

INFORMACION Y TRANSPARENCIA: EL NORTE DE LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES

La eficacia económica de cualquier mercado está íntimamente ligada al conocimiento, por parte de oferentes y demandantes, de lo que en él está ocurriendo, tanto en lo que se refiere a la clase y calidad de lo ofertado o demandado como a los precios que en él rigen. **Pedro Carrión** se ocupa de los problemas que han de solventarse para que la transparencia del mercado de valores sea una realidad, analizando con rigor las últimas reformas realizadas en este ámbito.

I. INTRODUCCION

SE ha afirmado que las sociedades no informan o no lo hacen en grado suficiente pero, no obstante, también se afirma que la información y transparencia que se sigue de la cotización oficial ha sido una de las causas de la escasa presencia de las empresas en nuestro mercado de valores.

Para un correcto tratamiento de estos problemas, hay que distinguir entre: las sociedades cuyos títulos cotizan en Bolsa y las que no lo hacen y que se encuentran sometidas, en materia de información, exclusivamente a las normas de la Ley de Sociedades Anónimas. La insuficiencia de la Ley influye en el mercado de valores, aunque no debiera hacerlo, pues, en realidad, se trata de dos tipos de sociedades diferentes.

Dejando de lado las sociedades no cotizadas, hemos de referirnos, también, a la información que suministra el propio mercado, planteando dos cues-

tiones. En primer término, la forma y cuantía en que las corrientes de oferta y demanda se encuentran y dan lugar al cambio oficial. En segundo lugar, si la cotización oficial responde a los presupuestos en que se basan las funciones sociales que se le asignan. Ambas cuestiones pueden considerarse fundamentales para la consecución de un mercado más eficiente.

Por último, conviene tener en cuenta que las limitaciones informativas del resto del sistema financiero han afectado al propio mercado de valores, en la medida en que determinadas variables del sector crediticio son parámetros para el mercado, aunque, en este tema, no entremos frontalmente.

II. LA INFORMACION DE LAS ENTIDADES Y EL MERCADO DE VALORES

La elección del mercado de valores como canal de financiación no es simplemente una alternativa con respecto de otros.

Prescindiendo de distorsiones importantes de fundamento diverso, comporta en primer lugar la sustitución de la negociación privada por la adhesión a una apelación pública al ahorro del público en condiciones objetivamente uniformes y no modificables por acuerdos privados; en segundo lugar, la posibilidad sucesiva de adhesión por sustitución de un titular anterior, sin afectar al emisor, posibilidad en la que se fundamenta aquella apelación como condición *sine qua non*. Cuando alguna de dichas circunstancias no se da de forma suficientemente generalizada se está ante algo distinto aunque formalmente se le denomina mercado de valores o cotización oficial.

Adhesión y falta de negociación con el emisor suponen la necesidad de que el tomador esté en posesión de adquirir el conocimiento suficiente sobre lo que se le ofrece y ello sólo es factible de forma eficaz mediante la información *erga omnes*. Como lo ofrecido es participación en la financiación de la entidad y factible liquidez, reversibilidad a precio justo, el conocimiento debe ser facilitado en ambos ámbitos: entidad y mercado. El precio justo también depende de factores extrínsecos al mercado y su conocimiento no debe serle sustraído en su verdadera dimensión. De ahí que toda intención de perfeccionar y potenciar la cotización se asiente en el desarrollo de toda la información con ella relacionada, endógena o exógena, condición necesaria pero no suficiente.

1. La información en el Reglamento de Bolsas

El Reglamento se refiere a la información relativa a los emi-

sores privados en los artículos 28 al 32, 44, 47 y 48. Los emisores de títulos-valores considerados como efectos públicos (artículo 22) están exonerados de aquella obligación y admitidos de oficio a la cotización oficial. El artículo 29 establece, junto con los artículos 30 y 31, el objetivo de la información: proveer a la Junta Sindical correspondiente de información suficiente para que adopte su resolución sobre la aptitud de los valores para ser objeto de libre comercio en Bolsa, conservando tal información a disposición del público; para ello se procederá al examen de la regularidad jurídica del emisor y su situación financiera y económica para poder formar un juicio razonable sobre la estimación del valor de que se trate. El artículo 44, al referirse a los títulos con cotización calificada, establece la posibilidad de solicitar información adicional para mejor información del público.

