

MEDIDAS DE REFORMA DEL MERCADO DE VALORES:  
LAS SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES

Juan E. IRANZO

1. Introducción

Desde comienzos de los años 70 se están produciendo importantes cambios en los reductos bursátiles, que hasta entonces estaban sujetos a la tradición y a las costumbres. Los principales factores que han influido en esta evolución son los siguientes:

- La incorporación de los adelantos tecnológicos, lo que ha permitido un aumento, y una mayor rapidez y eficacia, de la información, así como la posibilidad de romper los compartimentados mercados bursátiles tradicionales.
- La interdependencia mundial, como consecuencia de la reducción de las trabas y restricciones entre los diferentes mercados, principalmente de los países desarrollados. Los flujos de capital han superado en mucho a las transacciones físicas. Es decir, el ahorro dispone de mayores posibilidades de colocación, pudiéndose trasladar de un lugar a otro según los incentivos que ofrezca cada mercado.
- La necesidad de potenciar el ahorro en épocas de fuerte inflación, como la que se produjo, a nivel internacional,

como consecuencia de la masiva emisión de dólares al sistema a finales de los años 60, y especialmente como consecuencia de la fuerte elevación de los precios del petróleo en 1973 y 1979.

- Las nuevas actividades industriales nacidas del agotamiento del ciclo industrial iniciado en la posguerra. Este nuevo esquema demandaba urgentemente fondos de inversión.

Como consecuencia de todo esto, se han producido importantes cambios en la configuración de las bolsas de valores de la mayoría de los países desarrollados, que se pueden concretar en las siguientes líneas: la internacionalización de las bolsas de valores, como fruto de la creciente interrelación y liberalización de los sistemas financieros; la incorporación a cotización de empresas de mediano tamaño que hasta este momento empleaban otros cauces de financiación; la reorganización técnica de los sistemas bursátiles de información y contratación; y la ampliación de la operación bursátil a gran cantidad de nuevos activos financieros.

Con el objetivo de abordar los problemas que tenían nuestras anquilosadas bolsas para poder incorporarlas a la línea de liberalización y cambio del sistema financiero español, se creó, por Orden Ministerial de 4 de agosto de 1977, la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores. Esta, en el informe presentado en el mes de abril del año siguiente, establecía las principales recomendaciones para modernizar nuestros mercados bursátiles. Tales recomendaciones eran las siguientes:

- Aumentar la transparencia del mercado de valores.
- Flexibilizar y mejorar la operatoria de las bolsas.

- Ampliar el mercado, tanto en lo que se refiere a la oferta como a la demanda de títulos.
- Incrementar la competencia.
- Modificar los sistemas de cotización.
- Establecer las bases para una integración de las diferentes bolsas españolas.

Siguiendo estas pautas de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, nuestras bolsas han introducido importantes novedades en su funcionamiento, que se han materializado fundamentalmente en: el establecimiento del crédito al mercado, en 1981; la regulación de las sociedades instrumentales de agentes de cambio y bolsa, en 1982; la creación del segundo mercado, en 1986. Sin embargo, ninguna de estas transformaciones ha provocado un cambio en el modelo del mercado bursátil. Nuestras bolsas siguen respondiendo al denominado "modelo latino".

## 2. Cambios futuros en las bolsas de valores españolas

En cambio, la Aplicación de la ley 24/1988 de Reforma del Mercado de Valores y sus correspondientes reglamentos que la desarrollen modificarán fundamentalmente nuestro mercado bursátil; estableciendo un esquema parecido al imperante en los países anglosajones. Este cambio de modelo significa una notable alteración de todo el funcionamiento, que se puede concretar básicamente en los siguientes puntos:

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores pasa a ser la institución fundamental en la regulación y vigilancia del mercado, sustituyendo al Consejo Superior de Bolsas y asumiendo algunas competencias de las juntas sindicales. Los

miembros serán elegidos por el Gobierno.

- Las juntas sindicales de las bolsas son sustituidas por sociedades anónimas, que serán las titulares de los medios necesarios para el funcionamiento de las bolsas, teniendo como únicos accionistas a los miembros de éstas.
  
- La negociación de valores en las bolsas quedará reservada a las sociedades y agencias de valores, de tal forma que el agente de cambio y bolsa que participe en una de estas sociedades tendrá que renunciar a su calidad de federatario público; si quiere mantener ésta, tendrá que inscribirse en el Colegio de Corredores y no podrá, en ningún caso, realizar funciones mercantiles. Las sociedades instrumentales tienen que pasar a ser sociedad del mercado de valores, para lo que, en la mayoría de los casos, es necesaria una ampliación de capital. La normativa concreta sobre sociedades y agencias de valores fue aprobada el pasado 22 de marzo y se analiza especialmente en este trabajo.
  
