionadora adoptada contra la empresa o que implique una restricción a su actividad.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá inspeccionar las sucursales de las empresas de servicios de inversión españolas establecidas en otros Estados miembros de la Unión Europea, previa comunicación a las autoridades competentes de dichos Estados.

4. Cuando empresas de servicios de inversión españolas operen en los mercados de valores de otros Estados miembros o empresas comunitarias lo hagan en los mercados españoles, la Comisión Nacional del Mercado de Valores colaborará estrechamente con las autoridades competentes para el eficaz ejercicio de sus respectivas competencias. Cuando la Comisión Nacional del Mercado de Valores ejercite sus facultades sobre las empresas de servicios de inversión extranjeras, lo podrá hacer con el alcance previsto en esta Ley para las entidades españolas.

5. Lo dispuesto en los números 2 a 4 anteriores resultará también de aplicación a las entidades de crédito comunitarias autorizadas para operar en los mercados de valores.

6. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá obligar a las personas y entidades enumerados en el artículo 84 a que hagan pública la información que aquélla estime pertinente sobre sus actividades relacionadas con el Mercado de Valores o que puedan influir en éste. De no hacerlo directamente los obligados, lo hará la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores.

1. Las cuentas e informes de gestión individuales y consolidados correspondientes a cada ejercicio de las entidades citadas en el número 1 del artículo 84 deberán ser aprobadas, dentro de los cuatro meses siguientes al cierre de aquél, por su correspondiente junta general, previa realización de auditoría de cuentas.

2. Sin perjuicio de lo establecido en el Título III del Libro I del Código de Comercio, se faculta al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, establecer y modificar en relación con las entidades citadas en el número anterior las normas contables y los modelos a que se deben ajustar sus estados financieros, así como los referidos al cumplimiento de los coeficientes que se establezcan, disponiendo la frecuencia y el detalle con que los correspondientes datos deberán ser suministrados a la Comisión o hacerse públicos con carácter general por las propias entidades. Esta facultad no tendrá más restricciones que la exigencia de que los criterios de publicidad sean homogéneos para todas las entidades de una misma categoría y semejantes para las diversas categorías. Asimismo, se faculta al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para regular los registros y documentos que deben llevar las empresas de servicios de inversión, así como, en relación con sus operaciones de mercado de valores, las demás entidades contempladas en el artículo 65.

3. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, tendrán las mismas facultades previstas en el número anterior en relación con los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión contemplados en el número siguiente y con los grupos consolidables cuya entidad matriz sea alguna de las citadas en las letras a) y b) del número 1 del artículo 84.

4. Para el cumplimiento de los niveles mínimos de recursos propios y limitaciones exigibles en virtud del artículo 70 o, en su caso, para el cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 87, las empresas de servicios de inversión consolidarán sus estados contables con los de las demás empresas de servicios de inversión y entidades financieras que constituyan con ellas una unidad de decisión, según lo previsto en el artículo 4. Se considerará que un grupo de entidades financieras constituye un grupo consolidable de empresas de servicios de inversión cuando se dé alguna de las siguientes circunstancias:

a) Que una empresa de servicios de inversión controle a las demás entidades.

b) Que la entidad dominante sea una entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en empresas de servicios de inversión.

c) Que una persona física, un grupo de personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto, o una entidad no consolidable con arreglo a la presente Ley, controle a varias entidades, todas ellas empresas de servicios de inversión.

La obligación de formular y aprobar las cuentas y el informe de gestión consolidados, así como de proceder a su depósito, corresponderá a la entidad dominante; no obstante, en el supuesto contemplado en la letra c) del presente apartado, la entidad obligada será designada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de entre las empresas de servicios de inversión del grupo.

Las cuentas y el informe de gestión consolidados de los grupos de empresas de servicios de inversión deberán ser sometidos al control de auditores de cuentas conforme a lo establecido en el artículo 42 del Código de Comercio y demás normativa aplicable. No obstante, el nombramiento de auditores de cuentas corresponderá en todo caso a la entidad obligada a formular y aprobar dichas cuentas e informe conforme a lo dispuesto en el párrafo precedente.

5. Reglamentariamente se establecerán los supuestos en los que, por la naturaleza de las entidades que formen el grupo o por la inexistencia de potenciales perjuicios para los inversores o el funcionamiento regular de los mercados de valores no resulte aplicable la obligación de consolidación a que se refiere el punto anterior. En dichos supuestos las empresas de servicios de inversión pertenecientes a dichos grupos deberán utilizar la definición de fondos propios que reglamentariamente se establezca, cumplir individualmente los requerimientos y límites establecidos para las mismas, así como crear sistemas de vigilancia y control de las fuentes de capital y de financiación de las restantes entidades financieras del grupo que impidan que pudiera perjudicarse la situación financiera de dichas empresas, dando cuenta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la organización de tales sistemas y de sus resultados.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá en estos supuestos, aunque no resulte aplicable la obligación de consolidación, solicitar de las empresas de servicios de inversión que formen parte del grupo, información relativa a los riesgos del grupo en su conjunto, tales como grandes riesgos, participaciones en empresas no financieras u otras; así como imponer restricciones a las transferencias de capital de las empresas de servicios de inversión con el resto de entidades del grupo. Todo ello sin perjuicio de las atribuciones que a la Comisión Nacional del Mercado de Valores otorga el punto 9 del presente artículo.

Asimismo, se determinarán reglamentariamente los ti-

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

pos de entidades financieras que deberán incluirse en el grupo consolidable de empresas de servicios de inversión a que se refiere el punto anterior.

6. Formarán parte del grupo consolidable:

- a) Las empresas de servicios de inversión.
- b) Las entidades de crédito, sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo segundo del número 3 del artículo 8 de la Ley 13/1985.
- c) Las sociedades de inversión mobiliaria.
- d) Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, las sociedades gestoras de fondos de titulación, así como las sociedades gestoras de fondos de pensiones, cuyo objeto exclusivo sea la administración y gestión de los citados fondos.
- e) Las sociedades de capital-riesgo y las sociedades gestoras de fondos de capital-riesgo.
- f) Las entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones.

Asimismo, formarán parte del grupo consolidable de empresas de servicios de inversión las sociedades instrumentales cuya actividad principal suponga la prolongación del negocio de alguna de las entidades incluidas en la consolidación, o incluya la prestación a éstos de servicios auxiliares.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá autorizar la exclusión individual de una entidad del grupo consolidable de empresas de servicios de inversión, cuando se dé cualquiera de los supuestos establecidos en el número 2 del artículo 43 del Código de Comercio, o cuando la inclusión de dicha entidad en la consolidación resulte inadecuada para el cumplimiento de los objetivos de la supervisión de dicho grupo.

7. Las entidades aseguradoras no formarán parte en ningún caso de los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión.

8. Reglamentariamente podrá regularse la forma en que las reglas que esta Ley contempla sobre recursos propios y supervisión de los grupos consolidables deberán ser aplicables a los subgrupos de empresas de servicios de inversión, entendiéndose por tales aquéllos que, incluyendo entidades de tal naturaleza, se integren, a su vez, en un grupo consolidable de mayor extensión.

De igual forma podrá regularse el modo de integración del subgrupo en el grupo y la colaboración entre los organismos supervisores.

9. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá, requerir a las entidades sujetas a consolidación

cuanta información sea necesaria para verificar las consolidaciones efectuadas y analizar los riesgos asumidos por el conjunto de las entidades consolidadas, así como podrá, con igual objeto, inspeccionar sus libros, documentación y registros.

Cuando de las relaciones económicas, financieras o gerenciales de una empresa de servicios de inversión con otras entidades quepa presumir la existencia de una relación de control en el sentido del presente artículo, sin que las entidades hayan procedido a la consolidación de sus cuentas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá solicitar información a esas entidades o inspeccionarlas, a los efectos de determinar la procedencia de la consolidación.

10. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá solicitar información de las personas físicas e inspeccionar a las entidades no financieras con las que exista una relación de control conforme a lo previsto en el artículo 4 de la presente Ley a efectos de determinar su incidencia en la situación jurídica, financiera y económica de las empresas de servicios de inversión y de sus grupos consolidables.

11. El cumplimiento por el grupo consolidable de lo dispuesto en los números precedentes no exonerará a las sociedades o agencias de valores integradas en él de cumplir individualmente sus requerimientos de recursos propios.

12. Cuando existan entidades extranjeras susceptibles de integrarse en un grupo consolidable de empresas de servicios de inversión, reglamentariamente se regulará el alcance de la supervisión en base consolidada a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, atendiendo, entre otros criterios, al carácter comunitario o extracomunitario de las entidades, su naturaleza jurídica y grado de control.

13. El deber de consolidación establecido en el artículo 42 del Código de Comercio se entenderá cumplido mediante la consolidación a que se refieren los números anteriores por aquellos grupos de sociedades cuya entidad dominante sea una empresa de servicios de inversión, o por aquellos otros que tengan como dominante una sociedad cuya actividad principal sea la tenencia de participaciones en empresas de servicios de inversión. Dicho deber se entenderá cumplido, asimismo, para los grupos de los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Ello se entiende sin perjuicio de la obligación de consolidar entre sí que pueda existir para las filiales que no sean entidades financieras, en los casos que proceda de acuerdo con el señalado artículo 42 del Código de Comercio.

Artículo 86 bis (1)

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

Artículo 87 (1)

1. Cuando en un grupo consolidable de empresas de servicios de inversión existan otros tipos de entidades sometidas a requerimientos específicos de recursos propios, el grupo deberá alcanzar, a efectos de suficiencia de tales recursos, la más alta de las magnitudes siguientes:

a) La necesaria para alcanzar los niveles mínimos que se establezcan conforme a lo previsto en la letra d) del número 1 del artículo 70.

b) La suma de los requerimientos de recursos propios establecidos para cada clase de entidades integrantes del grupo, calculados de forma individual o subconsolidada según sus normas específicas.

2. El cumplimiento por el grupo de lo dispuesto en el número precedente no exonerará a las entidades financieras integradas en él, cualquiera que sea su naturaleza, de cumplir individualmente sus requerimientos de recursos propios. A tal efecto, dichas entidades serán supervisadas en base individual por el organismo que corresponda a su naturaleza.

3. Toda norma que se dicte en desarrollo de lo que esta Ley prevé y que pueda afectar a entidades financieras sujetas a la supervisión del Banco de España o de la Dirección General de Seguros se dictará previo informe de estos organismos.

4. Siempre que en un grupo consolidable de empresas de servicios de inversión existiesen entidades sujetas a supervisión en base individual por organismo distinto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ésta, en el ejercicio de las competencias que la presente Ley le atribuye sobre dichas entidades, deberá actuar de forma coordinada con el organismo supervisor que en cada caso corresponda. El Ministro de Economía y Hacienda podrá dictar las normas necesarias para asegurar la adecuada coordinación.

5. El Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a propuesta del Banco de España, podrá acordar que un grupo de empresas de servicios de inversión en el que integren una o más entidades de crédito susceptibles de adherirse a un fondo de garantía de depósitos tenga la consideración de grupo consolidable de entidades de crédito y quede, por consiguiente, sometido a supervisión en base consolidada por el Banco de España.

Artículo 88

Sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 84 y 87, el Banco de España ejercerá facultades de supervisión e ins-

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

pección sobre los miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los titulares de cuenta a nombre propio y sobre las entidades gestoras, así como sobre las actividades relacionadas con el Mercado de Valores realizadas por entidades inscritas en los Registros a su cargo a que se refiere el artículo 65. (2)

En todos los casos de confluencia de competencias de supervisión e inspección entre la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, ambas instituciones coordinarán sus actuaciones bajo el principio de que la tutela de la solvencia de las entidades financieras afectadas recae sobre la institución que mantenga el correspondiente Registro y la del funcionamiento de los mercados de valores corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2)

La Comisión Nacional del Mercado de Valores prestará cuanta colaboración le sea requerida por la Autoridad Judicial o por el Ministerio Fiscal en orden al esclarecimiento de hechos relacionados con los mercados de valores que puedan revestir carácter delictivo.

Artículo 89

Con las salvedades previstas en el artículo siguiente, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ordenar a los emisores de valores y a cualquier entidad relacionada con los mercados de valores que procedan a poner en conocimiento inmediato del público hechos o informaciones significativas que puedan afectar a la negociación de los mismos, pudiendo, en su defecto, hacerlo ella misma.

Artículo 90 (3)

1. En el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección previstas en la presente Ley, la Comisión Nacional del Mercado de Valores colaborará con las autoridades que tengan encomendadas funciones semejantes en Estados extranjeros, pudiendo suscribir a tal efecto acuerdos de colaboración. En particular, podrá comunicar informaciones relativas a la dirección, gestión, solvencia y propiedad de las empresas de servicios de inversión, y demás entidades registradas, así como las que contribuyan a una mejor supervisión de los mercados de valores o sirvan para evitar, perseguir o sancionar conductas irregulares.

En el caso de que las autoridades competentes no pertenezcan a otro Estado miembro de la Unión Europea, el su-

(2) Párrafo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(3) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

ministro de estas informaciones exigirá que exista reciprocidad y que las autoridades competentes estén sometidas al secreto profesional en condiciones que, como mínimo, sean equiparables a las establecidas en las leyes españolas.

El acceso de las Cortes Generales a la información sometida al deber de secreto se realizará a través del Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de conformidad con lo previsto en los Reglamentos parlamentarios. A tal efecto, el Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá solicitar motivadamente de los órganos competentes de la Cámara la celebración de sesión secreta o la aplicación del procedimiento establecido para el acceso a las materias clasificadas.

2. Las informaciones o datos confidenciales que la Comisión Nacional del Mercado de Valores u otras autoridades competentes hayan recibido en el ejercicio de sus funciones y la supervisión o inspección previstas en ésta u otras leyes, estarán sujetas a secreto profesional y no podrán ser divulgados a ninguna persona o autoridad. La reserva se entenderá levantada, desde el momento en que los interesados hagan públicos los hechos a que aquélla se refiera.

3. Todas las personas que desempeñen o hayan desempeñado una actividad para la Comisión Nacional del Mercado de Valores y hayan tenido conocimiento de datos de carácter reservado están obligadas a guardar secreto. El incumplimiento de esta obligación determinará las responsabilidades penales y las demás previstas por las leyes. Estas personas no podrán prestar declaración ni testimonio, ni publicar, comunicar, exhibir datos o documentos reservados, ni siquiera después de haber cesado en el servicio, salvo expreso permiso otorgado por el órgano competente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si dicho permiso no fuera concedido, la persona afectada mantendrá el secreto y quedará exenta de la responsabilidad que de ello emane.

4. Se exceptúan de la obligación de secreto regulado en el presente artículo:

a) Cuando el interesado consienta expresamente la difusión, publicación o comunicación de los datos.

b) La publicación de datos agregados a fines estadísticos, o las comunicaciones en forma sumaria o agregada de manera que las entidades individuales no puedan ser identificadas ni siquiera indirectamente.

c) Las informaciones requeridas por las autoridades judiciales competentes en un proceso penal, o en un juicio civil, si bien en este último caso la obligación de secreto se mantendrá en todo lo relativo a las exigencias prudenciales de una empresa de servicios de inversión.

d) Las informaciones que, en el marco de los procedimientos mercantiles derivados de la suspensión de pagos, quiebra o liquidación forzosa de una empresa de servicios de inversión, sean requeridas por las autoridades judiciales,

siempre que no versen sobre terceros implicados en el reflotamiento de la entidad.

e) Las informaciones que, en el marco de los recursos administrativos o jurisdiccionales entablados sobre resoluciones administrativas dictadas en materia de ordenación y disciplina de los mercados de valores, sean requeridas por las autoridades administrativas o judiciales competentes.

f) Las informaciones que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenga que facilitar para el cumplimiento de sus respectivas funciones a las Comunidades Autónomas con competencias en materia de Bolsas de Valores; al Banco de España; a la Dirección General de Seguros; a los órganos rectores de los mercados secundarios oficiales con el objeto de garantizar el funcionamiento regular de los mismos; a los fondos de garantía de inversores; a los interventores o síndicos de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de su grupo, designados en los correspondientes procedimientos administrativos o judiciales, y a los auditores de cuentas de las empresas de servicios de inversión y de sus grupos.

g) Las informaciones que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenga que facilitar a las autoridades responsables de la lucha contra el blanqueo de capitales en aplicación de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, así como las comunicaciones que, de modo excepcional, puedan realizarse en virtud de lo dispuesto en los artículos 111 y 112 de la Ley General Tributaria, previa autorización indelegable del Ministro de Economía y Hacienda. A estos efectos, deberán tenerse en cuenta los acuerdos de colaboración formalizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con autoridades supervisoras de otros países.

h) Las informaciones requeridas por una Comisión Parlamentaria de Investigación en los términos establecidos por su legislación específica.

i) Las informaciones que la Comisión Nacional del Mercado de Valores decida facilitar a un sistema o Cámara de Compensación y Liquidación de un Mercado de Valores español, cuando considere que son necesarias para garantizar el correcto funcionamiento de dichos órganos ante cualquier incumplimiento, o posible incumplimiento, que se produzca en el mercado.

j) Las informaciones que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenga que facilitar, para el cumplimiento de sus funciones, a los organismos o autoridades de otros países en los que recaiga la función pública de supervisión de las entidades de crédito, de las empresas de seguros, de otras instituciones financieras y de los mercados financieros, o la gestión de los sistemas de garantía de depósitos o indemnización de los inversores, siempre que exista reciprocidad, y que los organismos y autoridades estén sometidos a secreto profesional en condiciones que, como mínimo, sean equiparables a las establecidas por las Leyes españolas.

k) Las informaciones que por razones de supervisión prudencial o sanción de las empresas de servicios de inversión y entidades o instituciones financieras y mercados sujetos al ámbito de esta Ley, la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenga que dar a conocer al Ministerio de Economía y Hacienda o a las autoridades de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores.

5. Las autoridades judiciales que reciban de la Comisión Nacional del Mercado de Valores información de carácter reservado vendrán obligadas a adoptar las medidas pertinentes que garanticen la reserva durante la sustanciación del proceso de que se trate. Las restantes autoridades, personas o entidades que reciban información de carácter reservado quedarán sujetas al secreto profesional regulado en el presente artículo y no podrán utilizarla sino en el marco del cumplimiento de las funciones que tengan legalmente establecidas.

Los miembros de una Comisión Parlamentaria de Investigación que reciban información de carácter reservado vendrán obligados a adoptar las medidas pertinentes que garanticen la reserva.

6. Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 6 del Real Decreto legislativo 1290/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España deberán suministrarse mutuamente toda clase de informaciones susceptibles de contribuir al adecuado desarrollo de las actividades de cuya supervisión última sea responsable cada una de ellas.

Artículo 91

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá eximir del cumplimiento de las obligaciones previstas en los artículos 53, 82 y 89 cuando considere que la divulgación de tales informaciones sería contraria al interés público o iría en detrimento grave de quien la divulga, siempre y cuando, en este último caso, sea improbable que tal omisión induzca al público a error con respecto a hechos y circunstancias cuyo conocimiento sea esencial para la evaluación de los valores en cuestión.

Artículo 92

La Comisión Nacional del Mercado de Valores mantendrá, con el carácter de registros oficiales, a los que el público tendrá libre acceso:

a) Un registro de las entidades que tengan encomendada la llevanza del registro contable correspondiente a cada una de las emisiones de valores representados mediante anotaciones en cuenta.

b) Un registro de las comunicaciones de proyectos de emisión.

c) Un registro que contendrá los informes de auditoría de cuentas exigidos en virtud de lo previsto en la presente Ley y los requerimientos oficiales de la Comisión sobre remisión de los mismos y ampliación o revisión de su contenido.

d) Un registro que contendrá los folletos informativos aprobados por la Comisión en virtud de lo previsto en la presente Ley.

e) Un Registro de los documentos a que se refiere el artículo 6 y, en general, de los referidos en la letra b) del artículo 26. (1)

f) Un registro de las empresas de servicios de inversión que operen en España y, en su caso, de sus administradores, directivos y asimilados. (2)

g) Un registro de las entidades previstas en el número 2 del artículo 65. (2)

h) Un registro de los agentes o apoderados que actúen con carácter habitual por cuenta de las empresas de servicios de inversión. (2)

i) Un registro de titulares de participaciones significativas previstas en el artículo 53. (2)

j) Un registro de hechos e informaciones significativas para los Mercados de Valores. (2)

La incorporación a los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los informes de auditoría de cuentas y de los folletos informativos sólo implicará el reconocimiento de que aquéllos contienen toda la información requerida por las normas que fijen su contenido y en ningún caso determinará responsabilidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la falta de veracidad de la información en ellos contenida.

Artículo 93

El Ministerio de Economía y Hacienda regulará, sin perjuicio de las competencias en la materia de las Comunidades Autónomas, la constitución por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, de estimarse necesario, por los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales de valores y por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de servicios destinados a atender las reclamaciones que, en materias de su competencia, pueda formular el público, así como a asesorar a éste sobre sus derechos y los cauces legales existentes para su ejercicio.

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

(2) Letras f), g), h), i), j), incorporadas por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Artículo 94

El Ministro de Economía y Hacienda determinará los casos en que la publicidad de las actividades contempladas en esta Ley estará sometida a autorización o a otra modalidad de control administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y aprobará, en general, las normas especiales a que la misma habrá de sujetarse.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores ejercerá las acciones procedentes con objeto de conseguir la cesación o rectificación de la publicidad que resulte contraria a las disposiciones a que se refiere el párrafo anterior o que en general deba reputarse ilícita conforme a las normas generales en materia publicitaria, sin perjuicio de las sanciones que resulten aplicables de acuerdo con el capítulo siguiente de esta Ley.

CAPÍTULO II

Infracciones y sanciones

Artículo 95

Las personas físicas y entidades a las que resulten de aplicación los preceptos de la presente Ley, así como quienes ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección de estas últimas, que infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en este capítulo. (1)

Ostentan cargos de administración o dirección en las entidades a que se refiere el párrafo anterior, a los efectos de lo dispuesto en este capítulo, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus Directores generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección. (1)

Se consideran normas de ordenación y disciplina del Mercado de Valores las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el número 1 del artículo 84 de esta Ley o a la actividad relacionada con el mercado de valores de las personas o entidades a que se refiere el número 2 del mismo y que sean de obligada observancia para las mismas. Entre las citadas disposiciones administrativas se entenderán comprendidas las disposiciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores previstas en el artículo 15 de esta Ley.

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

Artículo 96

El ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere la presente Ley será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal. No obstante, cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta Ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento.

Artículo 97

1. La competencia para la incoación, instrucción y sanción en los procedimientos sancionadores a que se refiere este capítulo se ajustará a las siguientes reglas: (2)

a) La incoación e instrucción de expedientes corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La incoación de expedientes, cuando afecte a empresas de servicio de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, se comunicará a sus autoridades supervisoras, a fin de que, sin perjuicio de las medidas cautelares y sanciones que procedan con arreglo a la presente Ley, adopten las que consideren apropiadas para que cese la actuación infractora o se evite su reiteración en el futuro. (2)

b) La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

c) La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y previo informe de su Comité Consultivo, salvo la de revocación de la autorización, que se impondrá por el Consejo de Ministros.

Cuando la entidad infractora sea una entidad de crédito, será preceptivo para la imposición de la correspondiente sanción el informe del Banco de España.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores será igualmente competente para incoar e instruir los expedientes sancionadores a los que se refiere el artículo 89 del Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

Los registradores mercantiles remitirán, por conducto de la Dirección General de Registros y del Notario, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el plazo de un

(2) Párrafo inicial y letra a) redactados conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

mes desde la calificación del depósito, certificación de las cuentas anuales y documentos complementarios de aquellas sociedades que hubieren infringido las normas del Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, en materia de negocios sobre las propias acciones.

A tal efecto, los administradores de la sociedad que depositen las cuentas deberán informar en documento aparte, con la debida individualización, de los negocios sobre las propias acciones

2. Cuando la competencia sancionadora corresponda a las Comunidades Autónomas, los órganos competentes para la incoación, instrucción y sanción se fijarán en las normas orgánicas que distribuyan las competencias en el ámbito interno de la respectiva Comunidad Autónoma. (1)

Artículo 98 (2)

1. En materia de procedimiento sancionador, resultará de aplicación la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y su desarrollo reglamentario, con las especialidades resultantes de los artículos 21 a 24 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

Igualmente será aplicable en el ejercicio de la potestad sancionadora atribuida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo dispuesto en los artículos 7, 14 y 15 de la citada Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina o Intervención de las Entidades de Crédito, así como, en relación con las entidades comprendidas en el número 1 del artículo 84 de esta Ley, lo previsto en el artículo 17 de aquélla.

2. Las resoluciones que impongan sanciones conforme a lo dispuesto en esta Ley serán ejecutivas cuando pongan fin a la vía administrativa. En las mismas se adoptarán, en su caso, las disposiciones cautelares precisas para garantizar su eficacia en tanto no sean ejecutivas.

3. La imposición de las sanciones, con excepción de la amonestación privada, se hará constar en el correspondiente registro administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Las sanciones de suspensión, separación y separación con inhabilitación, una vez sean ejecutivas, se harán constar además, en su caso, en el Registro Mercantil.

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

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

4. Una vez que las sanciones impuestas a una persona jurídica sean ejecutivas, deberán ser objeto de comunicación a la inmediata junta general que se celebre.