A la vista de tales preceptos se comprende el porqué el Real Decreto 1.847/1980, se limita a complementar el Reglamento fundamentalmente en: *a)* sustituir el principio de puesta a disposición del público por el correspondiente de difusión obligatoria de la información; *b)* determinación del momento en que la difusión debe tener lugar, y *c)* tasar el contenido mínimo de la información.

2. *Difusión obligatoria*

La puesta a disposición del público de la información bursátil se sustituye por la difusión obligatoria de la información, con lo que se evitan las limitaciones de hecho en el acceso a su conocimiento, o el coste adicional discriminatorio a que

puede dar lugar la dispersión geográfica de los usuarios, lo que convierte la información en indisponible en la mayoría de los casos.

Para asegurar el conocimiento de la información, ésta, según los casos, es objeto de difusión gratuita (folleto) o publicada necesariamente en los boletines oficiales de cotización y, en su caso, tabloneros de anuncios de las Bolsas.

3. *Determinación del momento de la difusión*

La información trimestral se publicará en los boletines oficiales de cotización antes de transcurrido el segundo mes siguiente al trimestre natural a que se refiere. La información sobre hechos relevantes deberá ser comunicada para su publicación en el más breve plazo posible, y antes de que su conocimiento pudiera ser utilizado de forma restringida causando perjuicio, directo o indirecto, al público en general.

La difusión del folleto tendrá lugar al menos diez días naturales antes del comienzo del período en que haya de surtir efecto, suscripción o, en su caso, admisión a cotización oficial.

El Reglamento regula los principios de información para la admisión y permanencia en cotización oficial, prescindiendo en todo caso del mercado primario, aunque éste se siga necesariamente de un mercado de derechos de suscripción preferente.

En el supuesto de ampliación de capital puede aducirse que la información disponible en Bolsa y la operación anunciada es suficiente para el público. Siendo el mercado de derechos

consustancial al mercado secundario de las acciones, la apreciación simultánea de unos y otras, además de otros factores, dependerá del conocimiento detallado del costo de capital y el destino de los fondos de la operación, conocimiento que debe producirse con antelación por afectar no sólo a los derechos, sino a la cotización de las acciones antiguas; de ahí que la información se difunda, al menos, diez días naturales antes del inicio de la suscripción y negociación de los cupones.

El supuesto de emisión de títulos de renta fija puede incidir o no en la cotización oficial. No lo hará si no figura como condición de la emisión la solicitud de admisión a cotización oficial. Si el emisor prevé explícitamente la solicitud de admisión a cotización oficial, tal condición, para su efectividad, requiere que el emisor y el suscriptor potencial conozcan que tal compromiso puede ser asumido y cumplido, así como las condiciones para ello. Sólo el destinatario de la futura solicitud puede establecer los requisitos y circunstancias del compromiso así como su viabilidad. Sin ésta, el emisor no puede especificar la referida condición. Por tal motivo, parece necesaria la concurrencia de las Bolsas en la información de la apelación pública al ahorro del público y evitar una duplicidad de información entre aquella y la admisión. De aquí que se prevea la unificación del folleto informativo y de admisión a cotización oficial y su difusión tenga lugar con la antelación referida al comienzo de la suscripción.

Consecuentemente, cuando la admisión a cotización oficial se siga a una apelación pública

anterior o no haya existido ésta y sí privada, por ejemplo, el folleto informativo debe difundirse con el mismo período de antelación, pero referido al inicio de la cotización oficial.

4. Contenido mínimo de la información

La información se divide en cuatro grupos: *a)* Emisores cuyos títulos estén o se pretenda que sean admitidos a cotización oficial; *b)* información anual de emisiones cuyos títulos estén admitidos a cotización oficial; *c)* información trimestral de los anteriores, y *d)* información sobre hechos relevantes.

a) Su justificación ha tenido lugar anteriormente. Su contenido en el Real Decreto que la regula se convierte en básico, y punto de referencia para la información anual y trimestral, en su caso. El principio que informa su contenido se enuncia en el propio Real Decreto y en la cita conjunta, realizada en II.1, de los artículos 29, 30 y 31, sustituyendo la referencia a la Junta Sindical por la del público en general, al cual se dirige la apelación pública. Por ello se exige:

I) Información sobre las personas que asumen la responsabilidad del contenido del folleto.

II) Idem relativa a los títulos cuya admisión a cotización oficial se solicita.

III) Idem de carácter general sobre la sociedad.

IV) Idem sobre la actividad de la sociedad.

V) Informaciones económico-financieras sobre la sociedad.

VI) Representación, gestión y control de la sociedad.