- Las comisiones percibidas por las sociedades y agencias serán libres, en lugar de reguladas como en la actualidad; si bien es verdad que el gobierno podrá establecer comisiones máximas para operaciones de poca cuantía.

La emisión de valores en el mercado primario no requerirá, en general, de autorización administrativa previa. La negociación de valores admitidos en el mercado secundario oficial y la constitución de derechos sobre los mismos no requerirán de la intervención de fedatario público, como es preceptivo en la actualidad, excepto si están representadas por títulos al portador y su negociación no se realiza a través de las sociedades o agencias del mercado.

- Las diferentes bolsas españolas, hasta ahora independientes, quedarán intercomunicadas a través del Sistema de Interconexión Bursátil, cuya gestión y organización corresponderán a una Comisión Gestora. La integración de una emisión de valores en el Sistema implicará su negociación exclusiva en el mismo.
- Se crea un Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, en forma de sociedad anónima encargada de gestionar las operaciones de las bolsas, que deberá actuar siempre bajo principios de rentabilidad.
- Aunque está pendiente de regulación concreta la normativa sobre formación de precios, parece lógico pensar que se adoptará un mercado auténticamente continuo, en el que se establecería un sistema competitivo entre sociedades que actuasen como creadoras de mercado, al estilo anglosajón de los "market makers", que estarían obligados a señalar "continuamente" dos precios distintos, a los que estarían dispuestos a comprar y vender cualquier cantidad de títulos. La aplicación de éste método de cotización y establecimiento de precio significaría un cambio radical en los sistemas de contratación, puesto que desaparecería el parquet y, por supuesto, las operaciones à la criée, tan arraigados en nuestro actual sistema bursátil, aunque el principal inconveniente para su operatividad es la dimensión de nuestros mercados bursátiles, que únicamente representan el 0,2% del total mundial.

### 3. Miembros del nuevo Mercado Bursátil

La Ley 24/1988 de Reforma del Mercado de Valores establece en su Título V que la negociación de valores en las Bolsas quedará reservada a sus miembros, estableciendo como únicos miembros del mercado a las sociedades de valores, que podrán

actuar tanto por cuenta propia como por cuenta ajena; y a las agencias de valores, que únicamente podrán actuar en calidad de meros intermediarios por cuenta ajena. La regulación de los mismos corresponde al Real Decreto 276/1989 de 22 de marzo, que tiene por objeto básico establecer las normas para la creación de sociedades y Agencias de Valores, lo que resulta fundamental para poder implantar un nuevo modelo de Bolsa. Estas Sociedades y Agencias de Valores deben ser las encargadas de constituir las Sociedades Rectoras de las Bolsas.

Se crean inicialmente dos figuras, las Sociedades de Valores que pueden actuar tanto por cuenta propia como ajena; y las Agencias de Valores que únicamente podrán continuar como meros intermediarios, salvo en algunos casos que se expondrán posteriormente. Sin embargo, se están creando en realidad cuatro figuras diferentes puesto que a cada una de las anteriores se les da la posibilidad de ser miembros de la Bolsa o no serlo; lo que marca claras diferencias en cuanto a su actuación.

La condición de miembros de una Bolsa de Valores se materializará, en su caso, por la participación en el capital de la sociedad anónima gestora de dicha Bolsa. Las Sociedades y Agencias de Valores de dicha Bolsa deberán incluir en su denominación social la expresión "Sociedad de Valores y Bolsa" y "Agencia de Valores y Bolsa" respectivamente.

Sólo las Sociedades y Agencias de Valores que ostenten la condición de miembros de alguna Bolsa podrá desarrollar en ella la actividad de negociación de valores regulada en el título IV de la Ley de Reforma del Mercado de Valores, referente a mercados secundarios oficiales de valores.

Quien ostente la condición de miembros de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar, por cuenta de

sus clientes, las ordenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el correspondiente mercado no podrá operar por cuenta propia con quien no tenga esa condición, sin que quede constancia explícita de que éste último ha conocido tal circunstancia antes de concluir la correspondiente operación. Las sociedades de Valores y Bolsa y las Agencias de Valores y Bolsa deberán manifestar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores aquellas circulaciones económicas y relaciones estructuradas con terceros que en su actuación por cuenta propia o ajena, pudiera suscitar conflictos de interés en otros clientes.