5. Las sanciones por infracciones muy graves serán objeto de publicación en el «Boletín Oficial del Estado» una vez que sean firmes en vía administrativa.

6. El Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá condonar, total o parcialmente, o aplazar el pago de las multas impuestas a personas jurídicas cuando hayan pasado a estar controladas por otros accionistas después de cometerse la infracción, estén incursas en un procedimiento concursal, o se den otras circunstancias excepcionales que hagan que el cumplimiento de la sanción en sus propios términos atente contra la equidad o perjudique a los intereses generales. Lo anterior no alcanzará en ningún caso a las sanciones impuestas a quienes ocupaban cargos de administración o dirección en dichas personas jurídicas cuando se cometió la infracción.

En ningún caso habrá lugar a la condonación o aplazamiento si, en el supuesto de transmisión de acciones de la entidad sancionada, hubiere mediado precio o superada la situación concursal pudiera afrontarse la sanción.

Artículo 99

Constituyen infracciones muy graves de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el artículo 95 de esta Ley los siguientes actos u omisiones:

a) El ejercicio, no meramente ocasional o aislado, por las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores, o por los organismos rectores de los demás mercados oficiales o no, por la sociedad de bolsas, por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, o por los órganos de compensación y liquidación de los mercados secundarios, oficiales o no, por las sociedades gestoras de los fondos de garantía de inversiones, de actividades de intermediación financiera, o, en general, ajenas a su objeto social exclusivo. (3)

b) La admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales por sus organismos rectores sin la previa verificación, contemplada en el artículo 32 de esta Ley, así como la suspensión o exclusión por los mismos de la negociación de algún valor, o el incumplimiento de las circunstancias anteriores en el marco de un mercado secundario no oficial. (3)

c) El incumplimiento, no meramente ocasional o aislado, por los organismos rectores de los mercados secundarios, oficiales o no, con exclusión del Banco de España, por el

(3) Letras a) y b) redactadas conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, o por los organismos de compensación y liquidación, de los mercados secundarios, oficiales o no, de las normas reguladoras de dichos mercados o de sus propias actuaciones, desatendiendo los requerimientos que a este efecto les hayan sido formulados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. (1)

d) La adquisición o cesión de valores por cuenta propia por aquellos miembros de los mercados secundarios oficiales que únicamente estén autorizados para operar por cuenta ajena, así como el incumplimiento de las obligaciones derivadas del artículo 40 de esta Ley, salvo que tales actividades o incumplimientos tengan un carácter ocasional o aislado.

e) El incumplimiento de la obligación de consolidación recogida en el artículo 86 de esta Ley, así como el carecer las sociedades citadas en dicho artículo de la contabilidad y registros legalmente exigidos, llevarlos con vicios o irregularidades esenciales que impidan conocer la situación patrimonial y financiera de la entidad o del grupo, o no contabilizar las operaciones que realicen o en que medien. (2)

f) La infracción de la prohibición establecida en el párrafo cuarto del artículo 12 por parte de los miembros de los mercados secundarios, oficiales o no, y de las entidades, encargadas de los registros contables, así como la llevanza, por parte de estas últimas, de los registros contables correspondientes a valores representados mediante anotaciones en cuenta con retraso, inexactitud u otra irregularidad sustancial. (3)

g) El incumplimiento por parte de las entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y de las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores o de los órganos de compensación y liquidación de los mercados secundarios, oficiales o no, de las normas que regulen sus relaciones con los correspondientes registros contables de carácter central. (3)

h) La no expedición por los miembros de los mercados secundarios, oficiales o no, de los documentos acreditativos, de las operaciones a que se refiere el apartado c) del artículo 44 de la Ley, o la falta de entrega de los mismos a sus clientes, salvo que tengan un carácter meramente ocasional y aislado, así como la circunstancia de no reflejar en aquéllos sus términos reales. (3)

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

(2) Letra e) redactada conforme a la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras.

(3) Letras f), g), h), i) redactadas conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

i) El desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el Mercado de Valores cuando produzcan una alteración significativa de la cotización y generen daños considerables a los inversores. (3)

j) El incumplimiento no meramente ocasional de las obligaciones previstas en el artículo 41 de la Ley.

k) La reducción de los recursos propios de las Sociedades y Agencias de Valores y de sus grupos a nivel inferior al 80 por 100 del mínimo exigible, permaneciendo en esta situación durante seis meses, al menos, consecutivos. (4)

l) La inobservancia por las Sociedades y Agencias de Valores de lo previsto en los artículos 66, 69, 71, 72 y 75.

ll) La difusión voluntaria, de forma maliciosa, de informaciones o recomendaciones que puedan inducir a error al público en cuanto a la apreciación que merezca determinado valor o la ocultación de circunstancias relevantes que puedan afectar a la imparcialidad de dichas informaciones o recomendaciones. (5)

m) El incumplimiento por parte de las entidades a las que se refieren los artículos 35 y 86 de la Ley de la obligación de someter sus cuentas e informes de gestión individuales y consolidados a auditoría de cuentas. (6)

n) La emisión de valores sin autorización, en los casos en los que ésta sea preceptiva, sin observar las condiciones básicas fijadas en la misma, o sin la concurrencia previa de los requisitos establecidos en el artículo 26 de esta Ley en los casos en que sean de obligado cumplimiento, así como la colocación de la emisión sin atenerse a las condiciones básicas previamente establecidas o el incumplimiento por causa imputable al emisor de los plazos previstos en el folleto para la admisión a negociación de los valores en mercados secundarios. (7)

ñ) El incumplimiento, por los emisores de valores, de la obligación establecida en el artículo 82 o de los requerimientos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores formulados en virtud del artículo 89, así como el suministro a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de datos ine-

(4) Letra k) redactada conforme a la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras.

(5) Letra ll) redactadas conforme a la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

(6) Letra m) redactada conforme a la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras.

(7) Letra n) redactadas conforme, a la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

xactos o no veraces, o la aportación a la misma de información engañosa o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes. (1)

o) El incumplimiento de lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 81. (2)

p) La inobservancia del deber de información previsto en el artículo 53 de esta Ley o la información con una demora, respecto del plazo establecido, igual o superior a este último.

q) El ejercicio o la realización habitual de las actividades u operaciones comprendidas en el artículo 71 de esta Ley por entidades o personas no habilitadas al efecto.

r) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 60 y 61 de esta Ley.

s) La realización de actos fraudulentos o la utilización de personas físicas o jurídicas interpuestas con la finalidad de conseguir un resultado cuya obtención directa implicaría, al menos, la comisión de una infracción grave, así como la intervención o realización de operaciones sobre valores que implique simulación de las transferencias de la titularidad de los mismos.

t) La negativa o resistencia a la actuación inspectora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por parte de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el artículo 84 de la Ley, siempre que medie requerimiento expreso y por escrito al respecto.

u) Las infracciones graves cuando durante los cinco años anteriores a su comisión hubiera sido impuesta al infractor sanción firme por el mismo tipo de infracción.

Cuando las infracciones contemplados en las letras e), k) y m) del párrafo anterior se produzcan con referencia a los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión, o a los grupos consolidables de los que sean dominantes las entidades a las que se refieren las letras a) y b) del número 1 del artículo 84, se considerará responsable a la entidad obligada a formular y aprobar las cuentas y el informe de gestión consolidados. (3)

(1) Letra ñ) redactada conforme, a la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

(2) Letra o) redactada conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(3) Párrafo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Artículo 100

Constituyen infracciones graves de las personas físicas y jurídicas a que se refiere el artículo 95 de esta Ley, los siguientes actos u omisiones:

a) El nombramiento por las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores o por los organismos rectores de los demás mercados, oficiales o no, por la sociedad de bolsas, por el Servicio de Liquidación y Compensación de Valores o de los organismos de liquidación y compensación o por las sociedades gestoras de los fondos de garantía de inversiones de miembros de su Consejo de Administración y, en su caso, de Directores generales sin la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, cuando proceda, de la Comunidad Autónoma con competencias en materia de mercados de ámbito autonómico. (4)

b) La falta de remisión en plazo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de cuantos documentos o informaciones deban remitírsele o ésta requiera en el ejercicio de sus funciones, siempre que la citada Comisión hubiera recordado por escrito la obligación o reiterado el requerimiento.

c) El incumplimiento por las entidades comprendidas en el artículo 86 de las normas vigentes sobre contabilización de operaciones, formulación de cuentas o sobre el modo en que deban llevarse los libros y registros oficiales, así como de las normas sobre consolidación. (5)

d) La percepción por los miembros de los mercados secundarios, oficiales o no, de comisiones en cuantía superior a los límites en su caso establecidos o sin haber cumplido el requisito de previa publicación y comunicación de las tarifas en el supuesto de que ello resulte obligatorio. (6)

e) El incumplimiento por aquellos que no sean empresas de servicios de inversión, ni entidades financieras, ni fedatarios públicos, de las obligaciones, limitaciones o prohibiciones que deriven de lo dispuesto en el artículo 36 de esta Ley o de las disposiciones o reglas dictadas de acuerdo con lo previsto en los artículos 38 y 43 de la misma. (6)

f) El uso indebido de las denominaciones a las que se refiere el número 5 del artículo 64. (6)

g) La inobservancia por las empresas de servicios de in-

(4) Letra a) redactada conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(5) Letra c) redactada conforme a la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras.

(6) Letras d), e), y f) redactadas conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

versión de las reglas que se dicten al amparo de lo previsto en la letra e) del número 1 del artículo 70. (1)

h) El incumplimiento de la normativa que se dicte al amparo de lo previsto en la letra d) del número 1 del artículo 70, cuando no constituya infracción muy grave. (1)

i) La denegación injustificada o los retrasos injustificados y reiterados en la transmisión y ejecución de órdenes de suscripción de compra o venta de valores en un mercado oficial que reciban las personas habilitadas legalmente a ejercer tales actividades. (2)

j) La falta de comunicación de informaciones a los organismos rectores de los mercados secundarios, oficiales o no, o a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los casos en que dicha comunicación sea preceptiva con arreglo a esta Ley y no constituya infracción muy grave conforme al artículo anterior. (3)

k) El cese o disminución de una participación significativa incumpliendo lo previsto en el número 9 del artículo 69. (3)

l) La realización de publicidad con infracción de las disposiciones del Ministro de Economía y Hacienda a que se refiere el artículo 94 de esta Ley o que, en general, deba reputarse ilícita.

ll) La negativa o resistencia a difundir, en los términos previstos en el último párrafo del artículo 28, el folleto informativo de una emisión de valores. (4)

m) El incumplimiento de las normas previstas en esta Ley en materia de información a sus clientes, por parte de las entidades que ejerzan habitualmente actividades relacionadas con el mercado de valores, en el caso de que esta información resulte obligatoria.

n) La infracción o el incumplimiento de las normas de conducta previstas en el Título VII cuando no constituyan infracción muy grave conforme al artículo anterior. (5)

o) Los incumplimientos previstos en los apartados a), c),

(1) Letras g) y h) redactadas conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(2) Letra i) redactada conforme a la Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990.

(3) Letras j), k) redactadas conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(4) Letra ll) incorporada conforme a la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

(5) Letra n) redactada conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

d), h), j) y q) del artículo anterior, cuando tenga carácter ocasional o aislado o no concorra la nota de habitualidad a que tales apartados se refieren.

p) La llevanza por las entidades citadas en el artículo 86 de los libros de contabilidad y registros obligatorios con un retraso superior a cuatro meses.

q) Las infracciones leves cuando durante los dos años anteriores a su comisión el infractor haya sido objeto de sanción por el mismo tipo de infracción. (6)

r) El incumplimiento de lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 81 de esta Ley. (7)

s) La efectiva administración o dirección de las entidades a que se refiere el artículo 84.1 de esta Ley por personas que no ejerzan de derecho en las mismas un cargo de dicha naturaleza. (8)

t) La infracción de las normas de conducta establecidas en el Título VII de esta Ley, o en las disposiciones dictadas en su desarrollo, cuando no constituyan infracción muy grave, con arreglo a lo previsto en el artículo anterior. (8)

u) El incumplimiento por las entidades emisoras con valores admitidos a negociación en los mercados secundarios de valores de sus obligaciones respecto del sistema de registro de dichos valores. (8)

v) La realización por parte de empresas de servicios de inversión, o de otras entidades autorizadas, de operaciones en un mercado, o sistema organizado de negociación de valores u otros instrumentos financieros, que no hayan obtenido las autorizaciones exigidas en esta Ley. (8)

w) El desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el Mercado de Valores cuando no tenga la consideración de infracción muy grave. (8)

x) El incumplimiento de lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 81 de esta Ley cuando los beneficios obtenidos por el infractor sean de escasa relevancia. (8)

y) El incumplimiento de las obligaciones previstas en el artículo 41 de esta Ley cuando no constituyan infracción muy grave. (8)

Cuando las infracciones contempladas en las letras c),

(6) Letra q) redactada conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(7) Letra r) incorporada por Ley 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modifican entre otros preceptos, determinados artículos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(8) Letras s), t), u), v), w), x), y) incorporadas por Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

g) y h) del párrafo anterior se produzcan con referencia a los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión, o a los grupos consolidables de los que sean dominantes las entidades a las que se refieren las letras a) y b) del número 1 del artículo 84, se considerará responsable a la entidad obligada a formular y aprobar las cuentas y el informe de gestión consolidados. (1)

Artículo 101

Constituyen infracciones leves de las entidades y personas a que se refiere el artículo 95, aquellas infracciones de preceptos de obligada observancia comprendidos en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores que no constituyan infracción grave o muy grave conforme a lo dispuesto en los dos artículos anteriores.

Artículo 102

Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones (2):

a) Multa por importe no inferior al tanto, ni superior al quintuplo, del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cantidades resultantes: El 5 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50.000.000 de pesetas. (2)

b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor, en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a cinco años.

c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario, oficial o no, correspondiente por un plazo no superior a cinco años. (3)

d) Revocación de la autorización cuando se trate de empresas de servicios de inversión, entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública o de otras entidades inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si se trata de sucursales de empresas de servicios de

1) Párrafo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

(2) Párrafo introductorio y letra a) redactados conforme a la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

(3) Letras c) y d) redactadas conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, esta sanción de revocación se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español. (3)

e) Amonestación pública, con publicación en el "Boletín Oficial del Estado". (4)

f) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años. (4)

g) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en cualquier entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza por plazo no superior a diez años. (4)

Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado o) del artículo 99, se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 5.000.000 de pesetas y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o d) del mismo precepto según proceda por la condición de infractor. (5)

Las sanciones por infracciones muy graves serán publicadas en el «Boletín Oficial del Estado» una vez sean firmes en vía administrativa. (6)

Artículo 103

Por la comisión de infracciones graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones: (7)

a) Amonestación pública, con publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

b) Multa por importe de hasta el tanto del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cifras: El 2 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora,

(4) Letras e), f) y g), incorporadas por Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(5) Párrafo incorporado por Ley 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modifican entre otros preceptos, determinados artículos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

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

(6) Letra b) redactada conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(7) Párrafo introductorio redactado por Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 25.000.000 de pesetas. (1)

c) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a un año.

d) Suspensión de la condición de miembro de un mercado secundario, oficial o no, correspondiente por plazo no superior a un año. (2)

e) Suspensión por plazo no superior a un año en el ejercicio de todo cargo directivo en la entidad en la que haya cometido la infracción. (3)

Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado r) del artículo 100 se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado b) anterior del presente artículo y, además, una de las sanciones previstas en los apartados a), c) o d) del mismo precepto, sin que la multa que, en su caso, se imponga, pueda ser inferior a 2.000.000 de pesetas. (4)

Artículo 104

Por la comisión de infracciones leves se impondrá al infractor una de las siguientes sanciones:

a) Amonestación privada.

b) Multa por importe de hasta 5.000.000 de pesetas. (5)

Artículo 105

Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones muy graves, cuando la infractora sea persona jurídica podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción. (6)

a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes

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

(2) Letra d) redactada conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(3) Letra e) incorporada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(4) Párrafo redactado conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(5) Letra b) redactada conforme a la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

cifras: El 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50.000.000 de pesetas. (6)

b) Suspensión en el ejercicio del cargo por plazo no superior a tres años.

c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.

d) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier entidad de las previstas en el número 1 del artículo 84 o en una entidad de crédito por plazo no superior a diez años. (7)

Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado o) del artículo 99, se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 5.000.000 de pesetas y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o d) del mismo precepto. (8))

Artículo 106

Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones graves, cuando la infractora sea una persona jurídica podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción: (9)

a) Amonestación pública, con publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

b) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: El 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 25.000.000 de pesetas. (10)

(6) Párrafo introductorio y letra a) redactados conforme a la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

(7) Letra d) redactada conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(8) Párrafo incorporado por Ley 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modifican entre otros preceptos, determinados artículos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(9) Párrafo introductorio redactado conforme a la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

(10) Letra b) redactada conforme a la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones al sistema financiero.

c) Suspensión en el ejercicio de todo cargo directivo en la entidad por plazo no superior a un año.

Artículo 107 (6)

Será de aplicación a las entidades enumerados en las letras a), b), c), d), e) y f) del número 1 del artículo 84 lo dispuesto para las entidades de crédito en el Título III de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. La competencia para acordar las medidas de intervención o sustitución corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las resoluciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que pongan fin al procedimiento serán susceptibles de recurso ordinario ante el Ministro de Economía Y Hacienda.

TÍTULO IX

Régimen Fiscal de las Operaciones sobre Valores

Artículo 108 (7)

1. La transmisión de valores, admitidos o no a negociación en un mercado secundario oficial, estará exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y del Impuesto sobre el Valor Añadido.

2. Quedan exceptuadas de lo dispuesto en el apartado anterior y tributarán por el concepto de «Transmisiones Patrimoniales Onerosas» en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados:

1.º Las transmisiones realizadas en el mercado secundario, así como las adquisiciones en los mercados primarios como consecuencia del ejercicio de los derechos de suscripción preferente y de conversión de obligaciones en acciones de valores que representen partes alícuotas del capital social o patrimonio de sociedades, fondos, asociaciones y otras entidades cuyo activo esté constituido al menos en su 50 por 100 por inmuebles situados en territorio nacional, siempre que, como resultado de dicha transmisión o adquisición, el adquirente obtenga la titularidad total de este patrimonio o, al menos, una posición tal que le permita ejercer el control sobre tales entidades.

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

(2) Artículo redactado conforme a la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Tratándose de sociedades mercantiles se entenderá obtenido dicho control cuando directa o indirectamente se alcance una participación en el capital social superior al 50 por 100.

A los efectos del cómputo del 50 por 100 del activo constituido por inmuebles, no se tendrán en cuenta aquéllos, salvo los terrenos y solares, que formen parte del activo circulante de las entidades cuyo objeto social exclusivo consista en el desarrollo de actividades empresariales de construcción o promoción inmobiliaria.

2.º Las transmisiones de acciones o participaciones sociales, recibidas por las aportaciones de bienes inmuebles realizadas con ocasión de la constitución de sociedades o la ampliación de su capital social, siempre que entre la fecha de aportación y la de transmisión no hubiera transcurrido un plazo de un año.

En los casos anteriores, se aplicará el tipo correspondiente a las transmisiones onerosas de bienes inmuebles, sobre el valor de los referidos bienes calculado de acuerdo a las reglas contenidas en la normativa vigente del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Artículo 109

Las entidades emisoras de valores, las Sociedades y Agencias de Valores y los demás intermediarios financieros quedan obligados a comunicar a la Administración Tributaria cualquier operación de emisión, suscripción y transmisión de valores en la que hubieran intervenido. Esta comunicación implicará la presentación de relaciones nominales de compradores y vendedores, clase y número de los valores transmitidos, precios de compra o venta, fecha de la transmisión y número de identificación fiscal del adquirente y transmitente en los plazos y en la forma que reglamentariamente se determine.

A los efectos previstos en el párrafo anterior, quien pretenda adquirir o transmitir valores deberá comunicar, al tiempo de dar la orden correspondiente, su número de identificación fiscal a la entidad emisora e intermediarios financieros respectivos, que no atenderán aquélla hasta el cumplimiento de dicha obligación.

Lo dispuesto en este artículo se entiende sin perjuicio de las salvedades previstas en esta materia por la Disposición Adicional Primera, apartado 1, de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros.

Artículo 110

La Comisión Nacional del Mercado de Valores gozará de las mismas exenciones fiscales que atribuya al Banco de España la legislación vigente.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera. A partir de la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referidos a las Bolsas de Valores, la «Bolsa Oficial de Comercio de Madrid» pasará a denominarse «Bolsa de Valores de Madrid», en tanto que las de Barcelona, Bilbao y Valencia conservarán su denominación de «Bolsas Oficiales de Comercio» hasta que las respectivas Comunidades Autónomas, con competencias en la materia, no varíen esa denominación. Una y otras tendrán a todos los efectos la consideración de Bolsas de Valores y les será de íntegra aplicación lo que se dispone en esta Ley para las mismas. (1)

Segunda. En el momento de entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referentes a las Bolsas de Valores, los Agentes de Cambio y Bolsa, sin perjuicio de conservar su denominación, pasarán a integrarse en el Cuerpo de Corredores de Comercio Colegiados, ocupando en su escalafón el lugar que les corresponda de acuerdo con la antigüedad de cada uno de ellos como Agentes Mediadores Oficiales y quedando íntegramente sujetos a cuantas normas sean aplicables a los citados Corredores de Comercio Colegiados. En dicha fecha quedarán disueltos los Colegios de Agentes de Cambio y Bolsa, entrando a continuación en período de liquidación. El Gobierno determinará el destino que haya de darse a los libros registros y archivos de los Agentes de Cambio y Bolsa y a cuanta documentación oficial conste en sus Colegios.

Por el Ministro de Economía y Hacienda se crearán, antes de la indicada fecha, los Colegios de Corredores de Comercio de Madrid, Barcelona y Bilbao, determinándose, en relación con éstos y con el de Valencia, sus plantillas y previo informe, en su caso, de las Comunidades Autónomas, sus circunscripciones respectivas.

En el plazo de dos años a partir de la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referentes a las Bolsas de Valores, el Gobierno aprobará un nuevo reglamento regulando el ejercicio del cargo y las funciones de Corredor de Comercio Colegiado.

Tercera. La suscripción o transmisión de valores sólo requerirá para su validez la intervención de fedatario público cuando, no estando admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, estén representados mediante títulos al portador y dicha suscripción o transmisión no se efectúe con la participación o mediación de una sociedad o agencia de valores, o de una entidad de crédito».(1)

Cuarta. Se da nueva redacción a la Sección 2.ª del Título

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

(2) Disposición Adicional redactada conforme a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

V del Libro II del Código de Comercio, cuyo tenor será el siguiente:

.....

Quinta. 1. El número 2.º del artículo 1.447 de la Ley de Enjuiciamiento Civil tendrá la siguiente redacción:

.....

2. El artículo 1.482 de la misma Ley tendrá la siguiente redacción:

.....

3. Lo dispuesto en esta disposición adicional entrará en vigor al año de la publicación de esta Ley en el «Boletín Oficial del Estado».

Sexta. La Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, queda modificada en los siguientes términos:

1. El artículo tercero quedará redactado como sigue:

.....

2. El artículo cuarto queda redactado de la siguiente forma:

.....

3. El artículo quinto de la Ley quedará redactado como sigue:

.....

4. Los números uno y tres del artículo octavo se sustituirán en su redacción actual por la siguiente:

.....

5. El párrafo segundo del número cuatro del artículo octavo quedará redactado en los siguientes términos:

.....

6. A) El párrafo primero del número uno del artículo noveno quedará redactado como sigue:

.....

B) El párrafo tercero del número uno del artículo noveno quedará redactado como sigue:

.....

7. El artículo once quedará redactado como sigue:

.....

8. El número uno del artículo trece quedará redactado como sigue:

.....

9. Se incorpora al número uno del artículo diecisiete el siguiente párrafo:

.....

10. El primer párrafo del artículo dieciocho quedará redactado como sigue:

.....

11. A) El número uno del artículo veinte quedará redactado como sigue:

.....

B) Queda suprimido el número siete del artículo veinte.

12. El párrafo primero del artículo veinticinco quedará redactado como sigue:

.....

13. En el artículo 27 se introducen las siguientes modificaciones:

A) El primer párrafo de la letra a) del número uno se sustituye por el siguiente texto:

.....

B) El apartado c) del número uno se sustituye por el siguiente texto:

.....

C) Se suprime el párrafo primero del número dos.

D) El número tres se sustituye en su redacción actual por la siguiente:

.....

16. El texto del título del capítulo V del título I quedará redactado como sigue:

.....

17. El número uno del artículo treinta y uno quedará como sigue:

.....

18. Los números seis y siete del artículo treinta y dos quedarán redactados como sigue:

.....

19. Se incorpora un nuevo artículo a la Ley, con el número treinta y dos bis, con el siguiente texto:

.....

20. El número uno del artículo treinta y seis quedará redactado como sigue:

.....

21. La última frase del último párrafo de la disposición transitoria primera, relativa al plazo máximo para adaptar las inversiones a los coeficientes del artículo cuarto de la propia Ley, queda sustituida por el siguiente párrafo:

.....

22. Se sustituye en la disposición final tercera la expresión «capital y patrimonio fijados en esta Ley» por la de «capital, recursos propios y patrimonio previstos en esta Ley.