VII) Evolución reciente y perspectivas de la sociedad.

Su contenido se adecúa a los distintos emisores, y del mismo se destaca: cláusula que posibilita la comunicación y causas de la suspensión de verificación de cuentas o información; información relativa a la sociedad y su actividad como parte de un grupo e información sobre el mismo; información comparativa de previsiones y realizaciones; y, por último, se adapta esencialmente a las exigencias mínimas comunitarias y recomendaciones de la OCDE.

b) La información anual contenida en las Memorias se establece que será como mínimo la del folleto salvo, racionalmente, el Capítulo II. Consecuentemente con la creencia de que, en la sociedad «abierta» al público por cotizarse sus títulos-valores, la exigencia de información en base a la Ley de Sociedades Anónimas es, cuanto menos, aleatoria y que el público no accionista y con pretensión de serlo no tiene acceso a ella, se tasa la información pública anual para que en el mercado puedan tener lugar decisiones fundadas sobre ofertas y demandas. En este punto es donde los defensores de la información no completa alegan el perjuicio a la sociedad que se deriva de la difusión de su información sin que se produzca llamamiento al ahorro del público.

c) La información trimestral, en principio, para sociedades con títulos con cotización calificada, se basa en la necesidad de tener una información actualizada de las mismas y referida a períodos menores. Su contenido debe, por lo general, referirse a las previsiones y aná-

lisis de las desviaciones de las rúbricas más significativas de los Capítulos IV, V y VII del folleto y especialmente del último de ellos, que es el eslabón entre las informaciones anuales (en ausencia de apelación al ahorro). Se supone que esta información será la que deba ser objeto de mayor atención y control, pues junto con los hechos relevantes suele ser objeto de uso privilegiado.

d) No resulta muy precisa la referencia a los hechos relevantes al faltar la medida mínima de cuantificación. Se afirma que deben ser objeto de información inmediata los hechos relevantes para la situación de la sociedad o la estimación del valor de que se trate. Parecería conveniente aquella cuantificación por referencia, por ejemplo, a un porcentaje mínimo del capital, actividad, valor o resultados. El 10 por 100 es un porcentaje habitual.

5. Otras características

Lo más destacable en la reforma del Reglamento en cuanto a sanciones es la implantación de la suspensión temporal hasta que se subsane la falta o el defecto de información, así como la pérdida de la calificación de todos los títulos-valores emitidos por la entidad infractora, como paso intermedio a la exclusión de la cotización oficial.

III. COTIZACION CALIFICADA

La significación que tiene en nuestro ordenamiento la cotización calificada justifica su tratamiento especial.

No existe en el mercado español una calificación de emisores o prestatarios como es usual, por ejemplo, en Estados Unidos, donde tal calificación es indicador de la potencia, de la regularidad jurídica, económica y financiera de aquellos y que, por tanto, por sí misma suministra una información genérica sobre riesgo y rentabilidad. Existe una distinción entre títulos-valores según superen o no una frecuencia y volúmenes de contratación que, en la práctica, ha tenido fundamentalmente repercusiones no bursátiles y, especialmente, fiscales no siempre proporcionadas. Sin embargo, la significación del concepto «cotización calificada» es importante bursátilmente y, en concreto, en materia de información. El término puede referirse a mercado especial; títulos-valores y al emisor.

1. *La cotización calificada como mercado*

Como es sabido, cotización oficial es sinónimo de mercado oficial y su concepto es similar al que se deduce de expresiones diversas relacionadas con los términos «registro» o «lista» (1).

En este sentido, cotización calificada significa mercado oficial selecto, en términos relativos, o como decía el legislador de 1964: «Para que la cotización (precio) sea expresiva y orientadora se requiere un mercado ágil y dinámico, que sólo existe cuando las transacciones se producen en un determinado volumen y frecuencia. En consecuencia, sin negar la posibilidad de la cotización (mercado) oficial a todos los valores admitidos a ella se prevé en este Decreto-Ley un régimen especial de cotización (merca-

do) calificada para aquellos que satisfagan plenamente las exigencias de un mercado más perfecto.» Dicho concepto aparece recogido en el artículo 38 del Reglamento: «La cotización podrá posteriormente establecerse con el carácter de calificada... con respecto a los valores... que presenten en Bolsa unos índices...»