Corresponde al Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, autorizar la creación de Sociedades y Agencias de Valores. Es de resaltar que esta autorización no se obtenga discrecionalmente, sino que sólo se pueda denegar por incumplimiento de los requisitos establecidos en la ley de Reforma del Mercado de Valores y en el Real Decreto sobre Sociedades y Agencias.

### 3.1. Sociedades de Valores

Son sociedades al estilo norteamericano, que podrán actuar tanto como dealers o como brokers. Requerirán un capital social mínimo de 750 millones de pesetas, desembolsado íntegramente y en efectivo en el momento de la constitución. El Consejo de Administración estará formado por no menos de cinco miembros. Todos los miembros del mismo, incluidas las personas físicas que representen a personas jurídicas que sean miembros, así como sus Directores generales o asimilados, tendrán que tener una reconocida honorabilidad empresarial o profesional. También es necesario que la mayoría de los miembros cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores.

La pertenencia a sus consejos de administración o el desempeño de unas funciones enumeradas será incompatible con el ejercicio de la profesión de federatarios públicos; la participación superior al 10% en el capital de otra sociedad o agencia, excepto si sus ámbitos de actividad son mutuamente excluyentes; una participación superior al 10% en Sociedades que tengan valores admitidos a negociación en algunos mercados secundarios oficiales; una participación superior al 20% en: Sociedades de Intervención Mobiliaria, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, Entidades Gestoras de Fondos de Pensiones y Sociedades Gestoras de Cartera.

Las sociedades deberán inscribirse en el Registro Oficial y ser autorizada tal inscripción por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Las sociedades de valores tienen por objeto fundamental la negociación de valores en el mercado bursátil aunque también podrán realizar las siguientes funciones:

- Suscribir nuevas emisiones de valores y gestionar por cuenta del emisor la suscripción de las mismas.
- Comercializar las participaciones en fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario.
- Gestionar la adquisición por residente en España de valores extranjeros.
- Otorgar créditos con garantía de valores o relacionados con las operaciones de compra y venta.
- Actuar como depositarios de valores representados en forma de títulos, incluyendo la actuación como depositarios de instituciones de inversión colectiva.



- Actuar como entidades gestoras en el mercado de deuda pública y ser titulares en la Central de Anotaciones en Cuenta.
- Actuar de asesores en las emisiones de valores, inversiones en valores, admisión a cotización o cualquier actividad relacionada con valores.
- Gestionar carteras de valores de terceros, en cuyo caso no podrán negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de gestión.
- Ostentar la condición de entidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones de moneda extranjera derivadas de las restantes actividades autorizadas.

Las sociedades de valores podrán obtener financiación, incluso en forma de préstamo o depósito, de las entidades que figuren inscritas en alguno de los registros relativos a entidades financieras mantenidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el Banco de España o por la dirección General de Seguros.

Coefficiente de liquidez. Con el fin de asegurar "su liquidez", las sociedades de valores deben mantener en todo momento el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez que, como porcentaje sobre la totalidad de sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año, excluidos los saldos de las cuentas acreedoras, establezca el Ministerio de Economía y Hacienda entre un mínimo del 5% y un máximo del 10%.

Coefficiente de solvencia, tendrá que cumplir en todo momento con las exigencias mínimas de recursos propios que resulten de

una ponderación de los riesgos implícitos en las posiciones que mantengan. Tendrán la consideración de posiciones de riesgo, tanto las inversiones en valores o activos financieros como las obligaciones contraídas como consecuencia de operaciones o compromisos relativos a valores o activos financieros, expuestos, unos y otros, a riesgo de crédito o de mercado. La ponderación de riesgo deberá ser establecido por el Ministerios de Economía y Hacienda. El Coeficiente de Recursos Propios no podrá exceder, en ningún caso del 33% salvo recargo por concentración de riesgo. En todo caso el nivel mínimo de recursos propios debe ser en todo momento del 5%.

Como disposición transitoria se establece que hasta el 1 de enero de 1992, la participación en el capital de Sociedades de Valores y Bolsa, de personas físicas o jurídicas que no tengan la condición de Agentes de Cambio y Bolsa no podrá exceder del 30% durante 1989, del 40% durante el siguiente año y del 50% durante 1991.

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.