23. La disposición transitoria cuarta quedará redactada como sigue:

.....

Séptima. Las competencias que la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, confiere al Ministerio de Economía y Hacienda en los números 6 del artículo 8, 4 del artículo 20, 1 del artículo 28 y 2 del artículo 31, así como las que el Real Decreto 1346/1985, de 17 de julio, por el que se reglamenta la Ley anterior, y las demás disposiciones complementarias se asignan a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera se traspasan a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Octava. A efectos de lo previsto en el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores, aprobado por Ley 8/1980, de 10 de marzo, se entenderá producida una sucesión de empresa:

1.º Entre los actuales Colegios de Agentes de Cambio y Bolsa y las Sociedades contempladas en el artículo 48 de esta Ley, la Sociedad de Bolsas establecida en el 50, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores del 54, los Colegios de Corredores de Comercio previstos en la disposición adicional segunda y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2.º Entre los actuales Agentes de Cambio y Bolsa y las Sociedades o Agencias de Valores en las que cada uno de ellos se integre conforme a lo dispuesto en las disposiciones transitorias sexta y séptima de esta Ley. En el caso de que la integración en las citadas Sociedades o Agencias sea exclusivamente como titular de una participación en el capital, esta sucesión de empresa no afectará al personal que viniera prestando servicios relacionados con el ejercicio de la mediación o fe pública extrabursátil.

Novena. 1. El artículo 545 del Código de Comercio quedará redactado así:

2. Esta disposición adicional entrará en vigor al día siguiente de la publicación de esta Ley en el «Boletín Oficial del Estado», no obstante lo dispuesto en la disposición final primera.

Décima. Por el Ministerio de Economía y Hacienda se habilitarán los créditos necesarios para el cumplimiento de lo previsto en el párrafo primero del artículo 24 de esta Ley.

Disposición adicional undécima. (1)

El Ministro de Economía y Hacienda dará publicidad a la Resolución por la que, al amparo de lo previsto en el artículo 31 de esta Ley, se reconozca a los mercados que tengan el carácter de mercados secundarios oficiales.

La publicidad a que se refiere el párrafo anterior corresponderá a las Comunidades Autónomas con competencias en la materia y respecto a los mercados secundarios oficiales que autoricen de conformidad con lo señalado en el artículo 31.2.d) de la presente Ley.

Disposición adicional duodécima (1)

El mercado interbancario de depósitos no quedará sujeto a las normas de la presente Ley. Corresponderá al Banco de España la regulación y supervisión del funcionamiento de dicho mercado.

Disposición adicional decimotercera (1)

Las referencias que en esta Ley se hacen a empresas de servicios de inversión y autoridades de Estados miembros de la Unión Europea incluyen también a las que pertenecen a otros Estados del Espacio Económico Europeo.

Disposición adicional decimocuarta (1)

Las emisiones de valores realizadas por las Diputaciones forales de la Comunidad Autónoma del País Vasco se asimilarán, a todos los efectos, y teniendo en cuenta las especiales características de las Haciendas Forales, a las emisiones realizadas por una Comunidad Autónoma.

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Primera. Dentro de los dos meses siguientes a la publicación de esta Ley, se procederá al nombramiento de los miembros del primer Consejo de Administración de la Comi-

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

sión Nacional del Mercado de Valores y a la constitución del mismo.

Desde el mismo momento de su constitución, la Comisión Nacional del Mercado de Valores colaborará en la elaboración de las disposiciones de desarrollo de esta Ley y en el estudio y propuesta de las medidas necesarias para la implantación del nuevo sistema en ella establecido.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores asumirá, cuando se produzca la entrada en vigor de los correspondientes preceptos de esta Ley, las competencias que los mismos le atribuyen.

Segunda. Los Consejeros del apartado c) del artículo 17 de esta Ley, del primer Consejo de Administración de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cesarán, uno de ellos, al año contado desde la fecha de su nombramiento, otro, a los dos años, y el tercero, a los tres años. Por sorteo, se determinará el orden en que deben producirse dichos ceses.

A los Consejeros que deben cesar transcurridos uno o dos años desde el comienzo de su mandato no les será de aplicación el límite previsto en el artículo 19, pudiendo ser renovado aquél en dos ocasiones.

Tercera. Los Agentes de Cambio y Bolsa que, con una antelación no inferior a cuatro meses a la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referentes a las Bolsas de Valores, así lo soliciten de la Comisión Nacional del Mercado de Valores tendrán derecho a adquirir la condición de miembros a título individual de la Bolsa de Valores de la plaza a la que se hallen incorporados, correspondiendo expedir el nombramiento a la propia Comisión o, en su caso, a la Comunidad Autónoma con competencias en la materia. Tales miembros quedarán sometidos a las mismas normas que las Agencias de Valores, excepción hecha de las referentes a forma jurídica y capital precisos. Tal condición se entenderá caducada al alcanzar el titular la edad de jubilación vigente en cada momento para los Corredores de Comercio Colegiados.

Los Agentes que se hayan integrado en una Sociedad o Agencia de Valores como titulares de más del 10 por 100 de su capital, como miembros de su consejo de administración o para el desempeño de una actividad remunerada o hayan adquirido la condición de miembros de una Bolsa a título individual quedarán en situación de excedencia voluntaria en el Cuerpo de Corredores de Comercio Colegiados.

Cuarta. Para desempeñar el cargo de Corredor de Comercio en las plazas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia adscritas a los correspondientes Colegios Oficiales, tendrán derecho preferente los actuales Agentes de Cambio y Bolsa. Podrán ejercer este derecho preferente por una sola vez, en cualquiera de los concursos que se convoquen con posterioridad a la fecha de determinación de las plantillas de dichos Colegios. En la resolución de los concursos se otorgará prelación a quienes, en el momento de la entrada en vigor de esta Ley, ostentaran la condición de Agentes de

Cambio y Bolsa y, entre ellos, a quienes, en dicho momento, estuvieran adscritos a la misma plaza atendiendo a la mayor antigüedad en el cargo.

Quinta. Las Sociedades Instrumentales de Agentes Mediadores Colegiados inscritas en el Registro Especial del Ministerio de Economía y Hacienda podrán transformarse en Sociedades y en Agencias de Valores, siempre que cumplan cuantos requisitos se exigen en el título V de esta Ley y lo soliciten de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con cuatro meses, al menos, de antelación a la entrada en vigor de los preceptos de la misma referidos a las Bolsas de Valores. Cuando tales sociedades no hayan formulado dicha solicitud o ésta sea denegada, deberán disolverse en el momento de la referida entrada en vigor de la Ley. Las operaciones de transformación y, en su caso, disolución antes citadas, se efectuarán sin devengo de tributo alguno que esté vinculado a aquéllas, excepto la imposición que corresponda a las alteraciones de patrimonio procedentes de bienes adquiridos por las Sociedades Instrumentales con posterioridad a 4 de marzo de 1988. La ampliación de capital social que, en su caso, sea necesaria para dar cumplimiento a lo previsto en el título V de la Ley estará, además, exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Las Sociedades y Agencias de Valores procedentes de la transformación de Sociedades Instrumentales de Agentes Mediadores Colegiados a las que se refiere el párrafo anterior, únicamente podrán acceder a la condición de miembros de una Bolsa de Valores, durante el período transitorio, si cumplen, además, los requisitos exigidos por la disposición transitoria siguiente.

Sexta. Hasta el 1 de enero de 1992, la participación en el capital de las Sociedades y Agencias de Valores que ostenten la condición de miembro de una Bolsa de Valores de quienes, a la entrada en vigor de esta Ley, no tengan la condición de Agentes de Cambio y Bolsa no podrá exceder de las proporciones siguientes:

Hasta el 30 por 100 durante 1989; hasta el 40 por 100 durante 1990; hasta el 50 por 100 durante 1991. A partir de 1 de enero de 1992 la participación de terceros en el capital social de dichas Sociedades y Agencias podrá producirse sin límite alguno.

La participación de capital extranjero de los residentes en los Estados no miembros de la Comunidad Económica Europea no será admitida en el período transitorio.

La participación en tales Sociedades de terceros residentes en los países miembros de la CEE se ajustará, en el período transitorio anteriormente mencionado, al calendario previsto en el párrafo anterior, al principio de reciprocidad con lo que se establezca en la regulación de las Bolsas de esos países y al cumplimiento de las previsiones y decisiones que se adopten en desarrollo del Acta Única Europea. La participación de capital extranjero de los residentes en los Estados no miembros de la CEE no será admitida hasta

la entrada en vigor del Acta Única Europea, salvo en casos de reciprocidad con lo que se establezca en la regulación de las Bolsas de esos países respecto a las personas de nacionalidad española.

Séptima. Los Agentes de Cambio y Bolsa que deseen constituir una Sociedad o Agencia de Valores con derecho a ostentar la condición de miembro de una Bolsa de Valores al amparo de lo previsto en la disposición transitoria anterior, deberán presentar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el plazo de tres meses a partir de la publicación en el «Boletín Oficial del Estado» de la disposición que fije el capital social mínimo de tales entidades, la solicitud de autorización a que se refiere el artículo 62 de esta Ley. En dicha solicitud se manifestará aquellas Bolsas de Valores de las que la proyectada Sociedad o Agencia desee ser miembro.

El capital social de las Sociedades y Agencias de Valores, en el supuesto contemplado en esta disposición, podrá ser desembolsado no solamente en efectivo, sino, asimismo, en bienes materiales o en valores admitidos a negociación en alguna Bolsa de Valores.

Las Sociedades y Agencias de Valores a las que se refiere el párrafo anterior deberán quedar constituidas con una antelación superior a un mes a la entrada en vigor de las disposiciones de esta Ley referentes a las Bolsas de Valores.

Una vez obtenida la correspondiente autorización del Ministro de Economía y Hacienda y cumplidos los trámites previstos en los artículos 62 y 64 de esta Ley, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su caso, la Comunidad Autónoma con competencias en las materias expedirá los títulos correspondientes a la condición de miembros de la respectiva Bolsa de Valores en favor de las Sociedades que proceda.

Las Sociedades rectoras de las Bolsas de Valores a que se refiere el artículo 48 de esta Ley deberán quedar constituidas con anterioridad a la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referentes a las Bolsas de Valores.

Durante el primer año siguiente a la constitución de las Sociedades rectoras de las Bolsas no se admitirán solicitudes de incorporación a las mismas de nuevos miembros.

Octava. En el plazo de tres meses a partir de la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referentes a las Bolsas de Valores, deberá quedar constituida la Sociedad de Bolsas prevista en el artículo 50 de esta Ley.

Novena. En el plazo de tres meses a partir de la publicación de esta Ley, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, nombrará un delegado encargado de promover la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

En tanto no se constituya la Sociedad Anónima a que se

hace referencia en el artículo 54, el sistema de compensación y liquidación de valores se gestionará de acuerdo con la organización y los medios personales y materiales existentes en la actualidad.

Décima. A partir de la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referentes a las Bolsas de Valores la incorporación de nuevas emisiones al sistema de fungibilidad regulado por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, tendrá carácter excepcional. Dicho sistema de fungibilidad se considerará a extinguir y, los títulos de nueva emisión que se hayan incorporado al mismo en los términos anteriormente mencionados se transformarán obligatoriamente en anotaciones en cuenta, tan pronto como estén disponibles los nuevos sistemas de registro y gestión de valores anotados. El Gobierno regulará la transformación de los restantes títulos en anotaciones a cuenta, derogando la disposición mencionada no más tarde del 31 de diciembre de 1992. (1)

Undécima. Las personas que, directa o indirectamente, detenten los porcentajes de capital suscrito que se establezcan para el desarrollo del artículo 53 estarán obligadas, por una vez, con referencia a la fecha y en el plazo que se establezca reglamentariamente, a formular una comunicación análoga, en sus condiciones y efectos, a la prevista en el citado artículo, referida al porcentaje efectivo del capital suscrito que esté en su poder.

Duodécima. Las sociedades que incurran en los supuestos contemplados en el párrafo segundo, del número tres, del artículo 27 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de Inversión Colectiva, en la nueva versión contenida en el número 9 de la disposición adicional quinta, dispondrán de un plazo que termina el 31 de diciembre de 1991 para acomodar su situación a las previsiones de dicha disposición.

Decimotercera. En tanto no se produzca el desarrollo reglamentario de las disposiciones de esta Ley relativas a la representación de valores mediante anotaciones en cuenta no será de aplicación lo previsto en la letra b) del párrafo segundo del artículo 46 de la misma. (2)

(1) Disposición Transitoria redactada conforme a la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE), en materia de sociedades.

(2) Disposición Transitoria incorporada por Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990.

DISPOSICIÓN DEROGATORIA

A la entrada en vigor de esta Ley, quedarán derogadas las siguientes disposiciones:

– Los artículos 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 100, 101, 102, 103, 104 y 105 del vigente Código de Comercio.

– La Ley de 27 de diciembre de 1910.

– El artículo 23 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de mercado hipotecario.

– La Ley de 23 de febrero de 1940, sobre reapertura de las Bolsas de Comercio, prohibición de operaciones a plazo fijo, clausura del mercado libre de valores de Barcelona y cesión de dobles al Estado.

– El Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril.

– Los siguientes preceptos de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva:

Artículo 32, número 2, apartado e); número 3, apartado i); número 4, apartado j), y número 5, párrafo 2.º.

Disposición adicional primera

Asimismo, quedarán derogadas cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en la presente Ley.

DISPOSICIONES FINALES

Primera. La presente Ley entrará en vigor a los seis meses de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado». No obstante, los preceptos de la misma específicamente referidos a las Bolsas de Valores, así como los restantes, en la medida en que resulten de aplicación a las mismas, no entrarán en vigor hasta transcurrido un año desde su publicación, rigiéndose entre tanto las actuales Bolsas Oficiales de Comercio y los Agentes de Cambio y Bolsa por la legislación actualmente vigente. No obstante, lo dispuesto en el artículo 42 no entrará en vigor hasta el 1.º de enero de 1992, debiendo aplicar las Sociedades y Agencias de Valores, en el período transitorio, las tarifas de comisiones que apruebe el Gobierno.

Segunda. En el plazo de un año desde la promulgación de esta Ley, el Gobierno aprobará las disposiciones precisas para la debida ejecución y cumplimiento de esta Ley.

**Ley 37/1998, de 16 de noviembre (BOE del 17),
de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (1)**

Disposición adicional primera

Se introducen los siguientes cambios en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, Reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva:

Disposición adicional segunda

A las sociedades de inversión mobiliaria, tanto de capital fijo como de capital variable, y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, reguladas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, les serán aplicables, con las adaptaciones reglamentarias que vengan exigidas por su naturaleza específica, las reglas que la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, contiene para los empresas de servicios de inversión sobre las siguientes materias:

1. Revocación de la autorización por las causas previstas en las letras b), d), e), g), h), k) o l) del artículo 73.

2. Suspensión de la autorización por las causas previstas en las letras a), b), en lo que sea de aplicación, y c) del número 1 del artículo 76.

A las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva también les serán aplicables, con las adaptaciones reglamentarias que vengan exigidas por su naturaleza específica, las reglas 2ª del número 1 y g) del número 2 del artículo 67 y el artículo 69 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, contienen para las empresas de servicios de inversión sobre idoneidad de los accionistas titulares de una participación significativa.

Disposición adicional tercera

En los casos de quiebra o suspensión de pagos de una entidad emisora de valores o de una entidad registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las obligaciones que según la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores u otras leyes tienen sus administradores y directivos de remitir información a dicha Comisión serán

(1) Se incluyen exclusivamente aquellas disposiciones no incorporadas al texto de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

exigibles a los síndicos, depositarios e interventores, según proceda.

Disposición adicional cuarta

1. Podrán crearse fondos de titulización hipotecaria, a los que se refiere la Ley 19/1992, de 7 de julio, que estén integrados por participaciones de créditos hipotecarios vencidos, siempre que tales créditos y las hipotecas constituidas en su garantía reúnan todos los demás requisitos establecidos en la legislación del mercado hipotecario y que, además, se establezcan mecanismos o instrumentos de mejora crediticia.

2. En el procedimiento de supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la constitución de los citados fondos aquélla podrá establecer obligaciones específicas de información y control del regular funcionamiento de los mismos.

Disposición adicional quinta

1. La letra d) del artículo 9 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, quedará como sigue:

2. Los Fondos de Garantía de Inversiones gozarán de exención por los impuestos indirectos que pudieran devengarse por razón de su constitución, de su funcionamiento y de los actos y operaciones que realicen en el cumplimiento de sus fines. La exención se extenderá igualmente a las operaciones gravadas por tributos indirectos, cuyo importe deba repercutirse en función de las disposiciones que regulan los tributos.

Disposición adicional sexta

1. Cuando en garantía de las obligaciones generales contraídas frente a algún mercado secundario o frente a sus sistemas de compensación y liquidación, o en garantía del cumplimiento de las obligaciones contraídas por operaciones efectuadas en uno de estos mercados se constituyesen prendas sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios y representados por medio de anotaciones en cuenta, tales prendas podrán constituirse mediante pó-

liza intervenida por corredor de comercio colegiado o escritura pública.

2. Asimismo, las prendas a que se refiere el número anterior podrán constituirse, sin los efectos de los documentos en los mismos referidos, pero con aplicación de lo dispuesto en el artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores:

a) Mediante documento privado, debiendo la entidad encargada de la llevanza del registro contable practicar la correspondiente inscripción cuando tenga constancia del consentimiento del que aparezca como titular en el citado registro y de la entidad a cuyo favor se constituya la prenda.

b) Mediante manifestación unilateral del que aparezca como titular en el registro contable, incluso realizada por medios telemáticos, en cuyo caso se entenderá producida la aceptación de la entidad a cuyo favor se constituya desde que se comunique dicha manifestación unilateral a la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores, siempre que así esté previsto en la reglamentación del mercado o sistema de compensación y liquidación de que se trate, o se haya pactado expresa y previamente esta forma de aceptación entre las partes interesadas. No obstante, esta forma de aceptación de la constitución de la prenda no implicará la suficiencia de la garantía que se debiera prestar, por lo que, en caso de resultar insuficiente, habrá de estarse a lo que proceda en tal supuesto.

La entidad encargada del registro contable de los valores sobre los que se constituya la prenda comunicará a la entidad a cuyo favor se haya realizado tanto la inscripción de la prenda como, en su caso, las incidencias o circunstancias que se produzcan.

La prenda constituida conforme a lo dispuesto en este apartado surtirá efectos contra terceros desde la fecha en que conste en el registro contable.

3. La ejecución de las prendas, a que se refieren los apartados anteriores, se efectuará conforme a lo previsto en los artículos 322 a 324 del Código de Comercio, si bien será suficiente la acreditación de los documentos que prevean, en su caso, las normas de ordenación y disciplina del mercado al regular la creación de la prenda para acreditar la existencia de la garantía pignoratícia y de la cantidad adeudada.

4. Los organismos rectores de los mercados secundarios y sus sistemas de compensación y liquidación gozarán de los mismos privilegios que el artículo 1926 del Código Civil confiere a los acreedores pignoratícios respecto de los bienes, valores o derechos en que se materialicen o recaigan las garantías otorgadas en su favor por los miembros o inversores en dichos mercados cualesquiera que sean los referidos bienes, valores o derechos y las formalidades de su constitución, siempre que ésta se haya ajustado a la legislación aplicable y normas particulares de cada mercado.

5. Cuando las garantías a que se refiere el apartado 1 de

la presente disposición consistieran en depósitos de efectivo, con o sin mandato de gestión, la ejecución de la garantía se hará por simple compensación. En los demás casos, cuando no exista un procedimiento de ejecución especialmente previsto por la ley se ejecutarán por medio de subasta con intervención de notario o corredor colegiado de comercio y citación del deudor y del propietario del bien, valor o derecho dado en garantía si no fueran la misma persona, siguiéndose en los demás el procedimiento previsto en el párrafo primero del artículo 1872 del Código Civil, sin que el procedimiento de ejecución antedicho pueda ser suspendido o interrumpido salvo por mandato judicial y, en este caso, el juez deberá exigir, a quien haya instado la suspensión, garantía bastante y específica para cubrir los daños y perjuicios que de la misma pudieran derivarse.

6. El régimen establecido en los apartados anteriores será, asimismo, aplicable a las prendas en garantía de obligaciones contraídas frente al Banco de España en el ejercicio de sus operaciones de política monetaria, así como a las que hayan de constituir las entidades participantes en un sistema interbancario de pagos en garantía de dicha participación.

Disposición adicional séptima

Se modifica el artículo 48.1 a) de la Ley 18/1981, añadiendo el siguiente párrafo:

.....

Disposición adicional octava

Se da una nueva redacción al párrafo final de la disposición final primera de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, con el texto que sigue:

.....

Disposición adicional novena

1. Se añade un nuevo párrafo al artículo 2 de la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque, que quedará como sigue:

.....

2. Se da nueva redacción a los párrafos segundo, tercero y cuarto del artículo 51 de la Ley 19/1985, de 16 de julio, que quedarán como sigue:

.....

3. Se añade un nuevo párrafo al artículo 95 de la Ley 19/1985, de 16 de julio, con el texto siguiente:

.....

4. El primer párrafo del artículo 96 de la Ley 19/1985, de 16 de julio, quedará como sigue:

.....

5. En el artículo 107 de la Ley 19/1985 se añade un nuevo párrafo con el texto siguiente:

.....

6. En el artículo 147 de la Ley 19/1985 se da nueva redacción al párrafo primero y se le añade un nuevo párrafo con los textos siguientes:

.....

Disposición adicional décima

1. Las normas de la presente disposición se aplicarán a las operaciones financieras relativas a instrumentos derivados que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual, siempre que en el mismo concurren los siguientes requisitos:

a) Que al menos una de las partes del acuerdo sea una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, o entidades no residentes autorizadas para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades o empresas.

b) Que el acuerdo prevea la creación de una única obligación jurídica, que abarque todas las operaciones financieras incluidas en el mismo y en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto de las operaciones vencidas, calculado conforme a lo establecido en el acuerdo de compensación contractual.

2. Se considerarán a efectos de esta disposición instrumentos derivados las permutas financieras, las operaciones de tipos de interés a plazo, las opciones y futuros, las compraventas de divisas y cualquier combinación de las anteriores, así como las operaciones similares o de análoga naturaleza.

3. La declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación o efecto equivalente de las operaciones financieras incluidas en un acuerdo de compensación contractual de los previstos en el número 1 anterior, no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma, por un estado o solicitud de quiebra, suspensión de pagos, liquidación, administración, intervención o concurso de acreedores que afecte a cualquiera de las partes de dicho acuerdo, sus filiales o sucursales.

En los supuestos en que una de las partes del acuerdo da compensación contractual se halle en una de las situaciones concursales previstas en el apartado anterior, se incluirá como crédito o deuda de la masa exclusivamente el

importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en el mismo.

4. Las operaciones financieras o el acuerdo de compensación o contractual que las regula sólo podrán ser impugnados al amparo del párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre fraude en dicho contratación.

Disposición adicional undécima

Se da nueva redacción al artículo 6 del Real Decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, por el que se adaptan las normas legales en materia de entidades de crédito al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea:

.....

Disposición adicional duodécima

1. Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 36 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, podrán ser reconocidas como operaciones de un mercado secundario las operaciones dobles y las operaciones con pacto de recompra. A tales efectos, se entenderá:

Por operaciones dobles (también denominadas simultáneas), aquellas en las que se contratan, al mismo tiempo, dos compraventas de valores de sentido contrario, realizadas ambas con valores de idénticas características y por el mismo importe nominal, pero con distinta fecha de ejecución, pudiendo ser ambas compraventas al contado con diferentes fechas de liquidación, a plazo, o la primera al contado y la segunda a plazo.

Por operaciones con pacto de recompra, aquellas en las que el titular de los valores los vende hasta la fecha de la amortización, conviniendo simultáneamente la recompra de valores de idénticas características y por igual valor nominal, en una fecha determinada e intermedia entre la venta y la de amortización más próxima, aunque esta sea parcial o voluntaria.

2. Cuando las operaciones financieras contempladas en el guión primero del apartado anterior cumplan los requisitos a que se refiere el apartado 1 de la disposición adicional décima de la presente Ley, les será de aplicación lo dispuesto en los apartados 3 y 4 de la misma.

3. En las operaciones a que se refiere el apartado 1 anterior, si el primer vendedor no satisface el precio de la segunda compraventa, o incumple el pacto de recompra, el primer comprador adquirirá irrevocablemente el dominio de los valores vendidos.

Asimismo, tanto la declaración de quiebra del primer ven-

dedor como la admisión a trámite de su solicitud de suspensión de pagos, entrañarán la resolución de pleno derecho de la segunda compraventa, o del pacto de recompra, produciéndose el mismo efecto a que se refiere el párrafo anterior.

4. Lo establecido en el apartado 2 precedente, se aplicará igualmente a las operaciones de esa naturaleza que se realicen sobre otros activos financieros en garantía de las obligaciones generales contraídas frente al Banco de España en ejercicio de sus operaciones de política monetaria.

Disposición adicional decimotercera

Se introducen las siguientes modificaciones en el Real Decreto-ley 18/1982, de 24 de mayo:

.....

Disposición adicional decimocuarta

No será necesario el requisito de escritura pública previsto en el artículo 6 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el caso de emisiones de pagarés que vayan a ser objeto de negociación en un mercado secundario, siempre que las características de los mismos consten en un folleto informativo.