Un observador neutral difícilmente encontraría en el conjunto del mercado una clara distinción de régimen especial y, por tanto, características diferenciadoras, salvo para un reducido número de valores, mínima parte del mercado calificado. Las exigencias de un mercado más perfecto requieren una dimensión elevada de información, de conocimiento del mecanismo de formación de precios, de la concurrencia de órdenes, etc., en otros términos, de transparencia y fácil acceso al proceso con igualdad de oportunidades para la captación y uso de la información. Estas diferencias cualitativas ¿se dan en un número apreciable de valores?

2. *La cotización calificada como indicador de liquidez*

Toda la sección C) del capítulo V del Reglamento, salvo el primer párrafo del artículo 38, se refiere a la cotización calificada como indicador de liquidez. Aceptación que ha sido la generalizada y habitual. En la redacción primitiva del articulado de dicha sección C) se procuraba el método de calificación que, en último extremo, se reducía a la superación de un mínimo de frecuencia de contratación (cien sesiones) y de un mínimo de volumen relativo de contratación nominal (variable según la clase de títulos).

De dicho método no se deducía información adicional alguna, ni tampoco se exigía. La misma calificación se otorgaba al valor número uno que al último en importancia que se calificase. No se distinguía entre contratación normal y la que se sigue de operaciones excepcionales, ni se tenía en cuenta que el volumen relativo de contratación no tiene la misma significación para un volumen absoluto uno o diez, por ejemplo, ni tampoco tiene significación idéntica conseguir la calificación con cien sesiones y un volumen de diez o con doscientas sesiones y un volumen de la misma cuantía.

Dicha situación de inadecuación al fin perseguido se pone de manifiesto de forma más precisa en el artículo 41 (redacción primitiva), según el cual, «la ampliación de capital y nuevas emisiones de valores de renta fija realizadas por sociedades cuyos títulos en circulación estén ya calificados podrán gozar de la misma consideración...». La relación causa-efecto existía entre acciones viejas y ampliación de capital (siempre que fuesen iguales), pero no entre acciones y obligaciones o entre distintas emisiones de renta fija. En consecuencia, el presupuesto de hecho no era exclusivamente la liquidez, sino que las emisiones calificadas de un emisor prejuzgaban la calificación de éste, permitiendo otorgar a sus nuevas emisiones la consideración de calificadas. Pero el objetivo de clasificar según liquidez en este caso es más débil aún, si existente.

3. *La cotización calificada como calificación del emisor*

Salvo lo que podría deducirse del artículo 41 del Reglamen-

to, no existe en nuestro ordenamiento, ni hay bases reales para su posible construcción, aunque sí estaba previsto su acontecimiento: información adicional exhaustiva, consecuente con un mercado más perfecto.

4. La reforma

La reforma ha perseguido el establecimiento del régimen querido por el legislador en 1964. Si se analiza objetivamente su pretensión (ver III.1) se concluye que identifica al verdadero mercado con la cotización calificada, oponiéndola a la cotización simple «para no negar la posibilidad de cotización oficial a todos los valores admitidos a ella». De aquí que tres de los cinco Reales Decretos promulgados en 1980 y 1981 hagan referencia a la cotización calificada con la pretensión de que sea preciso y distinto su régimen de contratación (mercado) y se asegure para ello el conocimiento objetivo de las exigencias de un mercado más perfecto, en especial las relativas a liquidez e información.

Siguiendo la misma sistemática de los párrafos anteriores, se exponen las líneas generales de la reforma haciendo hincapié, previamente, en que las funciones sociales atribuidas a la cotización oficial debían conducirse a la cotización calificada y en muchos casos a los títulos-valores que, calificados, superasen determinadas condiciones. Ello debe ser materia de reflexión para quienes instrumentan tales funciones en base de una tradición de presunciones que son obsoletas.

4.1. La cotización calificada como mercado

El régimen especial que satisfaga plenamente las exigencias

de un mercado más perfecto se establece con precisión en relación con la cotización calificada que se sigue del artículo 41 del Reglamento, en la redacción dada por el Real Decreto 1.846/1980, de 5 de septiembre. No sucede así con la cotización calificada general. El Real Decreto 1.536/1981, de 13 de julio, pretendía «asegurar la adecuación de la negociación de cada valor»; para ello tasa las fórmulas de contratación, oral o no, continuada, de corros múltiples y de corros únicos, pero no los adscribe a la importancia relativa de la negociación, término que se refiere por igual a la contratación relativa en función del total nominal de los títulos admitidos a cotización oficial de un solo valor y del conjunto de todos ellos.

a) En relación con el artículo 41 del Reglamento (nuevas emisiones a las que se otorga la consideración de cotización calificada) se precisa que se concede sin facultad discrecional, siempre y cuando se asegure la posibilidad de su liquidez mediante el ejercicio público de la contrapartida, bien por medio de las Juntas Sindicales, bien por medio de Entidades de Contrapartida creadas al efecto. Así se tiene con relación al sistema antiguo: 1.º Las condiciones totales de la apelación al público son conocidas plenamente, sin duda alguna sobre el otorgamiento de la cotización calificada; 2.º La concesión es en función del aseguramiento de su liquidez factible, lo cual es conocido *erga omnes*.