### 3.2. Agencias de Valores

Adquieren la figura de sociedades anónimas que únicamente podrán actuar como brokers y tienen que ser inscritos en el Registro Oficial de Agencias de Valores. El capital mínimo exigido para su constitución es de 150 millones de pesetas, que deberá desembolsarse íntegramente y en efectivo en el momento de la constitución.

El Consejo de Administración estará formado por un mínimo de tres miembros que no pueden incurrir en las incompatibilidades citadas anteriormente para las Sociedades y que deben cumplir

los mismos requisitos de honorabilidad que para estas. En el caso de Agencias de Valores y Bolsa, será requisito adicional que cada uno de los miembros de su consejo de Administración posea una participación en el capital social no inferior al 5% y que la totalidad de sus acciones pertenezca a personas físicas.

Las Agencias de Valores tendrán como objeto principal de su actividad la negociación de valores en el mercado bursátil, aunque asimismo podrán efectuar las siguiente operaciones:

- Gestionar por cuenta del emisor la suscripción de valores.
- Actuar como depositarios de valores representados en forma de títulos, incluyendo la actuación como depositario de instituciones de inversión colectiva.
- Intermediar en la venta de participaciones en fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario.
- Intermediar deuda pública.
- Gestionar la venta de valores extranjeros a residentes y comercializar éstos en España.
- Gestionar carteras.
- Asesorar en todo tipo de operaciones relacionadas con valores.

Asimismo el Artículo 23 del Real Decreto 276/1989 establece una serie de operaciones por cuenta propia que podrán realizar las Agencias de Valores. Estas son:

- Cuando resulte indispensable para evitar el incumplimiento

de obligaciones derivadas del desarrollo de sus actividades de negociación de valores por cuenta ajena en los mercados oficiales, la operación por cuenta propia será siempre con carácter instrumental y transitorio.

- Podrán adquirir valores admitidos en algunos mercados secundarios oficiales y negociados, a través siempre de un miembro del mismo, para invertir de manera estable sus recursos propios...

Las Agencias de Valores también están obligadas a cumplir Coeficiente de liquidez y Coeficiente de solvencia.

De manera transitoria, hasta el 1 de enero de 1992, la participación en el Capital de las Agencias de Valores y Bolsa de personas físicas que no tuviesen la condición de Agente de Cambio y Bolsa en el momento de aprobación de la ley de Reforma del Mercado de Valores, quedará limitada en los mismos términos que para la Sociedades de Valores.

### 3.3. Miembros a título individual de las Bolsas de Valores.

Los Agentes de Cambio y Bolsa, que lo hayan solicitado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores antes del 29/3/89, 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. Tales miembros quedarán sometidos a las mismas normas que las Agencias de Valores, excepción hecha de las referentes a forma jurídica y capital preciso.

La calificación de miembro individual de las Bolsas de Valores caducará al alcanzar el titular la edad de jubilación vigente en cada momento para los Corredores de Comercio Colegiados.

### 3.4. Normas generales para la operativa de los nuevos miembros del Mercado Bursátil

Las sociedades y agencias de valores que ostenten la condición de miembros de algunas bolsas de valores constituirán una fianza colectiva con el objeto de garantizar el cumplimiento de las obligaciones contraídas en las operaciones del mercado bursátil en las que participen o medien. Su administración será realizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los intereses y las comisiones percibidas por las sociedades y agencias de valores por la realización de sus operaciones y la prestación de sus servicios serán libres. No obstante, el gobierno podrá establecer comisiones máximas para operaciones de poca cuantía.

Toda persona o entidad que actúe en un mercado de valores, tanto recibiendo como ejecutando órdenes o asesorando sobre inversiones de valores, deberá dar absoluta prioridad a los intereses de los clientes. En ningún caso podrán provocar evolución artificial de los cambios, ni multiplicar las transacciones innecesariamente ni atribuirse valores que hayan sido solicitados por los clientes en las mismas o mejores condiciones. Asimismo, quienes dispongan de información privilegiada deberán abstenerse de efectuar, directa o indirectamente, cualquier operación en el mercado sobre los valores a que se refiere, ni comunicarla a terceros hasta que dicha información no sea pública.

El desarrollo completo de la Ley de Reforma del Mercado de Valores 24/1988 de 28 de julio sigue quedando pendiente de importantes regulaciones, que se deberán establecer en los próximos meses. Una de las más importantes será la relativa a la fijación de precios en los Mercados de Valores que requerirá un análisis en profundidad para poder establecer, con mejor criterio, el futuro de nuestras Bolsas de Valores.