Disposición adicional decimoquinta

Se modifican los siguientes preceptos del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de marzo.

.....

Disposición transitoria primera

Los valores negociables representados mediante títulos admitidos a cotización en un mercado secundario oficial podrán seguir representados de dicha forma, en tanto la normativa de desarrollo de esta Ley no imponga su representación mediante anotaciones en cuenta.

Disposición transitoria segunda

Las emisiones de valores de entidades y sociedades públicas distintas de las señaladas en el artículo 55 de esta Ley que se negocian en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones continuarán negociándose en dicho Mercado hasta su vencimiento.

Disposición transitoria tercera

Las sociedades y agencias de valores, así como las so-

ciedades gestoras de carteras deberán adaptar sus estatutos y programas de actividades a las previsiones de esta Ley y de su normativa de desarrollo, en el plazo de seis meses a partir de la entrada en vigor de la presente Ley y de las disposiciones reglamentarias pertinentes.

Disposición transitoria cuarta

Los actos y documentos legalmente necesarios para que las sociedades constituidas con arreglo a la legislación anterior puedan, dentro de los plazos señalados en estas disposiciones transitorias, dar cumplimiento a lo establecido en la presente Ley, quedarán exentos de tributos y exacciones de todas clases.

El Gobierno, a propuesta del Ministro de Justicia, fijará una reducción en los derechos arancelarios que los notarios y los registradores mercantiles aplicarán al otorgamiento e inscripción en el Registro de los actos y documentos necesarios para la adaptación de las sociedades existentes a lo previsto en la presente Ley.

Disposición transitoria quinta

En tanto no se desarrollen reglamentariamente los preceptos de la Ley 24/1988, correspondientes al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en la nueva redacción dada por esta Ley, y no se apruebe el Reglamento del Mercado al que hace mención el artículo 55.4 del citado texto legal, permanecerán vigentes las disposiciones reglamentarias que en la actualidad regulan el citado mercado.

Disposición transitoria sexta.

1. A la entrada en vigor de esta Ley, se considerarán mercados secundarios oficiales los reconocidos en su momento como organizados al amparo del artículo 77, párrafo tercero, de esta Ley.

2. En la primera resolución que, conforme a lo previsto en la disposición adicional undécima de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se publique reconociendo los mercados que tengan el carácter de mercados secundarios oficiales, se incluirán los que tengan tal carácter a la fecha de publicación de esta Ley, así como los que hubiesen sido ya autorizados al amparo del artículo 77, párrafo tercero, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en su redacción dada por el artículo 58 de la Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990.

Disposición transitoria séptima

A la entrada en vigor de la presente Ley podrá autorizarse la constitución de sociedades de inversión mobiliaria, sociedades de inversión mobiliaria de capital variable y fon-

dos de inversión mobiliaria de fondos, así como principales y subordinados, fondos y sociedades inversores en valores no cotizados y aquellos fondos cuyos partícipes sean inversores institucionales o profesionales. A tal fin, se tendrán en cuenta las reglas previstas en la disposición adicional primera y aquellas otras que, recogidas en la legislación vigente, para las SIM, SIMCAV y FIM, pudieran resultar de aplicación.

Disposición derogatoria única

Queda derogado el actual artículo 86 bis de la Ley 24/1988, así como cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en la presente Ley.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, conservarán su vigencia las especialidades previstas en el régimen de la Zona Especial Canaria de la Ley 19/1994, de 6 de julio, de Modificación del Régimen Económico y Fiscal de Canarias.

De igual modo, queda derogada la disposición adicional séptima de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la 2ª Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

Disposición final primera

1. La presente Ley entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado». No obstante, la previsión de que las entidades de crédito, cualquiera que sea su nacionalidad, puedan ser miembros de las Bolsas de Valores no entrará en vigor hasta el 1 de enero del año 2000.

2. Por lo que se refiere a las previsiones del Título VI de la Ley, artículo 77, relativo a los Fondos de Garantía de inversiones, su entrada en vigor respecto a los supuestos a los que les es aplicable, coincidirá con la fecha de vigencia

de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

Disposición final segunda

1. Se autoriza al Gobierno para que, en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor de la presente Ley, elabore un texto refundido de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incorporando, además de la regulación contenida en esta Ley, las siguientes disposiciones legales:

a) Artículo 15 del Real Decreto-ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo.

b) Artículo 13 de la Ley 22/1993, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, de reforma del régimen jurídico de la función pública y de la protección por desempleo.

2. Asimismo, se procederá a las actualizaciones que resulten procedentes como consecuencia de la aprobación y entrada en vigor de las Leyes 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y 13/1995, de 18 de mayo, de Contratos de las Administraciones Públicas.

3. La presente delegación incluye la facultad de regularizar, aclarar y armonizar los textos legales que han de ser refundidos.

Disposición final tercera

En un plazo no superior al de seis meses a contar desde la fecha de publicación de la presente Ley, el Gobierno deberá remitir a las Cortes, para su tramitación, un proyecto de Ley por el que se modificará el capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas, relativo al régimen jurídico de las obligaciones.

Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993 (1) relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (2)

EL CONSEJO DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea y en particular el apartado 2 de su artículo 57,

Vista la propuesta de la Comisión,

En cooperación con el Parlamento Europeo,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social,

Considerando que la presente Directiva constituye un instrumento esencial para la realización del mercado interior, conforme a lo dispuesto en el Acta Única Europea y de acuerdo con el calendario fijado en el Libro Blanco de la Comisión, en lo que se refiere a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios, en las empresas de inversión;

Considerando que las empresas que prestan los servicios de inversión regulados en la presente Directiva deben contar con una autorización expedida por el Estado miembro de origen de la empresa de inversión, con el fin de garantizar la protección de los inversores y la estabilidad del sistema financiero;

Considerando que el enfoque adoptado está encaminado a lograr únicamente el grado esencial de armonización que sea necesario y suficiente para garantizar el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión prudencial, posibilitando así la concesión de una única autorización con validez en toda la Comunidad y la aplicación del principio de supervisión por el Estado miembro de origen; que, en virtud del reconocimiento mutuo, las empresas de inversión autorizadas en su Estado miembro de origen pueden realizar en toda la Comunidad todas o parte de las actividades contempladas en su autorización y reguladas en la presente Directiva, mediante el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios;

Considerando que los principios de reconocimiento mutuo y de supervisión por el Estado miembro de origen exigen que las autoridades competentes de cada uno de los Estados miembros no concedan autorización o la retiren cuando factores tales como el programa de actividad, la distribución geográfica o la actividad efectivamente realizada

demuestren de forma inequívoca que la empresa de inversión ha optado por el sistema jurídico de un Estado miembro con el propósito de eludir las normas más estrictas vigentes en el Estado miembro en el que proyecta realizar o realiza la mayor parte de sus actividades; que, a efectos de la presente Directiva, toda empresa de inversión que sea persona jurídica deberá ser autorizada en el Estado miembro en que se encuentre su domicilio social; que toda empresa de inversión que no sea persona jurídica deberá ser autorizada en el Estado miembro en que se encuentre su administración central; que, por otra parte, los Estados miembros deben exigir que la administración central de las empresas de inversión esté siempre situada en el Estado miembro en el que la empresa ejerza realmente sus actividades y que sea su Estado miembro de origen;

Considerando que, para proteger a los inversores, es necesario garantizar el control interno de la empresa mediante una dirección bicéfala o, cuando ésta no esté exigida en la Directiva, mediante otros mecanismos que garanticen un resultado equivalente;

Considerando que, para garantizar la igualdad de las condiciones de competencia, es necesario que las empresas de inversión que no sean entidades de crédito gocen de la misma libertad para crear sucursales y prestar servicios a escala transfronteriza que la que se contempla en la segunda Directiva 89/646/CEE del Consejo, de 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio;

Considerando que una empresa de inversión sólo podrá prevalerse de la presente Directiva para efectuar operaciones de cambio al contado o a plazo fijo cuando se trate de servicios de inversión vinculados a la prestación de servicios; que, por consiguiente, utilizar una sucursal únicamente para efectuar operaciones de cambio constituiría una desviación del mecanismo de la Directiva;

Considerando que toda empresa de inversión autorizada en su Estado miembro de origen podrá realizar sus actividades en el conjunto de la Comunidad por los medios que estime adecuados; que, a tal efecto y si lo considera necesario, puede recurrir a agentes de la empresa de inversión que reciban y transmitan órdenes por cuenta propia y por su cuenta y bajo su responsabilidad total e incondicional; que, en estas condiciones, la actividad de dichos agentes debería considerarse actividad de la empresa; que por lo demás, la presente Directiva no se opone a que el Estado

(1) DO nº L 386 de 11.6.93.

(2) Con las modificaciones de la Directiva 95/26/CE (DO Nº L 168 de 18.7.95), que se incorporan.

miembro de origen subordine el estatuto de dichos agentes a unas determinadas exigencias; que, en caso de que la empresa de inversión ejerza una actividad transfronteriza, el Estado miembro de acogida tratará a dichos agentes como si fueran la propia empresa; que, además, la presente Directiva no afecta a la venta de valores negociables a domicilio o ambulante, cuya regulación depende de disposiciones nacionales;

Considerando que por valores negociables se entienden las categorías de valores habitualmente negociados en el mercado de capitales, por ejemplo, deuda del Estado, acciones, valores que den derecho a adquirir acciones mediante suscripción o canje, recibos de depósito, obligaciones emitidas en serie, certificados de opción de compra con índice y los títulos que den derecho a adquirir tales obligaciones mediante suscripción;

Considerando que por instrumentos del mercado monetario se entienden las categorías de instrumentos habitualmente negociados en el mercado monetario, como, por ejemplo, los bonos del tesoro, los certificados de depósito y los bonos de tesorería;

Considerando que las definiciones, muy amplias, de valores negociables y de instrumentos del mercado monetario que figuran en la presente Directiva sólo serán válidas para la presente Directiva que, por consiguiente no afectará en absoluto a las distintas definiciones de instrumentos financieros adoptadas en las legislaciones nacionales con otros fines y, en particular, con fines fiscales; que por lo demás, la definición de valores negociables se refiere únicamente a los instrumentos negociables y, por consiguiente, no están incluidos en dicha definición las acciones o los valores asimilables a acciones, emitidos por organismos tales como las «Building societies» o las «Industrial and Provident societies» cuya propiedad, de hecho, solamente puede transferirse mediante su recompra por parte del organismo emisor;

Considerando que por instrumentos equivalentes a un contrato financiero a plazo se deben entender los contratos que son objeto de un pago en efectivo calculado con referencia a las fluctuaciones de alguno de los siguientes elementos: los tipos de interés o de cambio, el valor de cualquiera de los instrumentos enumerados en la sección B del Anexo, un índice relativo a alguna de esos instrumentos;

Considerando que a efectos de la presente Directiva, la actividad de recepción y transmisión de órdenes incluye también la actividad de poner en contacto a dos o más inversores, permitiendo con ello la realización de operaciones entre esos inversores;

Considerando que ninguna de las disposiciones de la presente Directiva afectará a las disposiciones comunitarias o, en su defecto, nacionales que regulan la oferta pública de los instrumentos contemplados en la presente Directiva; que lo mismo se aplica a la comercialización y la distribución de estos instrumentos;

Considerando que los Estados miembros siguen siendo plenamente responsables de la ejecución de las medidas de su política monetaria, sin perjuicio de las medidas necesarias para fortalecer el Sistema Monetario Europeo;

Considerando que procede excluir a las compañías de seguros, cuyas actividades están sometidas a un control adecuado por parte de autoridades competentes en materia de control prudencial y están coordinadas a escala comunitaria, así como a las empresas que ejercen actividades de reaseguro y de retrocesión;

Considerando que no deben estar reguladas en la presente Directiva las empresas que no prestan servicios a terceros, cuya actividad consista en prestar servicios de inversión únicamente a su empresa matriz, a sus filiales o a otra filial de su empresa matriz;

Considerando que la presente Directiva pretende abarcar las empresas cuya actividad habitual consista en prestar a terceros servicios de inversión con carácter profesional y que, por tanto, conviene excluir de su ámbito de aplicación a toda persona cuya actividad profesional sea otra (por ejemplo, abogados, notarios) y que preste servicios de inversión únicamente con carácter accesorio en el marco de su actividad profesional, siempre que dicha actividad esté regulada por una normativa que no excluya la prestación de servicios de inversión con carácter accesorio; que, por idénticos motivos, también conviene excluir del ámbito de aplicación a las personas que sólo prestan servicios de inversión, a productores o usuarios de materias primas y en la medida necesaria para realizar las transacciones sobre estos productos cuando dichas transacciones constituyan su actividad principal;

Considerando que las empresas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en la gestión de un sistema de participación de trabajadores y que, como tales, no presten servicios de inversión a terceros, no deben estar reguladas por las disposiciones de la presente Directiva;

Considerando que se debe excluir del ámbito de aplicación de la Directiva a los bancos centrales y demás organismos que se dediquen al ejercicio de funciones similares así como a los organismos públicos que se encarguen o intervengan en la gestión de la deuda pública—concepto que engloba la colocación de la misma; que, en particular, no están cubiertos por dicha exclusión los organismos con capitales públicos cuya misión sea comercial o esté relacionada con adquisiciones de participación;

Considerando que se debe excluir del ámbito de aplicación de la presente Directiva a las empresas o personas cuya actividad se limite a recibir y transmitir órdenes a determinadas contrapartes, sin entrar en posesión de fondos o títulos pertenecientes a sus clientes; que, por consiguiente, no se beneficiarán de la libertad de establecimiento ni de la libertad de prestación de servicios en las condiciones previstas por la presente Directiva y, por tanto, estarán reguladas, cuando deseen ejercer en otro Estado

miembro, por las disposiciones pertinentes adoptadas por dicho Estado;

Considerando que se debe excluir, del ámbito de aplicación de la presente Directiva a los organismos de inversión colectiva, estén o no coordinados a escala comunitaria, así como a los depositarios y gerentes de tales organismos, ya que están sujetos a una normativa específica directamente adaptada a sus actividades;

Considerando que, si las asociaciones creadas por los fondos de pensiones de un Estado miembro para posibilitar la gestión de sus activos se limitan a dicha gestión sin prestar servicios de inversión a terceros y si los fondos de pensión están a su vez sometidos al control de las autoridades encargadas de la supervisión de las compañías de seguros, no parece necesario someter a dichas asociaciones a las condiciones de acceso y de ejercicio establecidas en la presente Directiva;

Considerando que no es conveniente aplicar la presente Directiva a los «agenti di cambio» tal como se definen en la legislación italiana, ya que pertenecen a una categoría para la que no hay prevista una nueva autorización puesto que su actividad se limita al territorio nacional y no presenta riesgos de distorsión de competencia;

Considerando que los derechos otorgados a las empresas de inversión en la presente Directiva no serán obstáculo para el derecho de los Estados miembros, de los bancos centrales y de los otros organismos nacionales que tengan una misión similar en los Estados miembros, de escoger a sus contrapartes sobre la base de criterios objetivos y no discriminatorios;

Considerando que la responsabilidad de supervisar la solvencia financiera de una empresa de inversión recaerá sobre las autoridades competentes de su Estado miembro de origen, en aplicación de la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, que coordina las normas aplicables en el ámbito del riesgo de mercado;

Considerando que, por regla general, los Estados miembros de origen podrán dictar normas más rigurosas que las establecidas en la presente Directiva, en particular, en lo que respecta a las condiciones de autorización, las exigencias prudenciales y las normas de declaración y transparencia;

Considerando que el ejercicio de las actividades no contempladas en la presente Directiva está regulado por las disposiciones generales del Tratado relativas al derecho de establecimiento y a la libre prestación de servicios;

Considerando que conviene velar por la protección de los derechos de propiedad y otros derechos de carácter análogo del inversor sobre sus valores, así como sus derechos sobre los fondos confiados a la empresa, mediante una distinción

respecto de los fondos de la empresa; que, no obstante, dicho principio no será obstáculo para que la empresa actúe en nombre propio en interés del inversor, cuando así lo exija el tipo mismo de operación y el inversor consienta en ello, como en el caso del préstamo de valores;

Considerando que los procedimientos vigentes en materia de autorización de sucursales de empresas de inversión autorizadas en países terceros continuarán aplicándose a las mismas; que dichas sucursales no se beneficiarán de la libre prestación de servicios en virtud de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 59 del Tratado, ni de la libertad de establecimiento en Estados miembros distintos de aquél en que se hallen establecidas; que, no obstante, las solicitudes de autorización de filiales o de adquisición de participaciones por empresas que se rijan por el Derecho de terceros países están sujetas a un procedimiento cuyo propósito es garantizar que se conceda reciprocidad de trato a las empresas de inversión de la Comunidad en los países terceros de que se trate;

Considerando que las autorizaciones concedidas por las autoridades nacionales competentes a las empresas de inversión, de conformidad con las disposiciones de la presente Directiva, no serán ya simplemente de alcance nacional sino comunitario; que las cláusulas de reciprocidad existentes quedarán, en lo sucesivo, sin efecto; que, en consecuencia, es necesario un procedimiento flexible que permita evaluar la reciprocidad sobre una base comunitaria; que el objetivo de dicho procedimiento no es cerrar los mercados financieros de la Comunidad sino, por el contrario, dado que el propósito de la Comunidad es mantener sus mercados financieros abiertos al resto del mundo, ampliar la liberalización del conjunto de los mercados financieros en países terceros; que, para ello, la presente Directiva establece procedimientos de negociación con países terceros y, en última instancia, la posibilidad de adoptar medidas consistentes en la suspensión de nuevas solicitudes de autorización o en la limitación de nuevas autorizaciones;

Considerando que uno de los objetivos de la presente Directiva es garantizar la protección de los inversores; que, a tal efecto, resulta conveniente tener en cuenta las distintas necesidades de protección de las diversas categorías de inversores y de su grado de especialización profesional;

Considerando que los Estados miembros deben velar por que no exista ningún obstáculo para que las actividades que se benefician del reconocimiento mutuo puedan ser ejercidas del mismo modo que en el Estado miembro de origen, siempre que no estén en contradicción con las disposiciones legales de protección del interés general vigentes en el Estado miembro de acogida;

Considerando que ningún Estado miembro podrá limitar el derecho de los inversores residentes habitualmente o establecidos en dicho Estado miembro a que les sea prestado cualquier servicio de inversión por parte de una empresa de inversión objeto de la presente Directiva situada fuera del mencionado Estado miembro y que actúe fuera de este último;

Considerando que, en determinados Estados miembros, la función de compensación y liquidación puede ser efectuada por organismos distintos de los mercados en los que se realizan las operaciones y que, por consiguiente, cada vez que en la presente Directiva se mencionen en el acceso a los mercados regulados o la condición de miembro de los mismos, se entenderá que ambos conceptos incluyen el acceso a los organismos que efectúen las funciones de compensación y liquidación para los mercados regulados, así como la condición de miembro de dichos organismos;

Considerando que cada Estado miembro debe velar por que se reserve un trato no discriminatorio en su territorio a todas las empresas de inversión que hayan sido autorizadas en un Estado miembro, así como a todos los instrumentos financieros que se coticen en un mercado regulado de un Estado miembro; que con arreglo a lo antedicho todas las empresas de inversión deben gozar de las mismas posibilidades de ser miembros de los mercados regulados o de tener acceso a los mismos y que, por consiguiente, cualesquiera que sean los modos de organización de las operaciones existentes en los Estados miembros, procede suprimir, de acuerdo con las condiciones fijadas en la presente Directiva las limitaciones técnicas y jurídicas al acceso a los mercados regulados, en el marco de las disposiciones de la presente Directiva;

Considerando que determinados Estados miembros autorizan a las entidades de crédito a ser miembros de sus mercados regulados únicamente de forma indirecta, mediante la creación de una filial especializada; que la posibilidad que ofrece la presente Directiva a las entidades de crédito de poder convertirse en miembros de un mercado regulado directamente, sin tener que crear una filial especializada, constituye para esos Estados miembros una reforma importante, cuyas consecuencias merecen una revisión a la vista de la evolución de los mercados financieros; que, habida cuenta de estos elementos, el informe que presentará la Comisión al Consejo a este respecto, a más tardar el 31 de diciembre de 1998, deberá tener en cuenta todos los factores que permitan a este último volver a valorar las consecuencias para esos Estados miembros y, en especial, el riesgo de que surjan conflictos de intereses y el grado de protección del inversor;

Considerando que es de la mayor importancia que la armonización de los sistemas de indemnización sea aplicable en la misma fecha que la presente Directiva; que, por otra parte, hasta la fecha en que sea aplicable una Directiva que armonice los sistemas de indemnización, los Estados miembros de acogida conservan la facultad de imponer la aplicación de su sistema de indemnización también a las empresas de inversión, incluidas las entidades de crédito, autorizadas por los demás Estados miembros cuando el Estado miembro de origen carezca de sistema de indemnización o éste no ofrezca un nivel de protección equivalente;

Considerando que la estructura de los mercados regulados debe seguir siendo competencia del Derecho nacional, sin que por ello pueda constituir un obstáculo para la libera-

lización del acceso a los mercados regulados de los Estados miembros de acogida para las empresas de inversión autorizadas a prestar los servicios de que se trate en su Estado miembro de origen; que, en aplicación de este principio, el derecho de la República Federal de Alemania y el de los Países Bajos regulan respectivamente la actividad de «Kursmakler» y de «hoekman» para impedirles ejercitar sus funciones en paralelo con otras funciones; que, por consiguiente, conviene dejar constancia de que ni «Kursmakler» ni «hoekman» están en condiciones de prestar sus servicios en los restantes Estados miembros; que nadie, sea cual fuese su Estado miembro de origen, podría pretender actuar como «Kursmakler» o «hoekman» sin que se le impusieran las mismas normas relativas a incompatibilidad que las resultantes del estatuto de «Kursmakler» o de «hoekman»;

Considerando que la presente Directiva no debe obstaculizar las disposiciones de la Directiva 79/279/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre la coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores;

Considerando que la estabilidad y el buen funcionamiento del sistema financiero y la protección del inversor implican, para el Estado miembro de acogida, el derecho y la responsabilidad de prevenir y sancionar aquellas actuaciones de la empresa de inversión en su territorio que sean contrarias a las normas de conducta y a las demás disposiciones legales y reglamentarias que haya adoptado por razones de interés general, y de actuar en casos de emergencia; considerando además que las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, en el ejercicio de sus responsabilidades, deben poder contar con la mayor cooperación posible por parte de las autoridades competentes del Estado miembro de origen, sobre todo para la actividad ejercida en régimen de libre prestación de servicios; que las autoridades competentes del Estado miembro de origen tienen derecho a ser informadas por las autoridades competentes del Estado miembro de acogida de las medidas que incluyan sanciones a una empresa o restricciones a las actividades de una empresa y que hayan sido adoptadas por dichas autoridades con respecto a las empresas de inversión por ellas autorizadas, con objeto de cumplir eficazmente su misión en el ámbito de la supervisión prudencial; que para ello, conviene garantizar la cooperación entre las autoridades competentes de los Estados miembros de origen y de acogida;

Considerando que, con el doble objetivo de proteger a los inversores y garantizar, un funcionamiento correcto de los mercados de valores, conviene garantizar la transparencia de las operaciones y la aplicación de las normas previstas al efecto en la presente Directiva para los mercados regulados, tanto a las empresas de inversión como a las entidades de crédito cuando actúen en el mercado;

Considerando que el examen de los problemas que se plantean en los asuntos contemplados en las directivas del Consejo relativas a los servicios de inversión y a los valores mobiliarios, tanto en la aplicación de las medidas existentes como en la perspectiva de una mejor coordinación, exige la

cooperación de las autoridades competentes y de la Comisión en el seno de un comité; que la creación de dicho comité no obsta para que existan otras formas de cooperación entre autoridades de control en este ámbito;

Considerando que puede ser necesario introducir periódicamente modificaciones técnicas en las normas detalladas contenidas en la presente Directiva para adaptarlas a la evolución del sector de servicios de inversión; que, en consecuencia, la Comisión deberá efectuar cuantas modificaciones sean necesarias, previa presentación de las mismas al Comité que se creará en el ámbito de los mercados de valores,

HA ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

TÍTULO I

Definiciones y ámbito de aplicación

Artículo 1

A efectos de la presente Directiva se entenderá por:

1) *servicios de inversión*: cualquiera de los servicios que se indican en la sección A del Anexo en relación con cualquiera de los instrumentos que se especifican en la sección B del Anexo, prestados a terceros;

2) *empresa de inversión*: toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar cualquier servicio de inversión de carácter profesional a terceros.

A efectos de la presente Directiva, los Estados miembros podrán incluir en el concepto de empresa de inversión a las empresas que no sean personas jurídicas, si:

— su régimen jurídico garantiza a los intereses de los terceros un nivel de protección equivalente al que ofrecen las personas jurídicas, y

— son objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a sus estructuras jurídicas.