Se prevé la publicidad, mecanismo de formación de precios y publicación oficial de posiciones en el mercado a través de un sistema de contratación de oposición de todas las ofer-

tas y demandas de una sesión, que son ordenadas de forma que objetivamente se manifieste el precio de equilibrio del mercado o los puntos más próximos a él. Si hubiese dos precios próximos al de equilibrio (exceso de demanda sobre oferta y viceversa), se propondría aquel para el cual el exceso de una posición acumulada sobre la otra es menor, y la contrapartida, en su caso, minorará con su intervención obligatoria dicho exceso. Es decir, el mercado tendrá un volumen mayor, al precio cercano al equilibrio, del que se hubiese producido sin su intervención.

Cualquier modificación del precio propuesto debe ser acompañada de la cobertura de papel o dinero de forma que nadie se quede sin vender o comprar, respectivamente, a un cambio igual o inferior, igual o superior al propuesto inicialmente. En otros términos, la contrapartida podrá desplazar las curvas de demanda u oferta y, por tanto, el equilibrio, pero satisfaciendo a toda la oferta o demanda a que afecte el desplazamiento.

La publicación del cambio será acompañada de la correspondiente al total de títulos contratados y la demanda u oferta no satisfecha pendiente, al menos, para la próxima sesión.

Existe público encuentro de toda la oferta y demanda y se le pone de manifiesto; existe formación de precios en función de todo el mercado y publicidad de la situación de equilibrio o desequilibrio con o sin la intervención de la contrapartida. Se dan, pues, las exigencias de un mercado más perfecto.

b) Con relación a la cotización calificada general, la nueva redacción del artículo 158 del

Reglamento prevé, exclusivamente, que «podrá establecerse la aplicación del sistema de contratación continuada para determinados valores de cotización calificada» y para asegurarse de ello faculta al Ministerio de Economía y Comercio para determinar a qué valores les sea aplicable en defecto de su proposición por las Juntas Sindicales. La intencionalidad del precepto es clara, establecer el sistema oral más amplio para los títulos-valores de mercado más cercano al perfecto, y así prevé la contratación integrando la de varias Bolsas y disponiendo que deberán ser visibles pública y simultáneamente las ofertas y demandas firmes, las operaciones concluidas y los cambios de éstas (artículo 158), facilitando las Juntas Sindicales los medios para establecer conexiones con el exterior (del «parquet») al objeto de que tales publicaciones puedan tener la más rápida y eficaz difusión (artículo 159).

Dichas condiciones de publicidad de mercado, en tiempo real, son condición indispensable para el desarrollo de la contratación continuada, más aún entre Bolsas. Sin ellas no es posible entrar en el mercado, no hay libre acceso. Paralelamente, el Real Decreto 1.849/1980, de 5 de septiembre (Disposición 20.199), establece obligaciones de recepción y comunicación de órdenes a las Juntas Sindicales y Consejo Superior de Colegios Oficiales de Corredores y precisa que las órdenes deberán cursarse de modo que sin lugar a dudas se manifiesten las condiciones de precio, lugar y tiempo de ejecución, tramitación y origen de las mismas, afirmando la incompatibilidad de la indeterminación

de tiempo y precio, para lo cual toda orden indeterminada en tiempo se hará al primer cambio posible y previamente por el medio adecuado quede constancia de los distintos tiempos que afectan a la tramitación de la orden y especialmente su recepción por el agente.

¿A qué títulos-valores sería aplicable la contratación continuada? No hay duda que son muy pocos con «mercado ágil y dinámico». Su cuantificación siempre será relativa. Si se acepta el valor nominal de la contratación como indicador del número de títulos negociados, es decir el mercado se mide en términos reales y no monetarios (valores efectivos) se tiene, por ejemplo, en Madrid, que 16 títulos-valores de renta variable hacen el 62 por 100 del número de títulos contratados (más precisamente, del volumen nominal contratado).