No obstante, cuando dichas personas físicas presten servicios relacionados con la tenencia de fondos o valores negociables de terceros, sólo podrán considerarse empresas de inversión con arreglo a la presente Directiva si, sin perjuicio de las restantes exigencias de la presente Directiva y de la Directiva 93/6/ CEE,

— que los derechos de propiedad de terceros sobre sus fondos y valores negociables estén protegidos, en particular en caso de insolvencia de la empresa o de sus propietarios, embargo, compensación o cualquier otra acción emprendida por acreedores de la empresa o de sus propietarios;

— que la empresa de inversión esté sujeta a normas que

tengan por objeto supervisar su solvencia y la de sus propietarios;

— que las cuentas anuales de la empresa de inversión estén controladas por una o varias personas facultadas para auditar cuentas con arreglo a la legislación nacional;

— cuando una empresa tenga un solo propietario, que éste adopte medidas para la protección de los inversores en caso de cese de las actividades de la empresa por causa de fallecimiento, incapacidad o circunstancias similares.

Antes del 31 de diciembre de 1997, la Comisión informará de la aplicación de los párrafos segundo y tercero del presente punto y, en su caso, propondrá su modificación o supresión.

Cuando una persona ejerza una de las actividades contempladas en la letra a) del punto 1 de la sección A del Anexo de la presente Directiva y dicha actividad se ejerza únicamente por cuenta y bajo la responsabilidad plena e incondicional de una empresa de inversión, esta actividad se considerará actividad de la propia empresa de inversión y no de esa persona;

3) *entidad de crédito*: las entidades de crédito según la definición del primer guión del artículo 1 de la Directiva 77/780/CEE, excluidas las entidades a que se refiere el apartado 2 del artículo 2 de dicha Directiva;

4) *valores negociables*:

— las acciones y otros valores asimilables a acciones,

— las obligaciones y otros títulos de crédito negociables en el mercado de capitales, y

— cualesquiera otros valores habitualmente negociados que permitan adquirir esos valores por suscripción o canje, o den lugar a un pago en metálico.

Con exclusión de los instrumentos de pago.

5) *instrumentos del mercado monetario*: las categorías de instrumentos habitualmente negociadas en el mercado monetario;

6) *Estado miembro de origen*:

a) cuando la empresa de inversión sea una persona física, el Estado miembro en el que dicha persona tenga su administración central;

b) cuando la empresa de inversión sea una persona jurídica, el Estado miembro en donde tenga su domicilio social o, en caso de que de conformidad con su Derecho nacional no lo tuviere, el Estado miembro en el que tenga su administración central;

c) cuando se trate de un mercado, el Estado miembro en donde esté el domicilio social del organismo que rea-

lice las negociaciones o, en caso de que de conformidad con su derecho nacional no lo tuviere, el Estado miembro donde esté la administración central de dicho organismo.

7) *Estado miembro de acogida*: el Estado miembro en el cual una empresa de inversión tenga una sucursal o preste servicios;

8) *sucursal*: un establecimiento que constituya una parte sin personalidad jurídica de una empresa de inversión y que preste servicios de inversión para cuyo ejercicio la empresa de inversión haya recibido la oportuna autorización; todos los establecimientos creados en un mismo Estado miembro por una empresa de inversión que tenga su domicilio social en otro Estado miembro se considerarán como una sola sucursal;

9) *autoridades competentes*: las autoridades que cada Estado miembro designe en virtud del artículo 22;

10) *participación significativa*: la participación, directa o indirecta, en una empresa de inversiones que represente al menos el 10% del capital o de los derechos de voto o que permita el ejercicio de una influencia notable en la gestión de la empresa en la que se posea la participación.

A efectos de la aplicación de la anterior definición, en el contexto de los artículos 4 y 9 y de los otros niveles de participación contemplados en el artículo 9 se tomarán en consideración los derechos de voto mencionados en el artículo 7 de la Directiva 88/627/CEE;

11) *empresa matriz*: una empresa matriz según la definición de los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE;

12) *filial*: una empresa filial según la definición de los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE; toda filial de una empresa filial se considerará también filial de la empresa matriz que estuviere a la cabeza de esas empresas;

13) *mercado regulado*: el mercado de instrumentos financieros contemplados en la sección B del Anexo,

— incluido en la lista contemplada en el artículo 16 por el Estado miembro que sea el Estado miembro de origen a efectos de la letra c) del punto 6 del artículo 1;

— de funcionamiento regular;

— caracterizado por el hecho de que las disposiciones establecidas o aprobadas por las autoridades competentes definen las condiciones de funcionamiento del mercado y de accesos al mercado, así como, cuando sea de aplicación la Directiva 79/279/CEE, las condiciones de admisión a la negociación fijadas por dicha Directiva, y cuando ésta no es aplicable, las que debe cumplir un instrumento financiero para poder ser efectivamente negociado en el mercado;

— que imponga el cumplimiento de todas las obligaciones de declaración y de transparencia establecidas con arreglo a los artículos 20 y 21;

14) *control*: lo definido como control en el artículo 1 de Directiva 83/349/CEE.

15) por "vínculos estrechos" se entenderá todo conjunto de dos o más personas físicas o jurídicas unidas mediante:

a) una participación, es decir, el hecho de poseer, de manera directa o mediante un vínculo de control, el 20% o más de los derechos de voto o del capital de una empresa, o bien

b) un vínculo de control, es decir, el vínculo existente entre una empresa matriz y una filial, en todos los casos contemplados en los apartados 1 y 2 del artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE, o toda relación análoga entre cualquier persona física o jurídica y una empresa; toda empresa filial de una empresa filial se considerará también filial de la empresa matriz a la cabeza de dichas empresas.

Se considerará también constitutiva de un vínculo estrecho entre dos o varias personas físicas o jurídicas, una situación en la que éstas estén vinculadas, de forma duradera, a una misma persona por un vínculo de control. (1)

Artículo 2

1. La presente Directiva será aplicable a todas las empresas de inversión. No obstante, se aplicarán solamente el apartado 4 del presente artículo, el apartado 2 del artículo 8, los artículos 10, 11 y párrafo primero del artículo 12, los apartados 3 y 4 del artículo 14 y los artículos 15, 19 y 20, a las entidades de crédito cuya autorización, con arreglo a las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, incluya uno o más servicios de inversión de los que figuran en la sección A del Anexo de la presente Directiva.

2. La presente Directiva no se aplicará:

a) a las empresas de seguros en el sentido del artículo 1 de la Directiva 73/239/CEE o del artículo 1 de la Directiva 79/267/CEE ni a las empresas que ejerzan las actividades de reaseguro y de retrocesión contempladas en la Directiva 64/225/CEE;

b) 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;

c) a las personas que presten un servicio de inversión siempre que dicha actividad se ejerza de forma accesorio en el marco de una actividad profesional, y siempre que esta última esté regulada por disposiciones legales o reglamentarias o por un código deontológico profesional y éstas no excluyen la prestación de dicho servicio;

d) a las empresas cuyos servicios de inversión consistan

(1) Número incorporado por Directiva 95/26/CE (DO N° L 168 de 18.7.95).

exclusivamente en la gestión de un sistema de participación de los trabajadores;

e) a las empresas cuyos servicios de inversión consistan en prestar los servicios a que se hace referencia en las anteriores letras b) y d);

f) a los bancos centrales de los Estados miembros y demás organismos nacionales que se dediquen al ejercicio de funciones similares y otros organismos públicos encargados de la gestión de la deuda pública o que intervengan en dicha gestión;

g) a las empresas:

— que no puedan tener en depósito fondos ni títulos pertenecientes a sus clientes y que, por tal motivo, nunca puedan hallarse en situación deudora respecto a sus clientes; y

— que puedan únicamente prestar un servicio de inversión consistente en recibir y transmitir órdenes relativas a valores negociables y a participaciones de organismos de inversión colectiva; y

— que, cuando presten dicho servicio, puedan transmitir órdenes exclusivamente

i) a las empresas de inversión autorizadas de conformidad con la presente Directiva;

ii) a entidades de crédito autorizadas de conformidad con las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE;

iii) a sucursales de empresas de inversión o de entidades de crédito que hayan sido autorizadas en un país tercero y que estén sometidas a normas prudenciales que las autoridades competentes consideren al menos tan estrictas como las que se incluyen en la presente Directiva o en las Directivas 89/646/CEE y 93/6/CEE y se ajusten a ellas;

iv) a organismos de inversión colectiva autorizados por la legislación de un Estado miembro a colocar participaciones en el público, así como a los gestores de tales organismos;

v) a sociedades de inversión de capital fijo, con arreglo al apartado 4 del artículo 15 de la Directiva 77/91/CEE cuyos valores se negocien en un mercado regulado en un Estado miembro;

— cuya actividad esté sometida a nivel nacional a una reglamentación o a un código deontológico;

h) a los organismos de inversión colectiva, independientemente de que estén o no estén armonizados a nivel comunitario, así como a los depositarios y gestores de dichos organismos;

i) a las personas cuya actividad principal consista en ne-

gociar materias primas entre ellas mismas o bien con productores o usuarios de dichos productos con fines profesionales y que únicamente presten servicios de inversión a dichas contrapartes y en la medida en que lo requiera su ocupación principal;

j) a las empresas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en negociar por cuenta propia en un mercado de instrumentos financieros a plazo o de opciones, o que operen por cuenta de otros miembros del mismo mercado o actúen como creadores de mercado frente a éstos, y que están avaladas por una cámara de compensación del mismo mercado. El cumplimiento de los contratos celebrados por dichas empresas estará garantizado por una cámara de compensación del mismo mercado;

k) a las asociaciones creadas por fondos de pensiones daneses con el fin exclusivo de gestionar los activos de los fondos de pensiones participantes;

l) a los «agenti di cambio» cuyas actividades y funciones están reguladas en el real decreto italiano nº 222 de 7 de marzo de 1925 y en las disposiciones ulteriores que lo modifican y que han sido autorizados a proseguir su actividad en virtud del artículo 19 de la ley italiana nº 1 de 2 de enero de 1991.

3. A más tardar el 31 de diciembre de 1998 y posteriormente a intervalos regulares, la Comisión elaborará un informe sobre la aplicación conjunta del apartado 2 y la sección A del Anexo y, si procede, propondrá modificaciones de la definición de las exclusiones y de los servicios incluidos, a la vista del funcionamiento de la presente Directiva.

4. Los derechos conferidos por la presente Directiva no se harán extensivos a la prestación de servicios como contraparte al Estado, al banco central o a los otros organismos nacionales que ejerzan funciones similares en el marco de las políticas del Estado miembro considerado en los ámbitos monetario, cambiario, de deuda pública y de las reservas del Estado miembro de que se trate.

TÍTULO II

Condiciones de acceso a la actividad

Artículo 3

1. Cada Estado miembro deberá supeditar a una autorización el acceso a la actividad de las empresas de inversión para las que sea Estado miembro de origen. Concederán dicha autorización las autoridades competentes de dicho Estado designadas con arreglo al artículo 22. En la autorización se especificará qué servicios de inversión de los contemplados en la sección A del Anexo podrá prestar la empresa. La autorización también podrá abarcar uno o más de los servicios auxiliares contemplados en la sección C. En

ningún caso podrá concederse la autorización, en el sentido de la presente Directiva, para servicios que sólo figuren en la sección C del Anexo.

2. Los Estados miembros exigirán:

— a las empresas de inversión que sean personas jurídicas y que tengan un domicilio social conforme a su Derecho nacional, que tengan su administración central en el mismo Estado miembro en que tengan su domicilio social;

— a las demás empresas de inversión, que su administración central esté situada en el Estado miembro que haya expedido la autorización y en el que ejerzan realmente sus actividades.

3. Sin perjuicio de otras condiciones generales establecidas por el correspondiente Derecho nacional, las autoridades competentes sólo podrán conceder la autorización cuando:

— la empresa de inversión tenga un capital inicial suficiente, con arreglo a lo establecido en la Directiva 93/6/CEE, en función de las características del servicio de inversión de que se trate;

— las personas que dirijan de hecho las operaciones de la empresa de inversión cumplan los requisitos de honorabilidad y experiencia.

La orientación de la actividad de la empresa deberá ser determinada por, como mínimo, dos personas que cumplan estas mismas condiciones. No obstante, cuando exista un mecanismo adecuado que garantice un resultado equivalente, en particular por lo que se refiere al último guión del párrafo tercero del punto 2 del artículo 1, las autoridades competentes podrán conceder también la autorización a empresas de inversión que sean personas físicas o, habida cuenta del carácter y del volumen de su actividad, a empresas de inversión que sean personas jurídicas y que, de conformidad con sus estatutos y leyes nacionales, estén dirigidas por una sola persona física.

«Además, cuando existan vínculos estrechos entre la empresa de inversión y otras personas físicas o jurídicas, las autoridades competentes concederán la autorización únicamente si dichos vínculos no obstaculizan el buen ejercicio de su misión de supervisión. (1)

Las autoridades competentes también denegarán la autorización cuando el buen ejercicio de su misión de supervisión se vea obstaculizado por las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas del derecho de un tercer país que regulen una o varias de las personas físicas o jurídicas con las que la entidad mantenga vínculos estrechos, o por problemas relacionados con su aplicación. (1)

(1) Párrafo incorporado por Directiva 95/26/CE (DO N° L 168 de 18.7.95).

Las autoridades competentes exigirán a las empresas de inversión el suministro de la información que requieran para garantizar el cumplimiento permanente de las condiciones contempladas en el presente apartado.» (1)

4. Los Estados miembros impondrán además la obligación de que las solicitudes de autorización vayan acompañadas de un plan de actuación en el que se especifiquen, entre otros aspectos, el tipo de operaciones que se proyecta realizar y la estructura organizativa de la empresa de inversión.

5. En los seis meses siguientes a la presentación de una solicitud completa, deberá notificarse al solicitante si se concede o no la autorización. En el caso de que no se conceda dicha autorización, la negativa deberá ser motivada.

6. En caso de que se conceda la autorización, la empresa de inversión podrá comenzar su actividad inmediatamente.

7. Las autoridades competentes sólo podrán retirar la autorización concedida a una empresa de inversión regida por la presente Directiva cuando dicha empresa:

a) no haga uso de la autorización en un plazo de doce meses, renuncie a ésta expresamente o haya dejado de prestar servicios de inversión durante un período superior a seis meses, si en el correspondiente Estado miembro no existieren disposiciones que establezcan la caducidad de la autorización en dichos supuestos;

b) haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular;

c) deje de reunir las condiciones bajo las cuales se haya concedido la autorización;

d) deje de cumplir las disposiciones de la Directiva 93/6/CEE;

e) infrinja seria y sistemáticamente las disposiciones adoptadas en cumplimiento de los artículos 10 y 11;

f) incurra en alguno de los otros supuestos que con arreglo al correspondiente Derecho nacional motiven la retirada de la autorización.

Artículo 4

Las autoridades competentes no concederán la autorización que permita el inicio de la actividad de una empresa de inversión antes de que les haya sido comunicada la identidad de los accionistas o socios, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean una participación cualificada en la empresa, y el importe de dicha participación.

Las autoridades competentes denegarán la autorización si, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión co-

recta y prudente de la empresa de inversión, no estuvieren convencidas de la idoneidad de dichos accionistas o socios.

Artículo 5

Los Estados miembros no aplicarán a las sucursales de las empresas de inversión que tengan su domicilio social fuera de la Comunidad, ni en el momento de iniciar su actividad ni posteriormente, en el desarrollo de su ejercicio, disposiciones que supongan un trato más favorable para dichas sucursales que para las sucursales de empresas de inversión cuyo domicilio social esté situado en un Estado miembro.

Artículo 6

Las autoridades competentes del otro Estado miembro afectado deberán ser consultadas con anterioridad a la concesión de autorización a una empresa de inversión cuando ésta sea:

— bien una filial de una empresa de inversión o de una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro,

o

— bien una filial de la empresa matriz de una empresa de inversión o de una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro,

o

— bien esté bajo control de las mismas personas físicas o jurídicas que controlen una empresa de inversión o una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro.

TÍTULO III

Relaciones con países terceros

Artículo 7

1. Las autoridades competentes de los Estados miembros informarán a la Comisión:

a) de toda autorización concedida a una filial directa o indirecta, en el caso de que una o varias de sus empresas matrices se rijan por el Derecho de un país tercero;

b) de toda adquisición, por parte de las mencionadas empresas matrices, de participaciones en una empresa de inversión comunitaria, de forma que hiciera de esta última su filial.

En ambos casos, la Comisión informará al Consejo,

hasta tanto el Consejo, a propuesta de la Comisión, cree un Comité en materia de valores negociables.

Cuando se conceda autorización a una filial, directa o indirecta, de una o varias empresas matrices regidas por el Derecho de un país tercero, deberá especificarse la estructura del grupo en la notificación que las autoridades competentes remitan a la Comisión.

2. Los Estados miembros informarán a la Comisión de las dificultades de carácter general que sus empresas de inversión encuentren para establecerse o prestar servicios de inversión en un país tercero.

3. La Comisión, por primera vez, a más tardar, seis meses antes de la puesta en aplicación de la presente Directiva y posteriormente de forma periódica, elaborará un informe en que se examine el trato concedido a las empresas de inversión comunitarias en países terceros, con arreglo a lo dispuesto en los apartados 4 y 5, en lo que respecta al establecimiento y al ejercicio de actividades de servicios de inversión, así como a la adquisición de participaciones en empresas de inversión de países terceros. La Comisión presentará dichos informes al Consejo acompañados, en su caso, de las propuestas que se estimen oportunas.

4. Si, basándose en los informes mencionados en el apartado 3 o en otras informaciones, la Comisión comprobare que un país tercero no concede a las empresas de inversión comunitarias un acceso efectivo al mercado equiparable al que la Comunidad concede a las empresas de inversión de dicho país, podrá presentar al Consejo propuestas para que se le otorgue el oportuno mandato de negociación con vistas a obtener condiciones de competencia equiparables para las empresas de inversión comunitarias. El Consejo decidirá por mayoría cualificada.

5. Si, basándose en los informes mencionados en el apartado 3 o en otras informaciones, la Comisión comprobare que las empresas de inversión comunitarias que operan en un país tercero no gozan en éste de un trato nacional que les confiera las mismas posibilidades de competencia de que disfrutaban las empresas de inversión nacionales y que no se cumplen las condiciones de acceso efectivo al mercado, podrá entablar negociaciones con vistas a remediar la situación.

En el supuesto contemplado en el párrafo primero, podrá decidirse además, en cualquier momento y como complemento de la apertura de negociaciones, de conformidad con el procedimiento establecido en la Directiva por la que el Consejo creará el Comité mencionado en el apartado 1, que las autoridades competentes de los Estados miembros limiten o suspendan sus decisiones acerca de las solicitudes de autorización pendientes o futuras y acerca de la adquisición de participaciones por empresas matrices, directas o indirectas, sujetas al derecho del país de que se trate. La duración de las medidas mencionadas no podrá ser superior a tres meses.

Antes de que venza el plazo de tres meses, y a la vista de los resultados de las negociaciones, el Consejo podrá decidir, por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión, si deben seguir aplicándose las citadas medidas.

La limitación o suspensión anteriormente mencionadas no podrán aplicarse a la creación de filiales por empresas de inversión debidamente autorizadas en la Comunidad o por filiales de éstas, ni a la adquisición de participaciones en empresas de inversión comunitarias por parte de dichas empresas o de sus filiales.

6. Cuando la Comisión considere que se da alguno de los supuestos descritos en los apartados 4 y 5, los Estados miembros, a petición de la Comisión, facilitarán a ésta información sobre:

a) cualquier solicitud de autorización de una filial, directa o indirecta, de una o varias empresas matrices que se rijan por el Derecho del país tercero de que se trate;

b) cualquier proyecto de adquisición de participaciones del que tengan conocimiento con arreglo al artículo 9, por alguna de dichas empresas matrices en una empresa de inversión comunitaria de forma que esta última se convierta en su filial.

Dejará de ser obligatoria dicha información tan pronto como se celebre un acuerdo con el país contemplado en los apartados 4 ó 5, o cuando las medidas contempladas en los párrafos segundo y tercero del apartado 5 dejen de ser de aplicación.

7. Las medidas que se adopten en virtud del presente artículo habrán de ajustarse a las obligaciones contraídas por la Comunidad en virtud de acuerdos internacionales, tanto bilaterales como multilaterales, que regulen el acceso a la actividad de las empresas de inversión y su ejercicio.

TÍTULO IV

Condiciones de ejercicio

Artículo 8

1. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen impondrán la obligación de que las empresas de inversión por ellas autorizadas cumplan las condiciones a las que se refiere el apartado 3 del artículo 3.

2. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen impondrán la obligación de que las empresas de inversión por ellas autorizadas cumplan las normas previstas en la Directiva 93/6/CEE.

3. La supervisión prudencial de una empresa de inversión corresponderá a las autoridades competentes del

Estado miembro de origen, independientemente de que la empresa de inversión establezca o no una sucursal o preste servicios en otro Estado miembro, sin perjuicio de las disposiciones de la presente Directiva que establezcan la competencia de las autoridades del Estado miembro de acogida.

Artículo 9

1. Los Estados miembros impondrán la obligación de que toda persona que tenga intención de adquirir, directa o indirectamente, una participación cualificada en una empresa de inversión informe de ello previamente a las autoridades competentes, indicando el volumen de dicha participación. Asimismo, deberá informar a las autoridades competentes toda persona que se proponga incrementar su participación cualificada de manera tal que la proporción de derechos de voto o de capital en su poder alcance o supere los umbrales del 20%, el 33% o el 50%, o que la empresa de inversión se convierta en su filial.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 2, las autoridades competentes dispondrán de un plazo máximo de tres meses, a partir de la fecha de la notificación prevista en el párrafo primero, para oponerse al mencionado proyecto si, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión prudente y saneada de la empresa de inversión, consideraren que la persona contemplada en el párrafo primero no reúne las condiciones adecuadas. Caso de no oponerse, las autoridades podrán fijar un plazo máximo para la realización de dicho proyecto.

2. Si las participaciones a que se refiere el apartado 1 fueron adquiridas por una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro, por la empresa matriz de una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro o por una persona que controle una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro y si, en virtud de la adquisición, la empresa en la que el adquiriente pretenda obtener una participación se convirtiere en filial suya o quedare bajo su control, la evaluación de la adquisición estará supeditada a la consulta previa contemplada en el artículo 6.

3. Los Estados miembros impondrán la obligación de que toda persona que pretenda ceder, directa o indirectamente, una participación cualificada en una empresa de inversión, informe de ello previamente a las autoridades competentes, indicando el volumen de dicha participación. Asimismo, deberá informar a las autoridades competentes toda persona que se proponga reducir su participación cualificada de manera tal que la proporción de derechos de voto o de capital en su poder descienda por debajo de los umbrales del 20%, el 33% o el 50%, o que la empresa de inversión deje de ser su filial.

4. Las empresas de inversión comunicarán a las autoridades competentes, en cuanto tengan conocimiento de ello, toda adquisición o cesión de participaciones en su capital cuyo resultado sea que se supere o deje de alcanzarse alguno de los umbrales contemplados en los apartados 1 y 3.

Las empresas de inversión comunicarán asimismo a las autoridades, al menos una vez al año, la identidad de los accionistas y socios que posean participaciones cualificadas, así como el volumen de dichas participaciones, de acuerdo, por ejemplo, con los datos obtenidos en la junta general anual de accionistas o socios, o con los que se obtengan como consecuencia del cumplimiento de las normas a que están sujetas las sociedades cuyos títulos se negocien en mercados de valores.

5. Los Estados miembros impondrán la obligación de que, cuando las personas a que se refiere el apartado 1 utilicen su influencia de tal manera que pueda ir en detrimento de una gestión prudente y saneada de las actividades de la empresa de inversión, las autoridades competentes adopten las medidas oportunas para poner fin a esta situación. Dichas medidas podrán consistir, en particular, en requerimientos, sanciones a los administradores y directivos o la suspensión del ejercicio de los derechos de voto correspondientes a las acciones o participaciones que posean los accionistas o socios de que se trate.

Se aplicarán medidas similares a las personas que incumplan la obligación de proporcionar información previa, tal como dispone el apartado 1. En el caso de que se adquiriera una participación a pesar de la oposición de las autoridades competentes, los Estados miembros, con independencia de cualquier otra sanción que pueda imponerse, dispondrán, bien la suspensión del ejercicio de los correspondientes derechos de voto, bien la nulidad de los votos emitidos o la posibilidad de anularlos.

Artículo 10

El Estado miembro de origen establecerá las normas prudenciales que deberá observar, en todo momento, la empresa de inversión. Dichas normas impondrán en particular la obligación de que la empresa de inversión:

— cuente con una buena organización administrativa y contable, mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático, así como con procedimientos de control interno adecuados, incluido en particular un régimen de operaciones personales de los asalariados de la empresa;

— tome las medidas adecuadas en lo que se refiere a los valores pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos de propiedad, en particular en caso de insolvencia de la empresa, y evitar que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los valores de los inversores sin el consentimiento explícito de los mismos;

— tome las medidas adecuadas en lo que se refiere a los fondos pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos, y evitar, salvo en el caso de las entidades de crédito, que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los fondos de los inversores;

— tome las medidas necesarias para que el registro de

las operaciones realizadas permita, como mínimo, que las autoridades del Estado miembro de origen puedan verificar el cumplimiento de las normas prudenciales de cuya aplicación son responsables; dichos registros deberán conservarse durante el tiempo que determinen las autoridades competentes;

— se estructure y organice a fin de reducir al máximo el riesgo de que los posibles conflictos de intereses que surjan entre la empresa y sus clientes, o entre los propios clientes, redunden en perjuicio de los intereses de éstos. No obstante, las modalidades de organización en caso de creación de una sucursal no podrán resultar incompatibles con las normas de conducta establecidas por el Estado miembro de acogida en materia de conflictos de intereses.

Artículo 11

1. Los Estados miembros establecerán normas de conducta que las empresas de inversión deberán observar en todo momento. Dichas normas deberán imponer la ejecución, como mínimo, de los principios que se enuncian en los guiones que figuran a continuación y, en su aplicación, deberá tenerse en cuenta el carácter profesional de la persona a la que se preste el servicio. Los Estados miembros aplicarán también dichas normas, cuando sea conveniente, a los servicios auxiliares mencionados en la sección C del Anexo. Estas normas obligarán a la empresa de inversión:

— a operar, en el ejercicio de su actividad, leal y equitativamente, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado;

— a proceder con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, defendiendo al máximo los intereses de sus clientes y la integridad del mercado;

— a poseer y utilizar con eficacia los recursos y los procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad;

— a informarse de la situación financiera de sus clientes, su experiencia en materia de inversiones y sus objetivos en lo que se refiere a los servicios solicitados;

— a transmitir de forma adecuada la información que proceda en el marco de las negociaciones con sus clientes;

— a esforzarse por evitar los conflictos de intereses y, cuando éstos no puedan evitarse, a velar por que sus clientes reciban un trato equitativo;

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

2. Sin perjuicio de las decisiones que se adopten en el marco de una armonización de las normas de conducta, la puesta en práctica y el control del cumplimiento de las mis-

mas seguirán siendo competencia del Estado miembro en el que se preste el servicio.

3. Cuando una empresa de inversión ejecute una orden, el criterio del carácter profesional del inversor, para la aplicación de las normas contempladas en el apartado 1, se apreciará con respecto al inversor que originó la orden con independencia de que la orden sea transmitida directamente por el propio inversor o indirectamente a través de una empresa de inversión que ofrezca el servicio contemplado en la letra a) del punto 1 de la sección A del Anexo.

Artículo 12

La empresa deberá indicar a los inversores, antes de entablar con ellos relaciones de negocios, qué fondo de garantía o qué protección equivalente será aplicable, en lo que se refiere a la operación o las operaciones que se contemplen, la cobertura garantizada por uno u otro sistema, o bien que no existe fondo ni indemnización de ningún tipo.

El Consejo toma nota de que la Comisión indica que le presentará propuestas sobre la armonización de los sistemas de indemnización relativos a las operaciones de las empresas de inversión, a más tardar el 31 de julio de 1993. El Consejo se pronunciará en el más breve plazo, siendo el objetivo perseguido que los sistemas objeto de dichas propuestas sean aplicables en la fecha de puesta en aplicación de la presente Directiva.

Artículo 13

Las disposiciones de la presente Directiva no impedirán que las empresas de inversión autorizadas en otro Estado miembro hagan publicidad de sus servicios por todos los medios de comunicación disponibles en el Estado miembro de acogida, siempre que respeten las normas reguladoras de la forma y el contenido de dicha publicidad que hayan sido adoptadas por razones de interés general.

TÍTULO V

Libertades de establecimiento y de prestación de servicios

Artículo 14

1. Los Estados miembros velarán por que puedan prestarse en su territorio, de conformidad con las disposiciones de los artículos 17, 18 y 19, los servicios de inversión y los demás servicios enumerados en la sección C del Anexo, tanto por medio del establecimiento de una sucursal como mediante la prestación de servicios, y ello por cualquier empresa de inversión autorizada y supervisada por las autoridades competentes de otro Estado miembro con arreglo a

las disposiciones de la presente Directiva, siempre que la autorización abarque dichos servicios.

La presente Directiva no afectará a las competencias de los Estados miembros de acogida por lo que respecta a las participaciones en organismos de inversión colectiva que no entren en el ámbito de aplicación de la Directiva 85/611/CEE.

2. Los Estados miembros no podrán condicionar el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios a que se refiere al apartado 1 a la obligación de obtener autorización, ni a la de aportar un fondo de dotación, o a cualquier otra medida de efecto equivalente.

3. Un Estado miembro podrá exigir que las operaciones relativas a los servicios contemplados en el apartado 1 se efectúen en un mercado regulado, cuando respondan al conjunto de los criterios siguientes:

— que el inversor resida habitualmente o esté establecido en dicho Estado miembro;

— que la empresa de inversión efectúe la operación bien a través de un establecimiento principal o de una sucursal situados en dicho Estado miembro, bien en el marco de la libre prestación de servicios en dicho Estado miembro;

— que la operación se refiera a un instrumento negociado en un mercado regulado de dicho Estado miembro.

4. Cuando un Estado miembro aplique el anterior apartado 3 deberá otorgar a los inversores residentes habitualmente o establecidos en dicho Estado miembro el derecho de no observar la obligación impuesta en virtud del apartado 3 y de hacer efectuar las transacciones a que se refiere el apartado 3 fuera de los mercados regulados. Los Estados miembros podrán supeditar el ejercicio de dicho derecho a una autorización explícita, habida cuenta de las distintas necesidades de los inversores en materia de protección y, en particular, de la capacidad de los inversores profesionales e institucionales de actuar lo mejor posible en favor de sus intereses. En cualquier caso, dicha autorización deberá poder concederse en unas condiciones que no impidan la rápida ejecución de las órdenes del inversor.

5. La Comisión presentará un informe sobre el funcionamiento de las disposiciones que figuran en los apartados 3 y 4 a más tardar el 31 de diciembre de 1998 y, si lo considera pertinente, propondrá las modificaciones que deben introducirse en ellas.

Artículo 15

1. Sin perjuicio del ejercicio de las libertades de establecimiento y de prestación de servicios contempladas en el artículo 14, los Estados miembros de acogida velarán por que las empresas de inversión autorizadas por las autoridades competentes de su Estado miembro de origen a prestar los

servicios mencionados en los puntos 1 b) y 2 de la sección A del Anexo puedan tener acceso o hacerse miembros, directa o indirectamente, de los mercados regulados de los Estados miembros de acogida, siempre que los servicios prestados sean similares, y, asimismo, velarán por que puedan tener acceso o hacerse miembros de los sistemas de compensación y liquidación allí existentes para uso de los miembros de los mercados regulados.

Los Estados miembros derogarán cualesquiera reglamentos o leyes nacionales o estatutos de mercados regulados que limiten el número de personas admitidas. Cuando, debido a su estructura jurídica o su capacidad técnica, el acceso a un mercado regulado sea limitado, los Estados miembros velarán por que dicha estructura y dicha capacidad vayan adaptándose de forma regular.

2. La condición de miembro de un mercado regulado o el acceso al mismo implica el cumplimiento de las exigencias de adecuación del capital por parte de las empresas de inversión y el control de dicho cumplimiento por parte del Estado miembro de origen, de conformidad con la Directiva 93/6/CEE.

Los Estados miembros de acogida sólo estarán facultados para imponer requisitos adicionales en materia de capital en los ámbitos no cubiertos por dicha Directiva.

El acceso a un mercado regulado, la admisión como miembro y el mantenimiento de ambas prerrogativas estarán supeditados al cumplimiento de las normas de dicho mercado regulado en lo que respecta a la constitución y administración del mercado regulado y al cumplimiento de las normas relativas a las operaciones de dicho mercado; las normas profesionales impuestas al personal que trabaja en ese mercado o en conexión con él y las normas y procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación. Las normas de desarrollo de dichas normas y procedimientos podrán adaptarse de modo adecuado, especialmente para garantizar el cumplimiento de las obligaciones que de ellos se derivan, aunque velando por que se respete lo dispuesto en el artículo 28.

3. Con objeto de cumplir con la obligación establecida en el apartado 1, los Estados miembros de acogida deberán dar a las empresas de inversión contempladas en dicho apartado la opción de hacerse miembros de sus mercados regulados o de tener acceso a ellos:

— bien directamente, mediante la creación de una sucursal en el Estado miembro de acogida, o

— bien de forma indirecta, mediante la creación de una filial en el Estado miembro de acogida o la adquisición de alguna empresa existente en el Estado de acogida que ya sea miembro o que tenga acceso a dichos mercados.

No obstante, los Estados miembros que apliquen, en el momento de la adopción de la presente Directiva, una legislación que sólo autorice a las entidades de crédito a ser

miembros de un mercado regulado o a acceder al mismo por mediación de una filial especializada, podrán seguir aplicando hasta el 31 de diciembre de 1996 esta misma obligación de manera no discriminatoria a las entidades de crédito originarias de otros Estados miembros para el acceso a dicho mercado regulado.

El Reino de España, la República Helénica y la República Portuguesa podrán prolongar este período hasta el 31 de diciembre de 1999. Un año antes de dicha fecha, la Comisión elaborará un informe teniendo en cuenta la experiencia adquirida en la aplicación del presente artículo y, si procede, presentará una propuesta. El Consejo, pronunciándose por mayoría cualificada sobre dicha propuesta, podrá decidir la revisión de este régimen.

4. Salvo lo dispuesto en los apartados 1, 2 y 3 cuando, para operar en un mercado regulado del Estado miembro de acogida, no se exija como requisito la presencia física, las empresas de inversión a que se refiere el apartado 1 podrán adquirir la calidad de miembros o acceder en las mismas condiciones, sin tener un establecimiento en el Estado miembro de acogida. Para permitir que sus empresas de inversión sean miembros o admitidas en un mercado regulado de un Estado miembro de acogida con arreglo al presente apartado, los Estados miembros de origen permitirán a los mercados regulados de Estado miembro de acogida establecer en aquellos las instalaciones apropiadas.

5. Las disposiciones del presente artículo no afectarán a la facultad de los Estados miembros de autorizar o prohibir la creación de nuevos mercados en su territorio.

6. El presente artículo no afectará:

— en la República Federal de Alemania, a la normativa que regula la actividad de «Kursmakler»;

— en los Países Bajos, la normativa que regula la actividad de «hoekman».

Artículo 16

A efectos del reconocimiento mutuo y de la aplicación de la presente Directiva, cada Estado miembro elaborará la lista de mercados regulados de acuerdo con su legislación respecto a los cuales sea Estado de origen y comunicará dicha lista, a efectos de información, a los demás Estados miembros y a la Comisión, así como las normas de organización y de funcionamiento de dichos mercados regulados. Se comunicará de la misma forma toda modificación de la lista o de las normas anteriormente mencionadas. Al menos una vez al año, la Comisión publicará en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas* las listas de los mercados regulados y sus actualizaciones.

Antes del 31 de diciembre de 1996, la Comisión hará un informe sobre los datos así recibidos y, en su caso, propon-

drá modificaciones de la definición de mercado regulado a efectos de la presente Directiva.

Artículo 17

1. Además de cumplir las condiciones que se establecen en el artículo 3, toda empresa de inversión que desee establecer una sucursal en el territorio de otro Estado miembro deberá notificarlo a las autoridades competentes del Estado miembro de origen.

2. Los Estados miembros exigirán que toda empresa de inversión que desee establecer una sucursal en otro Estado miembro adjunte a la notificación a que se refiere el apartado 1 los siguientes datos:

a) el Estado miembro en cuyo territorio se proponga establecer la sucursal;

b) un plan de actuación en el que se determinen, entre otros aspectos, el tipo de actividad que se desee ejercer y la estructura organizativa de la sucursal;

c) la dirección en el Estado miembro de acogida en la que se le puedan solicitar documentos;

d) los nombres de los directivos de la sucursal.

3. Salvo que tengan razones para dudar de la idoneidad de la estructura administrativa o de la situación financiera de la empresa de inversión, habida cuenta de las actividades que ésta se proponga ejercer, las autoridades competentes del Estado miembro de origen transmitirán a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida la información contemplada en el apartado 2, en un plazo de tres meses a partir de la recepción del total de dicha información, e informarán de ello a la empresa de inversión de que se trate.

Además, comunicarán datos pormenorizados sobre cualquier sistema de garantía cuyo objeto sea asegurar la protección de los inversores de la sucursal.

En el caso de que las autoridades competentes del Estado miembro de origen se nieguen a transmitir a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida la información contemplada en el apartado 2, comunicarán las razones de la negativa a la empresa de inversión de que se trate, en el plazo de tres meses a partir de la recepción de la totalidad de la información. La negativa o la ausencia de respuesta podrá ser objeto de recurso judicial en el Estado miembro de origen.

4. Antes de que la sucursal de una empresa de inversión comience a ejercer su actividad, las autoridades competentes del Estado miembro de acogida dispondrán de dos meses, a partir de la recepción de la información a que se refiere el apartado 3, para organizar la supervisión de la empresa de inversión conforme a lo dispuesto en el artículo

19 y para indicar, en su caso, las condiciones, incluidas las reglas de conducta, que deberán presidir por razones de interés general el ejercicio de dichas actividades en el Estado miembro de acogida.

5. A partir de la recepción de una comunicación de las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, o en el caso de que, transcurrido el plazo previsto en el apartado 4, no se haya recibido comunicación alguna, la sucursal podrá establecerse y comenzar a ejercer su actividad.

6. En caso de modificación de alguno de los datos comunicados con arreglo a las letras b), c) o d) del apartado 2, la empresa de inversión notificará por escrito dicha modificación a las autoridades competentes del Estado miembro de origen y del Estado miembro de acogida, como mínimo un mes antes de llevarla a efecto, para que las autoridades competentes del Estado miembro de origen puedan pronunciarse sobre dicha modificación con arreglo al apartado 3, y las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, con arreglo al apartado 4.

7. En caso de modificación de los datos comunicados con arreglo al párrafo segundo del apartado 3, las autoridades del Estado miembro de origen informarán de ello a las autoridades del Estado miembro de acogida.

Artículo 18

1. Toda empresa de inversión que desee ejercer por primera vez su actividad en el territorio de otro Estado miembro al amparo de la libre prestación de servicios, notificará a las autoridades competentes del Estado miembro de origen:

— el Estado miembro en el que tenga previsto operar;

— un programa de actividad en el que se indique, en particular, qué servicio o servicios de inversión se propone prestar.

2. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen remitirán a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida la notificación a que se refiere el apartado 1 en el plazo de un mes a partir de la recepción de la misma. Seguidamente la empresa de inversión podrá empezar a prestar en el Estado miembro de acogida el servicio o servicios de inversión de que se trate.

Las autoridades competentes del Estado miembro de acogida indicarán a la empresa de inversión, si procede, una vez recibida la notificación a que se refiere el apartado 1, las condiciones, incluidas las normas de conducta, que deben cumplir los prestadores de los servicios de inversión de que se trate en el Estado miembro de acogida, por razones de interés general.

3. En caso de modificación del contenido de la información notificada de conformidad con el segundo guión del apartado 1 la empresa de inversión notificará por escrito

esta modificación a las autoridades competentes del Estado miembro de origen y del Estado miembro de acogida antes de efectuar el cambio, para que las autoridades competentes del Estado miembro de acogida puedan, en su caso, indicar a la empresa cualquier cambio o complemento relativo a la información comunicada con arreglo al apartado 2.

Artículo 19

1. Los Estados miembros de acogida podrán exigir, con fines estadísticos, que todas las empresas de inversión que cuenten con sucursales en su territorio informen periódicamente a las correspondientes autoridades competentes sobre las operaciones que hayan desarrollado en dicho territorio.

Para el ejercicio de las responsabilidades que les incumben en la conducción de la política monetaria y sin perjuicio de las medidas que sean necesarias para reforzar el Sistema Monetario Europeo, los Estados miembros de acogida podrán exigir en su territorio que todas las sucursales de empresas de inversión originarias de otros Estados miembros suministren la información que, con este fin, exigen a las empresas de inversión nacionales.

2. Para el ejercicio de las responsabilidades que les corresponden con arreglo a la presente Directiva, los Estados miembros de acogida podrán exigir a las sucursales de las empresas de inversión la misma información que exigen, para este fin, a las empresas nacionales.

Los Estados miembros de acogida podrán exigir a las empresas de inversión que operen en libre prestación de servicios sobre su territorio la información que sea necesaria para controlar el cumplimiento por parte de estas empresas de las normas de los Estados miembros de acogida que les sean aplicables, sin que estas exigencias puedan sobrepasar las que estos mismos Estados miembros imponen, para controlar el cumplimiento de esas mismas normas, a las empresas establecidas.

3. Cuando las autoridades competentes del Estado miembro de acogida comprueben que una empresa de inversión que tenga una sucursal o preste servicios en su territorio no cumple las disposiciones legales o reglamentarias adoptadas en dicho Estado en aplicación de las disposiciones de la presente Directiva que confieren facultades a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, exigirán a la empresa de inversión de que se trate que ponga fin a la situación de irregularidad.

4. Si la empresa de inversión no adoptara las medidas oportunas, las autoridades competentes del Estado miembro de acogida informarán de ello a las autoridades competentes del Estado miembro de origen. Éstas tomarán, en el más breve plazo posible, todas las medidas necesarias para que la empresa de inversión de que se trate ponga fin a la situación de irregularidad. Las autoridades competentes del Estado miembro de acogida deberán ser informadas sobre la naturaleza de las medidas adoptadas.

5. Si, a pesar de las medidas adoptadas por el Estado miembro de origen, o debido a que estas medidas resultan inadecuadas o no están previstas en dicho Estado, la empresa de inversión continuare violando las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas contempladas en el apartado 3, vigentes en el Estado miembro de acogida, este último, tras informar a las autoridades competentes del Estado miembro de origen, podrá tomar las medidas oportunas a fin de evitar o sancionar nuevas irregularidades y, en la medida en que sea necesario, prohibir a la empresa de inversión efectuar nuevas operaciones en su territorio. Los Estados miembros velarán por que en su territorio sea posible notificar a las empresas de inversión los documentos legales necesarios para la adopción de tales medidas.

6. Las disposiciones precedentes no afectarán a la facultad de los Estados miembros de acogida de tomar las medidas oportunas a fin de prevenir o sancionar en su territorio, los actos que sean contrarios a las normas de conducta adoptadas en aplicación del artículo 11 o a las demás disposiciones legales, reglamentarias y administrativas que hayan adoptado por razones de interés general. Entre esas medidas se incluye la posibilidad de impedir que las empresas infractoras efectúen nuevas operaciones en su territorio.

7. Toda medida adoptada en aplicación de lo dispuesto en los apartados 4, 5 y 6 que implique sanciones o restricciones a las actividades de una empresa de inversión deberá ser debidamente motivada y comunicada a la empresa de inversión afectada. Cada medida de este tipo podrá ser objeto de recurso judicial en el Estado miembro cuyas autoridades la hayan adoptado.

8. Antes de aplicar el procedimiento previsto en los apartados 3, 4 y 5 las autoridades competentes del Estado miembro de acogida podrán, en situaciones de emergencia, adoptar las medidas preventivas que consideraren necesarias para proteger los intereses de los inversores u otros destinatarios de los servicios. Tanto la Comisión como las autoridades competentes de los demás Estados miembros afectados deberán ser informados de dichas medidas con la mayor brevedad posible. La Comisión podrá decidir, previa consulta con las autoridades competentes de los Estados miembros afectados, que el Estado miembro de que se trate modifique o anule tales medidas.

9. Si la autorización fuere retirada, se informará de ello a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, que tomarán las medidas oportunas a fin de evitar que la empresa de inversión afectada inicie nuevas operaciones en su territorio y de salvaguardar los intereses de los inversores. Cada dos años, la Comisión presentará un informe sobre estos casos a un Comité que se constituirá con posterioridad en el ámbito de los valores negociables.

10. Los Estados miembros informarán a la Comisión del número y naturaleza de aquellos casos en que se hayan producido negativas, en virtud de lo dispuesto en el artículo 17, o se hayan adoptado medidas de acuerdo con lo

previsto en el apartado 5. Cada dos años, la Comisión presentará un informe sobre estos casos a un Comité que se constituirá con posterioridad en el ámbito de los valores negociables.

Artículo 20

1. A 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, los Estados miembros de origen exigirán por lo menos:

a) sin perjuicio de las disposiciones tomadas en aplicación del artículo 10 que las empresas de inversión conserven a disposición de las autoridades durante cinco años como mínimo los datos pertinentes acerca de las operaciones relativas a los servicios mencionados en el apartado 1 del artículo 14 que hayan efectuado sobre instrumentos negociados en un mercado regulado, con independencia de que dichas operaciones se hayan realizado en un mercado regulado o no;

b) que las empresas de inversión declaren a una autoridad competente del Estado miembro de origen todas las operaciones mencionadas en la letra a), cuando dichas operaciones se refieran a:

- acciones u otros instrumentos que den acceso al capital;
- obligaciones u otros instrumentos equivalentes a obligaciones;
- contratos a plazo normalizados referentes a acciones;
- opciones normalizadas referentes a acciones.

Esta declaración deberá estar a disposición de la autoridad lo antes posible, en un plazo que fijará la autoridad. Dicho plazo podrá ampliarse hasta el final del siguiente día laborable cuando así lo dicten motivos de índole práctica o de funcionamiento, pero en ningún caso rebasará dicho límite.

La declaración deberá incluir, en particular, el nombre y el número de los instrumentos comprados o vendidos, la fecha y la hora de la operación, los precios de la operación y la posibilidad de identificar a la empresa de inversión.

Los Estados miembros de origen podrán disponer que el requisito establecido en la letra presente del anterior apartado 1 únicamente se aplicará, en lo que se refiere a las obligaciones u otros instrumentos equivalentes, al conjunto de operaciones que se refieran al mismo instrumento.

2. Cuando una empresa de inversión efectúe una operación en un mercado regulado de un Estado miembro de acogida, el Estado miembro de origen podrá renunciar a sus propios requisitos en materia de declaración cuando la empresa de inversión esté sometida a requisitos equivalentes

de declaración sobre la misma operación por las autoridades de las que depende ese mercado.

3. Los Estados miembros establecerán que sea la empresa de inversión la que realice las declaraciones contempladas en la letra b) del apartado 1, bien por la propia empresa de inversión, o mediante un sistema de confrontación de las órdenes («trade matching system»), bien por mediación de las autoridades de una bolsa de valores o de otro mercado regulado.

4. Los Estados miembros velarán por que la información disponible en virtud del presente artículo también esté disponible para una correcta aplicación del artículo 23.

5. En el ámbito regulado por el presente artículo, cada Estado miembro podrá, de manera no discriminatoria, adoptar o mantener disposiciones más estrictas por lo que se refiere al fondo y a la forma sobre la conservación y declaración de datos relativos a las operaciones:

- efectuadas en un mercado regulado para el que sea Estado miembro de origen, o
- realizadas por las empresas de inversión para las que sea Estado miembro de origen.

Artículo 21

1. A fin de permitir que los inversores evalúen en cualquier momento los términos de una operación que se propongan efectuar y comprobar después las condiciones de su ejecución, cada autoridad competente tomará, para cada uno de los mercados regulados que haya incluido en la lista contemplada en el artículo 16 medidas para proporcionar a los inversores la información que cita el apartado 2. De conformidad con las obligaciones que figuran en el apartado 2, las autoridades competentes fijarán la forma y el plazo exacto en que se deba proporcionar la información, así como los medios por los que se pondrá a disposición teniendo en cuenta la naturaleza, el volumen y las necesidades del mercado de que se trate, así como los inversores que operen en dicho mercado.

2. Para cada instrumento, las autoridades competentes exigirán por lo menos:

- 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 cuestión en el transcurso de toda la jornada bursátil precedente;
- b) además, para los mercados continuos basados en la confrontación de órdenes y para los mercados dirigidos por precio, la publicación,
 - al final de cada hora de funcionamiento del mercado, del precio medio ponderado y del volumen negociado en el

mercado regulado en cuestión 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 medio ponderado del precio más alto y del precio más bajo, en el mercado regulado en cuestión, 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.

Cuando los inversores tengan previamente acceso a la información sobre los precios y las cantidades en los que se pueden efectuar las operaciones:

i) la citada información deberá estar disponible en cualquier momento durante las horas de funcionamiento del mercado;

ii) los términos anunciados para un precio y un volumen determinados deberán ser los términos con los cuales el inversor pueda efectuar dicha operación.

Las autoridades competentes podrán retrasar o suspender la publicación cuando dicha acción se justifique por la existencia de condiciones de mercado excepcionales o incluso, en el caso de mercados de pequeña envergadura para preservar el anonimato de empresas e inversores. Las autoridades competentes podrán aplicar disposiciones especiales en los casos de operaciones excepcionales de gran envergadura en relación al tamaño medio de las operaciones sobre el valor de que se trate en este mercado o en el caso de valores de escasa liquidez definidos de acuerdo con criterios objetivos y publicados. Además, las autoridades competentes podrán aplicar disposiciones más flexibles, por lo que respecta principalmente a los plazos de publicación, en lo relativo a las operaciones sobre obligaciones o instrumentos similares.

3. En el ámbito regulado por el presente artículo, cada Estado miembro podrá adoptar o mantener disposiciones más restrictivas o disposiciones adicionales sobre el fondo y la forma por lo que respecta a la información que se facilitará a los inversores sobre las operaciones efectuadas en los mercados regulados para los cuales sea el Estado de origen, siempre que dichas disposiciones se apliquen independientemente de cual sea el Estado miembro en donde esté situado el emisor del instrumento financiero o el Estado miembro en cuyo mercado regulado se haya negociado por primera vez dicho instrumento.

4. A más tardar el 31 de diciembre de 1997, la Comisión deberá informar sobre la aplicación del presente artículo. El Consejo, a propuesta de la Comisión y por mayoría cualificada, podrá decidir la modificación del presente artículo.