Acotado el régimen especial con precisión en caso del artículo 41 y con indeterminación en el supuesto general, artículo 158, pero con clara intención de selectividad, ¿cuál será el régimen especial del resto de los títulos con cotización calificada?, en otros términos, ¿cómo se distinguirá la contratación en la cotización simple de los títulos-valores a los que el legislador no quiso negar la cotización oficial? Las Juntas Sindicales tienen la palabra. En otro caso, parece claro que, en aplicación del Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril, la Administración tendrá que hacerlo subsidiariamente en razón del carácter público y oficial del mercado y, por tanto, de su función social, e incluso en base a razones de economía y funcionalidad del propio mercado, que éste, en

su propio interés, debiera ser el único en auto-regular.

4.2. *La cotización calificada como indicador de liquidez*

El artículo 41 del Reglamento en su nueva redacción, como se ha dicho, suministra una información clara, precisa y congruente sobre el significado de la consideración de cotización calificada. En el mismo sentido, el artículo 46 pone de manifiesto que tener las ventajas de la cotización calificada no es tener tal y por tanto cualquiera que sean tales beneficios, los títulos-valores se clasificarán según corresponda en función del mercado. En otros términos, un título puede ser apto, de por vida, para deducciones fiscales y a la vez ser de cotización simple y por tanto de ese tratamiento bursátil será objeto, sin posibilidad de confusión como hasta el presente.

Los índices mínimos de frecuencia y volumen de contratación nominal, en la nueva redacción de la sección C) del capítulo V del Reglamento son sustituidos por un único índice de frecuencia y volumen de contratación que, a diferencia de aquéllos, tiene en cuenta el volumen relativo y absoluto de contratación, con exclusión de la excepcional, y pondera la frecuencia y volumen relativos con pesos distintos, a la vez que proporciona una medida comparable fácilmente a la que se puede llegar con distintas características de frecuencia y volumen, en otros términos, de manera flexible.

El índice, único, tendrá un valor mínimo para calificación de cuatro, y es la suma móvil de los correspondientes a cuatro trimestres consecutivos. Tal

como está regulado, su valor mínimo, distinto de cero en todos los trimestres, es de 1,3 y su valor máximo de 20,8 (hipotético por corresponder a 200 sesiones anuales). Su valor máximo para títulos-valores con un volumen nominal de contratación anual de 500 millones (por lo general un millón de títulos, o sea aproximadamente 5.000 diarios) será de 11,6. Acompañará a la denominación del título-valor, por lo que se asegura su conocimiento, al igual que su significación, que deriva de su proximidad o lejanía respecto de 4. Dos trimestres consecutivos por debajo de 4 suponen la pérdida de la calificación, e igual sucede si tal circunstancia se produce en tres trimestres no consecutivos en un plazo de ocho. Ello comporta una información adicional que el público no poseía, la posibilidad de mantenerse en la cotización calificada, y por tanto la adopción de decisiones consecuentes.

No corresponde analizar aquí su elaboración y fundamento, pero sí su manifestación pública y la información que suministra. Desde este punto de vista hay que precisar el porqué de la elección de bases para los componentes del índice. La relativa a la frecuencia no ofrece duda, 25 sesiones en un trimestre corresponden a 100 en un año (mínimo anterior), pero possibilitando que con menos frecuencia se obtenga la calificación siempre que el volumen de contratación aumente más que proporcionalmente. El índice general se hace así más flexible.

Respecto del volumen relativo de contratación nominal, las bases elegidas son las mínimas anteriores multiplicadas por dos y con el mismo mecanismo de

flexibilidad. ¿Por qué multiplicar por dos? No hay respuesta objetiva. Sí que era objetivo el método propuesto al Consejo Superior de Bolsas, que estaba en armonía con el Decreto-Ley 7/1964, tantas veces citado. La base era la relación entre la contratación relativa del título-valor y la contratación relativa de todo el mercado y, en consecuencia, la base del índice se adaptaba en todo momento al movimiento total del mercado, de expansión o depresión de negocio, pero sin duda alguna los títulos calificados estarían siempre por encima de la media de forma automática.

La ponderación del volumen absoluto de negociación responde a una medida probabilística cuyo fundamento puede ser discutible, aunque no el principio de su inclusión.

Se pretende que el índice recoja la liquidez normal, por ello se excluyen del cómputo de contratación las operaciones excepcionales por razón de su cuantía o finalidad y se tienen en cuenta en la frecuencia las sesiones con posición firme de papel o dinero.