Autoridades responsables de la concesión de la autorización y de la supervisión

Artículo 22

1. Los Estados miembros designarán a las autoridades competentes que deban desempeñar las funciones previstas en la presente Directiva e informarán de ello a la Comisión, indicando si existe reparto de competencias.

2. Las autoridades a que se refiere el apartado 1 deberán ser o bien autoridades públicas o bien organismos reconocidos en el ordenamiento jurídico nacional o por las autoridades públicas que hayan sido expresamente facultadas para dicho fin por la legislación nacional.

3. Se dotará a dichas autoridades de las facultades necesarias para el desempeño de su misión.

Artículo 23

1. Cuando existan varias autoridades competentes en un mismo Estado miembro éstas colaborarán estrechamente para supervisar las actividades de las empresas de inversión que en él operen.

2. Los Estados miembros velarán por que se establezca dicha colaboración entre las mencionadas autoridades competentes y las autoridades públicas responsables de la supervisión de los mercados financieros, de las entidades de crédito y otras instituciones financieras y de las empresas de seguros, en lo que se refiere a las respectivas entidades por ellas supervisadas.

3. Cuando las empresas de inversión operen en régimen de prestación de servicios o mediante el establecimiento de sucursales en uno o más Estados miembros distintos del Estado miembro de origen, las autoridades competentes de todos los Estados miembros interesados colaborarán estrechamente para cumplir más eficazmente con sus respectivas responsabilidades en los ámbitos cubiertos por la presente Directiva.

Dichas autoridades se proporcionarán previa solicitud, toda aquella información relativa a la gestión y estructura de propiedad de dichas empresas de inversión que pueda facilitar su supervisión y toda la información que pueda facilitar el control de tales empresas. En particular, las autoridades del Estado miembro de origen cooperarán para garantizar que las autoridades del Estado miembro de acogida obtengan la información a que se refiere el apartado 2 del artículo 19.

Siempre que resulte necesario para ejercer sus facultades de control, las autoridades competentes del Estado miembro de origen serán informadas, por las autoridades

competentes del Estado miembro de acogida, de cualquier medida que implique sanciones para una empresa de inversión o restricciones en las actividades de una empresa de inversión, y que haya sido adoptada por el Estado miembro de acogida en aplicación del apartado 6 del artículo 19.

Artículo 24

1. El Estado miembro de acogida velará por que, cuando una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro ejerza en el Estado miembro de acogida su actividad, a través de una sucursal, las autoridades competentes del Estado miembro de origen puedan realizar verificaciones *in situ* de la información a que se hace referencia en el apartado 3 del artículo 23, por sí mismas o a través de personas designadas a tal efecto, habiendo informado previamente a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida.

2. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen podrán asimismo solicitar a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida la realización de dicha verificación. Las autoridades que hayan recibido tal solicitud deberán, en el ejercicio de sus competencias, obrar en consecuencia, realizando ellas mismas la verificación, permitiendo que ésta sea realizada por las autoridades que lo solicitaron o autorizando a un auditor o a un experto para que la lleve a cabo.

3. El presente artículo se entenderá sin perjuicio del derecho que asiste a las autoridades competentes de los Estados miembros de acogida de realizar verificaciones *in situ* de las sucursales establecidas en su territorio, en el ejercicio de las competencias que se les asignan en la presente Directiva.

Artículo 25

1. Los Estados miembros dispondrán que todas aquellas personas que estén o hayan estado al servicio de las autoridades competentes, así como los auditores o expertos que actúen en nombre de dichas autoridades, estén sujetas al secreto profesional. Ello significará que ninguna información confidencial que puedan recibir en el ejercicio de sus funciones podrá ser divulgada a persona o autoridad alguna, a no ser de forma genérica o colectiva, de tal manera que no sea posible identificar a empresas de inversión concretas, sin perjuicio de la responsabilidad penal.

No obstante, cuando una empresa de inversión haya sido declarada en quiebra o esté en proceso de liquidación obligatoria decretada por un tribunal, toda aquella información confidencial que no ataña a terceros que tomen parte en los intentos de salvar la empresa de inversión podrá ser divulgada en el curso de procedimientos civiles o mercantiles.

2. El apartado 1 no será obstáculo para que las autoridades competentes de los diferentes Estados miembros realicen los intercambios de información previstos en la pre-

sente y otras Directivas aplicables a las empresas de inversión. Dicha información estará sujeta al secreto profesional contemplado en el apartado 1.

3. Los Estados miembros únicamente podrán celebrar acuerdos de cooperación que prevean intercambios de información con las autoridades competentes de países terceros si la información transmitida está sujeta a garantías de secreto profesional que sean como mínimo equivalentes a las mencionadas en el presente artículo.

4. Las autoridades competentes que reciban información confidencial de conformidad con los apartados 1 o 2 sólo podrán utilizarla en el ejercicio de sus funciones:

— para verificar el cumplimiento de las condiciones que regulen el acceso a la actividad de las empresas de inversión y facilitar el control, ya sea en base individual o consolidada, del ejercicio de dicha actividad, especialmente en lo que respecta a las exigencias de adecuación del capital establecidas en la Directiva 93/6/CEE, a la organización administrativa y contable y a los mecanismos de control interno; o

— para imponer sanciones; o

— en caso de recurso administrativo contra una decisión de la autoridad competente; o

— en procedimientos judiciales iniciados con arreglo a lo dispuesto en el artículo 26.

5. Los apartados 1 y 4 no serán óbice para el intercambio de información:

a) dentro de un Estado miembro, cuando existan varias autoridades competentes; o

b) dentro de un Estado miembro o entre Estados miembros, entre las autoridades competentes, y

— las autoridades a quienes corresponda la función pública de supervisión de entidades de crédito, de las demás instituciones financieras y de las empresas de seguros, así como las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados financieros,

— los órganos responsables de la liquidación y la quiebra de las empresas de inversión y de otros procedimientos similares, o

— las personas encargadas de la auditoría de las cuentas de las empresas de inversión y de las demás entidades financieras,

en el desempeño de sus funciones de supervisión. Tampoco serán óbice para que se transmita a los organismos que administran sistemas de indemnización la información necesaria para el desempeño de sus funciones. Dicha información estará sujeta al secreto profesional que se contempla en el apartado 1.

«5 bis. No obstante lo dispuesto en los apartados 1 a 4, los Estados miembros podrán autorizar intercambios de información entre las autoridades competentes y

— las autoridades encargadas de la supervisión de los órganos que participen en la liquidación y quiebra de las empresas de inversión y otros procedimientos similares; o

— las autoridades encargadas de la supervisión de las personas encargadas del control legal de las cuentas de las empresas de seguros, las entidades de crédito, las empresas de inversión y otras entidades financieras.

Los Estados miembros que hagan uso de la facultad establecida en el párrafo primero exigirán, como mínimo, el cumplimiento de las siguientes condiciones:

— la información se destinará a la realización de la misión de supervisión establecida en el párrafo primero;

— la información recibida en este contexto estará sujeta al secreto profesional contemplado en el apartado 1;

— cuando la información proceda de otro Estado miembro, ésta no podrá divulgarse sin el acuerdo expreso de las autoridades competentes que hayan comunicado dicha información y, en ese caso, exclusivamente con la finalidad que estas autoridades hayan autorizado.

Los Estados miembros comunicarán a la Comisión y a los demás Estados miembros la identidad de las autoridades que podrán recibir información con arreglo al presente apartado.» (1)

«5 ter. No obstante lo dispuesto en los apartados 1 a 4, los Estados miembros, con el fin de reforzar la estabilidad del sistema financiero, incluida su integridad, podrán autorizar el intercambio de información entre las autoridades competentes y las autoridades y los órganos encargados en virtud de la legislación nacional de detectar las infracciones al derecho de sociedades y de investigar dichas infracciones.

Los Estados miembros que hagan uso de la facultad establecida en el párrafo primero exigirán, como mínimo, el cumplimiento de las siguientes condiciones:

— la información se destinará a la realización de la misión establecida en el párrafo primero;

— la información recibida en este contexto estará sujeta al secreto profesional contemplado en el apartado 1;

— cuando la información proceda de otro Estado miembro, ésta sólo podrá ser divulgada con el acuerdo expreso de las autoridades competentes que hayan comunicado di-

cha información y, en su caso, exclusivamente con la finalidad que estas autoridades hayan autorizado.

Cuando, en un estado miembro, las autoridades y los órganos a que se refiere el párrafo primero realicen su misión de detección o investigación recurriendo, dada su competencia específica, a personas con un mandato a tal fin que no pertenezcan a la función pública, la posibilidad de intercambiar información prevista en el párrafo primero podrá ampliarse a estas personas en las condiciones expuestas en el párrafo segundo.

Para la aplicación del último guión del párrafo segundo, las autoridades y los órganos a que se refiere el párrafo primero comunicarán a las autoridades competentes que hayan facilitado la información, la identidad y el mandato preciso de las personas a las que se transmitirá dicha información.

Los Estados miembros comunicarán a la Comisión y a los demás Estados miembros la identidad de las autoridades y de los órganos que podrán recibir información con arreglo al presente apartado.

La Comisión elaborará, antes de 31 de diciembre del año 2000, un informe sobre la aplicación de las disposiciones del presente apartado.» (2)

«6. Las disposiciones del presente artículo no obstarán para que una autoridad competente transmita:

— a los bancos centrales y organismos de función similar en tanto que autoridades monetarias y,

— en su caso, a otras autoridades públicas encargadas de la supervisión de los sistemas de pago,

la información destinada al cumplimiento de su misión ni para que estas autoridades u organismos comuniquen a las autoridades competentes la información que precisen a los efectos del apartado 4. La información recibida en este contexto estará sujeta al secreto profesional contemplado en el presente artículo.» (3)

7. Lo dispuesto en el presente artículo no será obstáculo para que las autoridades competentes comuniquen la información a que hacen referencia los apartados 1 a 4 a una cámara de compensación o a otro organismo similar reconocido por el Derecho nacional para llevar a cabo servicios de compensación o liquidación de los contratos en uno de los mercados del Estado miembro, en caso de que dichas autoridades consideren que tal comunicación resulta necesaria con objeto de garantizar el funciona-

(1) Apartado incorporado por Directiva 95/26/CE (DO N° L 168 de 18.7.95).

(2) Apartado incorporado por Directiva 95/26/CE (DO N° L 168 de 18.7.95).

(3) Apartado redactado conforme a la Directiva 95/26/CE (DO N° L 168 de 18.7.95).

miento regular de los organismos mencionados en relación con incumplimientos, incluso potenciales, de quienes intervienen en dicho mercado. La información que se reciba por ese concepto estará sujeta al secreto profesional a que se refiere el apartado 1. No obstante, los Estados miembros velarán por que la información recibida con arreglo al apartado 2 no pueda divulgarse en el supuesto contemplado en el presente apartado sin el consentimiento expreso de las autoridades competentes que hayan divulgado la información.

8. Asimismo, y no obstante lo dispuesto en los apartados 1 y 4, los Estados miembros podrán autorizar, en virtud de disposiciones legales, la divulgación de determinada información a otros servicios de su administración central, responsables de la legislación en materia de supervisión de entidades de crédito, instituciones financieras, empresas de inversión y empresas de seguros, así como también a los inspectores que actúen en nombre de dichos servicios.

Ello no obstante, la información sólo podrá ser divulgada cuando resulte necesario por razones de supervisión prudencial.

En cualquier caso, los Estados miembros dispondrán que la información recibida en virtud de lo dispuesto en los apartados 2 y 5 y la obtenida en la verificación *in situ* contemplada en el artículo 24 no sea nunca divulgada en los casos previstos en el presente apartado, salvo con el consentimiento expreso de las autoridades competentes que divulgaron la información o de las autoridades competentes del Estado miembro en que tuvo lugar la verificación *in situ*.

9. Si en el momento de la adopción de la presente Directiva un Estado miembro ha previsto intercambios de información de una autoridad a otra a efectos de control del incumplimiento de las leyes en materia de supervisión prudencial, en materia de organización, funcionamiento y comportamiento de las sociedades comerciales y de las reglamentaciones de los mercados financieros, dicho Estado miembro podrá seguir autorizando dicha transmisión hasta la coordinación del conjunto de las disposiciones que regulan el intercambio de información entre autoridades para todo el sector financiero y en todo caso, a más tardar el 1 de julio de 1996.

No obstante, los Estados miembros velarán por que, cuando la información proceda de otro Estado miembro, no pueda divulgarse en las condiciones contempladas en el párrafo anterior sin el consentimiento expreso de las autoridades competentes que hayan divulgado dicha información y sólo pueda utilizarse para los fines para los que dichas autoridades hayan dado su acuerdo.

El Consejo llevará a cabo la coordinación mencionada en el párrafo primero, sobre la base de propuestas de la Comisión. El Consejo toma nota del hecho de que la Comisión ha indicado que presentará propuestas a dicho efecto a más tardar el 31 de julio de 1993. El Consejo se pronunciará a la mayor brevedad, siendo el objetivo que la normativa ob-

jeto de dichas propuestas sea aplicable en la fecha de puesta en aplicación de la presente Directiva.

Artículo 25 bis (1)

«1. Los Estados miembros dispondrán, como mínimo que:

a) toda persona autorizada con arreglo a la Directiva 84/253/CEE que ejerza en una empresa de inversión la función descrita en el artículo 5 1 de la Directiva 78/660/CEE, en el artículo 37 de la Directiva 83/349/CEE o en el artículo 31 de la Directiva 85/611/CEE o cualquier otra función legal tendrá la obligación de señalar rápidamente a las autoridades competentes cualquier hecho o decisión sobre dicha entidad del que haya tenido conocimiento en el ejercicio de dicha función y que pueda:

— constituir una violación del contenido de las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas que establecen las condiciones de autorización o que regulan de manera específica el ejercicio de la actividad de las empresas de inversión, o

— perjudicar la continuidad de la explotación de la empresa de inversión, o

— implicar la denegación de la certificación de cuentas o la emisión de reservas;

b) se impondrá la misma obligación a esa misma persona por lo que respecta a los hechos y decisiones que llegara a conocer en el contexto de una función como la descrita en la letra a) ejercida en una empresa que tenga un vínculo estrecho resultante de un vínculo de control con la empresa de inversión en la que esta persona lleve a cabo la mencionada función.

2. La divulgación de buena fe de hechos o decisiones mencionados en el apartado 1 a las autoridades competentes, por parte de las personas autorizadas con arreglo a la Directiva 84/253/CEE, no constituirá violación de las restricciones sobre divulgación de información impuesta por vía contractual o por cualquier disposición legal, reglamentaria o administrativa ni implicará para dichas personas ningún tipo de responsabilidad.

Artículo 26

Los Estados miembros velarán por que las decisiones tomadas con respecto a una empresa de inversión en virtud de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas adoptadas en aplicación de lo dispuesto en la presente Directiva puedan ser objeto de recurso judicial; lo anterior será igualmente de aplicación cuando no haya re-

(1) Artículo incorporado por Directiva 95/26/CE (DO N° L 168 de 18.7.95).

caído resolución, dentro del plazo de los seis meses siguientes a la solicitud, sobre una petición de autorización que contenga todos los elementos requeridos por las disposiciones vigentes.

Artículo 27

Sin perjuicio tanto de los procedimientos para la retirada de autorizaciones como de las disposiciones de Derecho penal, los Estados miembros dispondrán que sus respectivas autoridades competentes, en lo que se refiere a las empresas de inversión que infrinjan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas a la supervisión o al ejercicio de sus actividades o a quienes ejerzan el control efectivo de las operaciones de dichas empresas, puedan adoptar medidas o imponer sanciones orientadas específicamente a poner término a las infracciones observadas o con las causas de éstas.

Artículo 28

Los Estados miembros velarán por que en la aplicación de las disposiciones de la presente Directiva no se efectúe discriminación alguna.

TÍTULO VII

Disposiciones finales

Artículo 29

El Consejo, hasta tanto se adopte una Directiva que establezca las disposiciones de adaptación de la presente Directiva al progreso técnico en los sectores indicados a continuación y de conformidad con la Decisión 87/373/CEE del Consejo adoptará por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión, aquellas adaptaciones que puedan ser necesarias en lo relativo a:

— la ampliación del contenido de la lista que figura en la sección C del Anexo;

— la adaptación de la terminología de las listas que figuran en el Anexo con el fin de tener en cuenta la evolución de los mercados financieros;

— las materias en las cuales las autoridades competentes deban intercambiarse información, según se enuncian en el artículo 23;

— la clarificación de las definiciones, con objeto de lograr que la aplicación de la presente Directiva se haga de manera uniforme en toda la Comunidad;

— la clarificación de las definiciones, con objeto de que

en la aplicación de la presente Directiva se tenga en cuenta la evolución de los mercados financieros;

— la adaptación de la terminología y formulación de las definiciones en función de posteriores medidas relativas a las empresas de inversión y materias conexas;

— las demás tareas previstas en el apartado 5 del artículo 7.

Artículo 30

1. Las empresas de inversión que hayan recibido autorización en su Estado miembro de origen para prestar servicios de inversión antes del 31 de diciembre de 1995 se considerarán autorizadas a efectos de la presente Directiva si la normativa del citado Estado ha subordinado su acceso a la actividad al cumplimiento de condiciones equivalentes a las establecidas en el apartado 3 del artículo 3 y en el artículo 4.

2. Las empresas de inversión que el 31 de diciembre de 1995 estuviesen operando, distintas de las empresas a que se refiere el apartado 1, podrán seguir operando siempre que obtengan, en el plazo de un año a partir del 31 de diciembre de 1996, con arreglo a las disposiciones del Estado miembro de origen, la autorización para proseguir la actividad de conformidad con las disposiciones adoptadas en aplicación de la presente Directiva.

La concesión de dicha autorización es indispensable para que estas empresas puedan acogerse a las disposiciones de la presente Directiva en materia de libertad de establecimiento y de prestación de servicios.

3. Cuando las empresas de inversión hayan iniciado sus actividades en otros Estados miembros por medio de sucursales o en régimen de prestación de servicios antes de la fecha de adopción de la presente Directiva, las autoridades del Estado miembro de origen comunicarán entre el 1 de julio de 1995 y el 31 de diciembre de 1995 a las autoridades de cada uno de los demás Estados miembros interesados, con arreglo a los apartados 1 y 2 del artículo 17 y al artículo 18 y la lista de las empresas que cumplen las disposiciones de la presente Directiva que operan en dichos Estados miembros, e indicarán las actividades que llevan a cabo.

4. Las personas físicas que en el momento de la adopción de la presente Directiva estén autorizadas en un Estado miembro a ofrecer servicios de inversión serán consideradas personas autorizadas con arreglo a la presente Directiva, siempre que cumplan las obligaciones que se citan en el segundo guión del párrafo segundo del punto 2 del artículo 1 y en los cuatro guiones del párrafo tercero del punto 2 del artículo 1.

Artículo 31

Los Estados miembros adoptarán las disposiciones le-

gales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva a más tardar el 1 de julio de 1995.

Dichas disposiciones entrarán en vigor, a más tardar, el 31 de diciembre de 1995. Los Estados miembros informarán de ello inmediatamente a la Comisión.

Cuando los Estados miembros adopten las disposiciones a que se refiere el párrafo primero 1, éstas harán referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros establecerán las modalidades de la mencionada referencia.

Artículo 32

Los destinatarios de la presente Directiva son los Estados miembros.

ANEXO

SECCIÓN A

Servicios

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 (FRA).
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 esta categoría 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.

Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 3 de marzo de 1997 (1) relativa a los sistemas de indemnización de los inversores

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, y en particular el apartado 2 de su artículo 57,

Vista la propuesta de la Comisión,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social,

Visto el dictamen del Instituto Monetario Europeo,

De conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 189 B del Tratado, a la vista del texto conjunto aprobado por el Comité de conciliación el 18 de diciembre de 1996,

(1) Considerando que, el 10 de mayo de 1993, el Consejo aprobó la Directiva 93/22/CEE relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables; que dicha Directiva constituye un instrumento esencial para la realización del mercado interior en el sector de las empresas de inversión;

(2) Considerando que la Directiva 93/22/CEE establece normas prudenciales que las empresas de inversión deben observar en todo momento, incluidas las encaminadas a proteger, en la medida de lo posible, los derechos de los inversores en relación con los fondos o instrumentos que les pertenezcan;

(3) Considerando, sin embargo, que ningún sistema de supervisión puede ofrecer una garantía completa, particularmente en el caso de que se cometan actos fraudulentos;

(4) Considerando que la protección de los inversores y el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero constituyen un importante aspecto de la realización y el buen funcionamiento del mercado interior en este sector y que, a tal fin, es esencial que cada Estado miembro disponga de un sistema de indemnización de los inversores que proporcione un nivel mínimo armonizado de protección, por lo menos al pequeño inversor, en los casos en que una empresa de inversión no pueda cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores;

(5) Considerando que los pequeños inversores podrán, por consiguiente, adquirir servicios de inversión de sucursa-

les de empresas de inversión comunitarias o en, el marco de una prestación de servicios transfronteriza, con la misma confianza que si se dirigieran a una empresa nacional, conscientes de que se beneficiarían de un nivel mínimo armonizado de protección para el caso en que la empresa de inversión no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores;

(6) Considerando que, de no existir dicha armonización mínima, los Estados miembros de acogida podrán considerar justificada, en aras de la protección del inversor, la exigencia de la participación en sus sistemas de indemnización de las empresas de inversión de los demás Estados miembros que operen a través de una sucursal o mediante la libre prestación de servicios y no estén adheridas a ningún sistema de indemnización de los inversores en su Estado miembro de origen o cuando participen en un sistema que no ofrezca una protección considerada equivalente; que dicha exigencia podría crear dificultades con respecto al funcionamiento del mercado interior,

(7) Considerando que, aunque la mayor parte de los Estados miembros disponen actualmente de sistemas de indemnización de los inversores, la mayoría no disponen de sistemas cuyo ámbito de aplicación abarque a todas las empresas de inversión titulares de la autorización única prevista por la Directiva 93/22/CEE;

(8) Considerando que, por consiguiente, debería exigirse que todos los Estados miembros dispongan de un sistema o sistemas de indemnización de los inversores, en el que participen todas estas empresas de inversión; que el sistema de que se trate debería cubrir los fondos o instrumentos depositados en una empresa de inversión en relación con las operaciones de inversión de un inversor que no puedan ser restituidas al inversor cuando una empresa de inversión no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores; que esto no prejuzga en modo alguno las normas y procedimientos aplicables en cada Estado miembro para las decisiones que deban adoptarse en caso de insolvencia o de liquidación de una empresa de inversión;

(9) Considerando que la definición de empresa de inversión incluye a las entidades de crédito autorizadas para prestar servicios de inversión; que también debe exigirse a dichas entidades de crédito su participación en un sistema de indemnización de los inversores con respecto a sus operaciones de inversión; que, sin embargo, no es necesario exigir a dichas entidades de crédito que se adhieran a dos

(1) DO n° L 84 de 26.3.1997.

sistemas distintos cuando un único sistema cumpla simultáneamente los requisitos de la presente Directiva y de la Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos; que, en el caso de las empresas de inversión que sean entidades de crédito, puede resultar difícil, en determinados casos, distinguir entre depósitos contemplados en la Directiva 94/19/CE y los fondos depositados en relación con operaciones de inversión; que, se debe ofrecer a los Estados miembros la posibilidad de determinar cuál de las dos Directivas debe aplicarse a tales depósitos y fondos;

(10) Considerando que la Directiva 94/19/CE permite a los Estados miembros eximir a una entidad de crédito de la obligación de pertenecer a un sistema de garantía de depósitos cuando la entidad de crédito pertenezca a un sistema que proteja a la propia entidad de crédito y garantice, en particular, su solvencia; que, cuando una entidad de crédito que pertenezca a un sistema semejante sea también una empresa de inversión, los Estados miembros deben también estar autorizados, con determinadas condiciones, a eximirla de la obligación de adherirse a un sistema de indemnización de los inversores;

(11) Considerando que un nivel mínimo armonizado de indemnización de 20.000 ecus por inversor debería ser suficiente para proteger los intereses del pequeño inversor en el caso de que la empresa de inversión no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores; que parece razonable, en consecuencia, fijar el nivel mínimo armonizado en 20.000 ecus; que, como en la Directiva 94/19/CE, podrían ser necesarias disposiciones transitorias limitadas para permitir que los sistemas de indemnización respeten dicha cifra, lo cual se aplica también a los Estados miembros que, en el momento de la adopción de la presente Directiva, no dispongan de un sistema de ese tipo;

(12) Considerando que este mismo nivel fue aprobado mediante la Directiva 94/19/CE;

(13) Considerando que, para incitar al inversor a que dé muestra de discernimiento al elegir la empresa de inversión, es razonable autorizar a los Estados miembros a que exijan al inversor que soporte una parte de la pérdida; que, no obstante, el inversor debe estar cubierto, como mínimo, en un 90% de su pérdida siempre que la indemnización abonada no alcance el mínimo comunitario;

(14) Considerando que los sistemas de algunos Estados miembros ofrecen actualmente unos niveles de cobertura más elevados que el nivel mínimo armonizado de protección de la presente Directiva; que, sin embargo, no parece oportuno exigir una modificación de estos sistemas en este punto;

(15) Considerando que el mantenimiento en la Comunidad de sistemas que ofrecen una cobertura de las inversiones superior al mínimo armonizado puede llevar, dentro de un mismo territorio, a disparidades en las indemnizaciones y a condiciones de competencia desiguales entre las empre-

sas de inversión nacionales y las sucursales de empresas de otros Estados miembros; que, con el fin de compensar dichas desventajas, se debe permitir a las sucursales adherirse al sistema del país de acogida, a fin de que puedan ofrecer el mismo nivel de cobertura que el sistema del país en el que estén establecidas; que conviene que la Comisión, en el informe que presente sobre la aplicación de la presente Directiva, indique en qué medida han utilizado esta opción las sucursales, así como las posibles dificultades que las sucursales o los sistemas de indemnización hayan podido encontrar para aplicar estas disposiciones; que no se excluye que el propio sistema del Estado miembro de origen ofrezca tal cobertura complementaria sin perjuicio de las condiciones que haya fijado dicho sistema;

(16) Considerando que se podrían crear distorsiones en el mercado si las sucursales de determinadas empresas de inversión establecidas en un Estado miembro distinto del Estado miembro de origen ofrecen unos niveles de cobertura más altos que los ofrecidos por las empresas de inversión autorizadas en el Estado miembro de acogida, que no es adecuado que el nivel y el alcance de la cobertura ofrecida por los sistemas de indemnización se convierta en un instrumento competitivo; que, por ello, es necesario estipular, al menos en un primer momento, que el nivel y alcance de la cobertura que ofrezcan los sistemas de un Estado miembro de origen a los inversores de las sucursales situadas en otro Estado miembro no superarán el nivel y alcance máximos ofrecidos por el sistema correspondiente del Estado miembro de acogida; que en una fecha próxima se deberán examinar las posibles distorsiones del mercado, sobre la base de la experiencia adquirida y a la luz de los cambios que experimente el sector financiero;

(17) Considerando que, cuando un Estado miembro estime que determinadas categorías de inversiones o de inversores enumerados específicamente no necesitan ninguna protección especial, deberá poder excluirlos de la cobertura ofrecida por los sistemas de indemnización de los inversores;

(18) Considerando que en varios Estados miembros los sistemas de indemnización de los inversores están bajo la responsabilidad de organizaciones profesionales; que existen, en otros Estados miembros, sistemas establecidos y regulados legalmente; que esta diversidad de régimen jurídico sólo plantea un problema en lo que se refiere a la adhesión obligatoria al sistema y a la exclusión del mismo; que, por consiguiente, es necesario prever disposiciones que limiten las competencias de los sistemas a este respecto;

(19) Considerando que se debe indemnizar al inversor sin retrasos excesivos, una vez que se haya verificado la existencia de su crédito; que debe permitirse que el propio sistema de indemnización fije un plazo razonable durante el cual se deban presentar las reclamaciones; que, sin embargo, no debe poder invocarse la expiración de dicho plazo contra el inversor que, por motivos justificados, no haya podido reclamar su crédito en el plazo fijado;

(20) Considerando que la información al inversor sobre

las modalidades de indemnización constituye un elemento fundamental de su protección; que el artículo 12 de la Directiva 93/22/CEE imponía a las empresas de inversión la obligación de informar a los inversores, antes de entrar en relación de negocios con ellos, sobre la eventual aplicación de un sistema de indemnización; que, por consiguiente, conviene que la presente Directiva establezca reglas de información a dichos inversores potenciales sobre el sistema de indemnización que ampara sus operaciones de inversión;

(21) Considerando que la utilización no regulada, con fines publicitarios, de referencias a la cantidad y al alcance del sistema de indemnización puede, no obstante, perjudicar la estabilidad del sistema bancario o la confianza de los inversores; que, por consiguiente, los Estados miembros deberían fijar normas que limiten dichas referencias;

(22) Considerando, en principio, que la presente Directiva exige a todas las empresas de inversión que se adhieran a un sistema de indemnización de los inversores; que las Directivas por las que se regula la admisión de empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre en un país tercero y, en particular, la Directiva 93/22/CEE permiten que los Estados miembros decidan si admiten que las sucursales de dichas empresas de inversión operen en su territorio y en qué condiciones; que dichas sucursales no se beneficiarán del régimen de libre prestación de servicios en virtud del párrafo segundo del artículo 59 del Tratado, ni de la libertad de establecimiento en Estados miembros distintos de aquél en el que estén establecidas; que, por consiguiente, el Estado miembro que admita a dichas sucursales debe decidir la forma de aplicar los principios de la presente Directiva a dichas sucursales, de conformidad con el artículo 5 de la Directiva 93/22/CEE y teniendo en cuenta la necesidad de proteger a los inversores y de asegurar la integridad del sistema financiero; que es esencial que los inversores que se dirijan a dichas sucursales estén plenamente informados de las disposiciones que les son aplicables en materia de indemnización;

(23) Considerando que no es indispensable armonizar en el marco de la presente Directiva los métodos de financiación de los sistemas de indemnización de los inversores, dado que, por un lado, los costes de financiación de estos sistemas deberían recaer, en principio, en las propias empresas de inversión y que, por otro, la capacidad financiera de dichos sistemas debe ser proporcional a sus compromisos; que ello, no debe, sin embargo, poner en peligro la estabilidad del sistema financiero del Estado miembro de que se trate;

(24) Considerando que la presente Directiva no podrá tener como efecto que los Estados miembros o sus autoridades competentes incurran en responsabilidad con respecto a los inversores, debido a que han velado por la creación o el reconocimiento oficial de uno o más sistemas que aseguren la indemnización o la protección de los inversores en las condiciones definidas en la presente Directiva;

(25) Considerando, en definitiva, que resulta necesaria

una armonización mínima de los sistemas de indemnización de los inversores, con el fin de realizar el mercado interior para las empresas de inversión, ya que permite al establecimiento de relaciones de mayor confianza entre los inversores y dichas empresas, muy especialmente cuando se trata de empresas originarias de otros Estados miembros, y evita las dificultades que podrían derivarse de la aplicación, por parte de los Estados miembros de acogida, de disposiciones nacionales en materia de protección de los inversores carentes de coordinación a nivel comunitario; que una directiva comunitaria vinculante es el único instrumento adecuado para lograr el objetivo perseguido, ante la ausencia generalizada de sistemas de indemnización de los inversores cuyo ámbito de aplicación corresponda al de la Directiva 93/22/CEE; que la presente Directiva se limita a la armonización mínima necesaria; que permite que los Estados miembros ofrezcan una cobertura más amplia o elevada si así lo desean y, asimismo, deja a éstos el grado de libertad necesario en lo que se refiere a la organización y financiación de los sistemas de indemnización de los inversores,

HAN ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

Artículo 1

A efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

1) «empresa de inversión»: una empresa de inversión tal como se define en el punto 2 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE,

– autorizada con arreglo a lo dispuesto en el artículo 3 de la Directiva 93/22/CEE, o

– autorizada como entidad de crédito, de conformidad con la Directiva 77/780/CEE y la Directiva 89/646/CEE, cuya autorización abarque uno o más servicios de inversión de los enumerados en la sección A del Anexo de la Directiva 93/22/CEE;

2) «operaciones de inversión»: todo servicio de inversión tal como se define en el punto 1 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE, así como aquéllos a los que se hace referencia en el punto 1 de la sección C del Anexo de la mencionada Directiva;

3) «instrumentos»: los instrumentos enumerados en la sección B del Anexo de la Directiva 93/22/CEE;

4) «inversor»: toda persona que haya confiado fondos o instrumentos a una empresa de inversión en el marco de operaciones de inversión;

5) «sucursal»: un establecimiento que constituya una parte sin personalidad jurídica de una empresa de inversión y que preste servicios de inversión para cuyo ejercicio la empresa de inversión haya recibido la oportuna autorización; todos los establecimientos creados en un mismo

Estado miembro por una empresa de inversión que tenga su domicilio social en otro Estado miembro se considerarán como una sola sucursal;

6) «operación de inversión conjunta»: una operación de inversión efectuada por cuenta de al menos dos personas o sobre la cual al menos dos personas tengan derechos que puedan ejercerse con la firma de al menos una de esas personas;

7) «autoridades competentes»: las autoridades definidas en el artículo 22 de la Directiva 93/22/CEE; dichas autoridades podrán ser, en su caso, las que se definen en el artículo 1 de la Directiva 92/30/CEE del Consejo, de 6 de abril de 1992, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada.

Artículo 2

1. Cada Estado miembro velará por la implantación y el reconocimiento oficial en su territorio de uno o más sistemas de indemnización de los inversores. Excepto en los casos mencionados en el párrafo segundo del presente apartado y en el apartado 3 del artículo 5, ninguna de las empresas de inversión autorizadas en dicho Estado miembro podrá efectuar operaciones de inversión sin participar en uno de dichos sistemas.

No obstante, los Estados miembros podrán eximir a las entidades de crédito sujetas a la presente Directiva de la obligación de pertenecer a un sistema de indemnización de los inversores cuando dichas entidades de crédito ya estén exentas de pertenecer a un sistema de garantía de depósitos, en aplicación del apartado 1 del artículo 3 de la Directiva 94/19/CE, siempre que se facilite a los inversores, en las mismas condiciones, la protección y la información que se facilita a los depositantes, de manera que los inversores se beneficien de una protección al menos equivalente a la que ofrece un sistema de indemnización de los inversores.

Los Estados miembros que se acojan a esa facultad informarán de ello a la Comisión; comunicarán, en particular, las características de dichos sistemas de protección y las entidades de crédito a las que dan cobertura con arreglo a la presente Directiva, así como cualquier modificación posterior de la información transmitida. La Comisión informará de ello al Consejo.

2. El sistema dará cobertura a los inversores conforme a lo dispuesto en el artículo 4 cuando:

– las autoridades competentes hayan comprobado que, desde su punto de vista, la empresa de inversión de que se trate se encuentra, de momento y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, en la imposibilidad de cumplir sus obligaciones derivadas de los derechos de los inversores y no parece tener por el momento perspectiva próxima de poder hacerlo; o cuando

– una autoridad judicial, por razones directamente rela-

cionadas con la situación financiera de la empresa de inversión, haya dictado una resolución que tenga como efecto suspender la posibilidad de los inversores de hacer efectivos sus créditos contra dicha empresa,

si esto último tuviere lugar antes.

Deberá asegurarse una cobertura respecto de los créditos resultantes de la incapacidad de una empresa de inversión para:

– reembolsar a los inversores los fondos que se les adeuda o que les pertenecen y que la empresa tenga depositados por cuenta de aquéllos en relación con operaciones de inversión, o

– restituir a los inversores todo instrumento que les pertenezca y que la empresa posea, administre o gestione por cuenta de aquéllos en relación con operaciones de inversión,

de acuerdo con las condiciones legales y contractuales aplicables.

3. Todos los créditos del tipo de los contemplados en el apartado 2 ejercitables frente a entidades de crédito que, en un Estado miembro, estén sujetas simultáneamente a la presente Directiva y a la Directiva 94/19/CE, serán adscritos por el Estado miembro a un sistema de los previstos en una u otra de las Directivas, según estime adecuado dicho Estado miembro. Ningún crédito podrá ser objeto de doble indemnización en virtud de ambas Directivas.

4. La cuantía del crédito de un inversor se calculará de conformidad con las condiciones legales y contractuales, en particular, las relativas a la compensación y los créditos compensables, aplicables para evaluar en la fecha de la comprobación o la resolución contempladas en el párrafo primero del apartado 2 el importe de los fondos o el valor, determinado en su caso por referencia al del mercado, de los instrumentos que pertenezcan al inversor y que la empresa de inversión no pueda reintegrar o restituir.

Artículo 3

Quedarán excluidos de cualquier compensación con cargo al sistema de indemnización de los inversores los créditos relativos a operaciones en relación con las cuales haya recaído condena penal por el delito de blanqueo de capitales con arreglo al artículo 1 de la Directiva 91/308/CEE del Consejo, de 10 de junio de 1991, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales.

Artículo 4

1. Los Estados miembros velarán por que la cobertura prevista por el sistema prevea una cobertura que no sea inferior a 20.000 ecus por inversor con respecto a los créditos contemplados en el apartado 2 del artículo 2.

Hasta el 31 de diciembre de 1999, los Estados miembros en los que, en el momento de la adopción de la presente Directiva, la cobertura sea inferior a 20.000 ecus podrán mantener dicho nivel de cobertura, siempre que éste no sea inferior a 15.000 ecus. También podrán acogerse a esta posibilidad los Estados miembros que se beneficien de las disposiciones transitorias del párrafo segundo del apartado 1 del artículo 7 de la Directiva 94/19/CE.

2. Los Estados miembros podrán disponer que determinados inversores queden excluidos de la cobertura del sistema de garantía o cuenten con una cobertura inferior. Dichas exclusiones se enumeran en el Anexo I.

3. El presente artículo no será obstáculo para el mantenimiento o la adopción de disposiciones que aseguren a los inversores una cobertura superior o más completa.

4. Los Estados miembros podrán limitar la cobertura prevista en el apartado 1 o la contemplada en el apartado 3 a un determinado porcentaje del crédito del inversor. No obstante, el importe garantizado deberá ser igual o superior al 90% del citado crédito hasta que el importe que deba pagarse en el marco del sistema alcance los 20.000 ecus.

Artículo 5

1. Cuando una empresa de inversión cuya pertenencia a un sistema sea obligatoria en virtud del apartado 1 del artículo 2 no cumpla las obligaciones que le correspondan como miembro de dicho sistema, se informará de ello a las autoridades competentes que hayan expedido la autorización, las cuales, en colaboración con el sistema de indemnización, tomarán todas las medidas apropiadas, incluida la imposición de sanciones, para garantizar que la empresa de inversión de que se trate cumpla sus obligaciones.

2. Cuando con dichas medidas no se consiga garantizar que la empresa de inversión cumpla sus obligaciones, el sistema podrá notificar a la empresa de inversión su decisión de excluirla del sistema, con una antelación de al menos doce meses, cuando la legislación nacional permita la exclusión de un miembro y con el acuerdo explícito de las autoridades competentes. La cobertura prevista en el párrafo segundo del apartado 2 del artículo 2 continuará aplicándose a las operaciones de inversión efectuadas durante este período. Si, transcurrido el plazo de notificación, la empresa de inversión no hubiere cumplido sus obligaciones, el sistema de indemnización podrá proceder a su exclusión, siempre con el acuerdo explícito de las autoridades competentes.

3. Cuando lo permita el Derecho nacional, y con el acuerdo explícito de las autoridades competentes que hayan expedido la autorización, una empresa de inversión excluida de un sistema de indemnización de los inversores podrá seguir prestando servicios de inversión si ha tomado, antes de su exclusión, medidas de indemnización alternativas que garanticen a los inversores una cobertura al menos equivalente a la ofrecida por el sistema reconocido oficial-

mente y que tengan unas características equivalentes a las de dicho sistema.

4. Cuando una empresa de inversión cuya exclusión se proponga con arreglo al apartado 2 no esté en condiciones de tomar medidas alternativas para cumplir las condiciones estipuladas en el apartado 3, las autoridades competentes que hayan expedido su autorización la revocarán en el acto.

Artículo 6

La cobertura prevista en el párrafo segundo del apartado 2 del artículo 2 seguirá aplicándose, después de la suspensión de la autorización de la empresa de inversión, para las operaciones de inversión efectuadas hasta el momento de dicha suspensión.

Artículo 7

1. Los sistemas de indemnización de los inversores establecidos y reconocidos oficialmente en un Estado miembro de conformidad con el apartado 1 del artículo 2 darán cobertura también a los inversores en las sucursales creadas por empresas de inversión en otros Estados miembros.

Hasta el 31 de diciembre de 1999, ni el nivel, ni la extensión, incluido el porcentaje, de la cobertura prevista podrán ser superiores al nivel y a la extensión máximos de la cobertura propuesta por el sistema de indemnización correspondiente del Estado miembro de acogida en el territorio de este último. Antes de dicha fecha la Comisión elaborará un informe basado en la experiencia adquirida en la aplicación del presente párrafo y del apartado 1 del artículo 4 de la Directiva 94/19/CE citada y estudiará la necesidad de mantener dichas disposiciones. En su caso, la Comisión presentará una propuesta de Directiva al Parlamento Europeo y al Consejo encaminada a prolongar la validez de las mismas.

Cuando el nivel o el alcance, incluido el porcentaje, de la cobertura ofrecida por el sistema de indemnización de los inversores del Estado miembro de acogida sean superiores al nivel o al alcance de la cobertura prevista en el Estado miembro en el que se esté autorizada la empresa de inversión, el Estado miembro de acogida velará por que en su territorio exista un sistema de indemnización de los inversores reconocido oficialmente al que pueda acogerse voluntariamente una sucursal, con el fin de completar la cobertura de que ya disfruten sus inversores en virtud de su pertenencia al sistema del Estado miembro de origen.

El sistema al que se acoja la sucursal deberá amparar la categoría de entidad a la que aquélla pertenezca o a la que más se parezca en el Estado miembro de acogida.

Los Estados miembros velarán por que en cualquier sistema de indemnización de los inversores se establezcan condiciones objetivas y de aplicación general para el ingreso de estas sucursales. La admisión estará supeditada al

cumplimiento de las obligaciones relativas al ingreso en el sistema, en particular el pago de todas las contribuciones y demás cánones. Los Estados miembros, al aplicar lo dispuesto en el presente apartado, seguirán las orientaciones que figuran en el Anexo II.

2. Cuando una de las sucursales acogidas al ingreso facultativo previsto en el apartado 1 no cumplan las obligaciones que le corresponden como miembro de un sistema de indemnización de los inversores, deberá informarse de ello a las autoridades competentes que hayan expedido la autorización, las cuales, en colaboración con el sistema de indemnización, tomarán todas las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de dichas obligaciones.

Cuando con dichas medidas no se consiga garantizar el cumplimiento de las obligaciones contempladas en el presente artículo por las sucursales, transcurrido un plazo de notificación oportuno no inferior a doce meses, el sistema de indemnización podrá excluir a la sucursal con el consentimiento de las autoridades competentes que hayan expedido la autorización. El sistema de indemnización en el que la sucursal haya ingresado voluntariamente seguirá dando cobertura a las operaciones de inversión efectuadas antes de la fecha de exclusión después de dicha fecha. Se informará a los inversores de la supresión de la cobertura complementaria y de la fecha en que surtirá efecto.

Artículo 8

1. La cobertura a que se refieren los apartados 1, 3 y 4 del artículo 4 se aplicará al importe total del crédito del inversor en una misma empresa de inversión con arreglo a la presente Directiva independientemente del número de cuentas, de la moneda utilizada y de su localización dentro de la Comunidad.

No obstante, los Estados miembros podrán prever que los fondos en monedas distintas de las de los Estados miembros y del ecu estén excluidos de la cobertura o tengan una cobertura más débil. Esta facultad no se aplicará a los instrumentos.

2. En las operaciones de inversión conjunta deberá tenerse en cuenta, para calcular la cobertura contemplada en los apartados 1, 3 y 4 del artículo 4, la participación de cada inversor.

A falta de disposiciones específicas, los créditos se dividirán por partes iguales entre los inversores.

Los Estados miembros podrán disponer que los créditos relativos a una operación de inversión conjunta sobre la que tengan derecho dos o más personas como socios o miembros de una sociedad, de una asociación o cualquier agrupación de índole similar sin personalidad jurídica puedan acumularse y tratarse, a efectos del cálculo de los límites estipulados en los apartados 1, 3 y 4 del artículo 4, como si resultaran de una inversión efectuada por un inversor único.

3. Cuando el inversor no sea el beneficiario legal de las cantidades o valores depositados, la indemnización se hará en favor del beneficiario legal, siempre que esta persona haya sido identificada o sea identificable antes de la fecha de la comprobación o de la resolución contempladas en el apartado 2 del artículo 2.

Cuando haya varios beneficiarios legales, al calcularse los límites que establecen los apartados 1, 3 y 4 del artículo 4 se tendrá en cuenta la participación de cada uno de ellos de conformidad con las disposiciones por las que se regule la gestión de los fondos o de los valores.

La presente disposición no será aplicable a los organismos de inversión colectiva.

Artículo 9

1. El sistema de indemnización adoptará las medidas adecuadas para informar a los inversores de la comprobación o de la resolución mencionadas en el apartado 2 del artículo 2 y, en caso de que haya que indemnizar, para indemnizarles con la mayor brevedad. Podrá fijar un plazo durante el cual los inversores estarán obligados a presentar sus reclamaciones. Este plazo no podrá ser inferior a cinco meses a partir de la fecha de la comprobación o de la resolución mencionadas o de la fecha en que se haya hecho pública la comprobación o la resolución.

No obstante, el sistema no podrá invocar la expiración de dicho plazo para denegar el beneficio de la cobertura a un inversor que se haya visto en la imposibilidad de ejercitar sus derechos a una indemnización en el plazo señalado.

2. El sistema deberá estar en condiciones de abonar los créditos de los inversores lo más pronto posible y, a más tardar, tres meses después de haberse establecido la idoneidad y el importe del crédito.

En circunstancias absolutamente excepcionales y para casos particulares, el sistema de indemnización podrá solicitar a las autoridades competentes una prórroga del plazo. Dicha prórroga no podrá ser superior a tres meses.

3. No obstante el plazo estipulado en el apartado 2, cuando un inversor o cualquier persona que tenga derechos o un interés en una operación de inversión haya sido acusado de un delito relacionado con el blanqueo de capitales, tal como se define en el artículo 1 de la Directiva 91/308/CEE, el sistema de indemnización podrá suspender todos los pagos hasta tanto los tribunales dicten sentencia.

Artículo 10

1. Los Estados miembros velarán por que las empresas de inversión tomen las medidas adecuadas para poner a disposición de sus inversores reales y potenciales la información necesaria para identificar el sistema de indemniza-

ción de los inversores en el que hayan ingresado la empresa de inversión y sus sucursales dentro de la Comunidad o, en su caso, otro mecanismo establecido en virtud del párrafo segundo del apartado 1 del artículo 2 o del apartado 3 del artículo 5. Se informará a los inversores sobre las disposiciones del sistema de indemnización de los inversores o de cualquier otro mecanismo aplicable, en particular del importe de la extensión ofrecida por el sistema de indemnización, así como de las normas establecidas, en su caso, por los Estados miembros, de conformidad con el apartado 3 del artículo 2. Esta información deberá presentarse en una forma fácilmente comprensible.

Además, previa simple solicitud, se informará sobre las condiciones de la indemnización y los trámites que deben cumplirse con el fin de obtener indemnización.

2. La información a que se refiere el apartado 1 deberá facilitarse en la forma que estipule el Derecho nacional y en la lengua o lenguas oficiales del Estado miembro en el que esté establecida la sucursal.

3. Los Estados miembros establecerán normas para limitar el uso con fines publicitarios de las informaciones contempladas en el apartado 1, con objeto de evitar que tal uso perjudique a la estabilidad del sistema financiero o a la confianza de los inversores. Los Estados miembros podrán, en particular, restringir dicha publicidad a una simple mención del sistema en el que haya ingresado la empresa.

Artículo 11

1. Los Estados miembros comprobarán si las sucursales establecidas por empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre fuera de la Comunidad gozan de una cobertura equivalente a la estipulada en la presente Directiva. Salvo lo dispuesto en el artículo 5 de la Directiva 93/22/CEE, los Estados miembros podrán disponer que, cuando ese no sea el caso, las sucursales establecidas por empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre fuera de la Comunidad deban ingresar en un sistema de indemnización de los inversores existentes en su territorio.

2. Los inversores reales y potenciales de sucursales establecidas por empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre fuera de la Comunidad recibirán de la empresa de inversión toda la información pertinente sobre las indemnizaciones aplicables a sus inversiones.

3. La información a que se refiere el apartado 2 deberá facilitarse en la forma que estipule el Derecho nacional y en la lengua o lenguas oficiales del Estado miembro en el que esté establecida la sucursal, y estará redactada de manera clara y comprensible.

Artículo 12

Sin perjuicio de cualesquiera otros derechos que pue-

dan tener en virtud del Derecho nacional, los sistemas que efectúen pagos con arreglo al sistema de indemnización de los inversores tendrán derecho a subrogarse en los derechos de los inversores en los procedimientos de liquidación, hasta un importe equivalente al de los pagos que hayan realizado.

Artículo 13

Los Estados miembros velarán por que los inversores puedan hacer valer sus derechos a una indemnización mediante una acción legal contra el sistema de indemnización.

Artículo 14

A más tardar el 31 de diciembre de 1999, la Comisión presentará al Parlamento Europeo y al Consejo un informe sobre la aplicación de la presente Directiva, acompañado, en su caso, de propuestas para su revisión.

Artículo 15

1. Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva a más tardar el 26 de septiembre de 1998. Informarán de ello inmediatamente a la Comisión.

Cuando los Estados miembros adopten dichas disposiciones, éstas harán referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros establecerán las modalidades de la mencionada referencia.

2. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión el texto de las principales disposiciones legales, reglamentarias o administrativas que adopten en el ámbito regulado por la presente Directiva.

Artículo 16

El artículo 12 de la Directiva 93/22/CEE quedará derogado en la fecha contemplada en el apartado 1 del artículo 15.

Artículo 17

La presente Directiva entrará en vigor el día de su publicación en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*.

Artículo 18

Los destinatarios de la presente Directiva serán los Estados miembros.

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.

*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.