4.3. *La cotización calificada como calificación del emisor*

No se aborda en la reforma y se suprime la calificación indirecta contenida en el artículo 41 del Reglamento. Sin embargo se establecen las bases de información, tasada, que permitirán su realización si los intermediarios en el mercado, especialmente primario, alcanzan un desarrollo y eficiencia que hagan creíble su opinión en tal material. Por ello, las obligaciones adicionales de información de carácter dinámico que se im-

ponen a los emisores de títulos-valores con cotización calificada y la sanción de pérdida de calificación por infracciones relativas a la obligación de informar, incluso cuando el indicador de liquidez es suficiente.

IV. LA INFORMACION DEL MERCADO

La primera necesidad aparece casi cubierta: información clara, precisa y diferenciada en las dos clases de mercado oficial. En su desarrollo del mercado, el Reglamento mostraba lagunas de derecho y su aplicación vacíos de hecho que convenía cubrir o evitar. Por ello, y en orden a la información, a la vez que se alcanzan otros objetivos, se reforma el Reglamento en materias que se refieren a:

- Condiciones de admisión y permanencia en cotización oficial.
- Contratación excepcional.
- Ordenes y aplicaciones.
- Contratación ordinaria.
- Información oficial.

1. *Condiciones de admisión y permanencia en cotización oficial*

Sin duda la modificación más importante del Reglamento, en este aspecto, se contiene en el artículo 27.b), que tiene su antecedente inmediato en el Real Decreto sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Valores Mobiliarios, promulgado poco menos de un año antes: la naturaleza del derecho a la cotización oficial.

La cotización oficial se configura como un derecho esencial del tenedor, accionista u obli-

gacionista. La admisión debe ser solicitada por la Junta General y figurar como condición esencial en la apelación pública. De ello se va a derivar el derecho de información basado en la obligación del emisor y no en la cualidad del titular de los valores y la información implícita diferenciadora entre la distinta «utilidad» de los títulos-valores. Sólo podrán ser retirados de la cotización, y por tanto desprovistos de liquidez pública, con las mismas formalidades, o equivalentes, requeridas para la admisión. Se garantiza a los tenedores, que votaron en contra del acuerdo o se abstuvieron, la adquisición de sus títulos, mediante oferta pública, en las condiciones mínimas legales, al menos. Por tanto se asegura una información esencial, el título-valor en cotización oficial no puede ser desposeído de una condición ligada a su origen, la liquidez o al menos su efectiva reversibilidad, como ha ocurrido en algunos casos en el pasado.

Dicha información y derecho se vería burlado si la entidad emisora procurase su exclusión por incumplimiento de los deberes de información, difusión y contratación que se le facilitan en el Reglamento por medio del uso de la contrapartida en él regulada (art. 32.1). Para evitarlo, la reforma influye en la Ley sobre Sociedades al disponer que, cuando tal exclusión deba tener lugar (art. 50), la oferta pública de adquisición deberá realizarse si tal derecho figura en los estatutos o escritura de emisión. Derecho que por esencial debe incluirse y es función social del mercado ponerlo de manifiesto, si no exigirlo.

Así se cumple una función social de la cotización oficial:

poner de manifiesto la distinción y consecuencias que se derivan de la misma. Se inicia una separación neta entre sociedad «cerrada» y «abierta», «no cotizada» o «cotizada», no contenida en la Ley de Sociedades Anónimas pero cuya prosecución es de manifiesta importancia.

La admisión y permanencia en cotización oficial requiere, ya, unas condiciones de difusión, información y contratación tasadas como mínimas que se pueden, sin lugar a dudas, presumir en ausencia de manifestación explícita en contra. No ocurría así en el pasado, al menos, de derecho. Por tanto, el público tiene una información necesaria, aunque no suficiente, para adoptar sus decisiones.

Los títulos privados, para su admisión a cotización oficial, tienen que demostrar unas condiciones mínimas que les hagan aptos para el mercado (artículo 32.1), cuya pérdida, difusión, información y contratación (sea cualquiera la naturaleza de los títulos) supone la puesta en público de su manifestación, con advertencia de la obligación de subsanar los defectos, que podrá dar lugar a la suspensión temporal y de ella seguirse la exclusión, pero graduando todos sus efectos en el tiempo y con la publicidad que se establece en el artículo 49.3, que permitirá a los tenedores de títulos tomar sus decisiones antes de que la situación sea irreversible.

En la reforma se precisa una posibilidad de actuación en orden a una información verdadera sobre el mercado, al disponer, artículo 49.2, que los defectos de difusión, incluso en presencia de frecuencia y con-

tratación suficiente, si no se subsanan, son causa de exclusión de la cotización oficial. Se declara el principio, cuya demostración será más difícil pero no por ello necesaria, de que los títulos-valores sin difusión no deben estar en el mercado por faltarles una condición necesaria para su propia existencia. Se inicia una clarificación entre mercado real de valores mobiliarios y otros mercados que formalmente adoptan sus apariencias. La carga de la prueba se invierte para facilitar la viabilidad del precepto, la difusión debe ser probada por el emisor o en su defecto asegurar el mercado en base al artículo 32.1.

2. *Contratación excepcional*

El Reglamento prevé el distinto tratamiento de la contratación excepcional, bien por razón de la cuantía de las operaciones, ofertas o demandas, bien por el fin perseguido. Sin embargo, su conocimiento quedaba restringido a la posibilidad de que las Juntas Sindicales autorizasen precios distintos al de cotización oficial normal.

La reforma del Reglamento en relación a la cotización calificada obliga a las Juntas Sindicales a precisar qué se entiende por operación, demanda u oferta excepcional, ya que se excluyen del cómputo de la contratación a aquellos efectos. En su defecto, deberá realizarlo la Administración para que el público conozca la realidad de la liquidez que manifiesta un volumen dado de contratación. No puede seguir ocurriendo que un título-valor tenga una mínima contratación a lo largo de todas las sesiones y que, por medio de operaciones contratadas o convenidas, luzca al final del

ejercicio con una contratación significativa. Ello ocurre en renta variable y se pone de manifiesto especialmente en renta fija, donde el volumen de contratación pasa de un nivel a otro de forma errática y continua.

Siendo ello esencial, era preciso cubrir un flanco importante de las operaciones excepcionales por razón de su finalidad, adquisición o mejora de dominio. El Real Decreto 1.848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, cubre una laguna importante de nuestro ordenamiento. En esencia, regula un procedimiento de contratación basado en la subasta pero sin posibilidades de mejorar la contraoferta, por considerarse que la importancia de la operación justifica se ponga de manifiesto el mejor precio desde el inicio. Ello es cierto, aunque también habría que admitir que privar de dicha posibilidad a los oferentes supone excluirlos de un mecanismo esencial del mercado y, por ende, frenar su desarrollo. De todas formas, con dicho Real Decreto queda regulado el mecanismo idóneo de adquisición de valores mobiliarios y, por ende, su especial cobertura informativa.

Intimamente ligada al procedimiento está la definición de participación relevante y el ámbito de su aplicación.

Se define con participación relevante la cuarta parte en el capital (en su caso más obligaciones convertibles) habida cuenta de las participaciones directas o indirectas, siendo relevante la oferta que se refiera a la décima parte si la participación básica se detenta previamente o se supera con la oferta.

La participación relevante básica plantea un problema de información, su conocimiento. El desarrollo de las normas sobre información financiera resuelve en parte tal dificultad al disponer en los puntos 3.3 la publicación de las participaciones directas o indirectas de cada sociedad y sus directores en las sociedades participadas y de éstas y aquéllos en la sociedad informante. Queda sin resolver la cuestión relativa al conocimiento de las participaciones relevantes de terceros en la sociedad. Problema que subsistirá mientras no se disponga por Ley la obligación de notificación contenida en ordenamientos más modernos, como la Ley de acciones alemana, en la que el defecto de notificación lleva consigo la suspensión de los derechos, o de ciertos derechos, de las acciones. Sin embargo la regulación de las ofertas públicas y de la información financiera supone un primer paso muy importante en orden a conocer la «dirección efectiva» y por tanto la aptitud real de los títulos-valores para la cotización oficial.

El problema del ámbito de aplicación de la norma en cuanto portadora de información social importante no tiene la amplitud, quizá, deseable. En ausencia de ley que disponga su obligatoriedad, queda circunscrita a la voluntariedad y a los títulos admitidos a cotización oficial. ¿Qué ocurre con los títulos *non natos* o los derechos que pueden dar lugar a títulos admitidos, con posterioridad, a cotización oficial? La norma bursátil no puede aplicarse más allá de su ámbito, pero dada su trascendencia convendría prever, en ausencia de ley, que las ofertas u operaciones excepcio-

nales de mejoramiento o adquisición de dominio, en cuanto tienen trascendencia sobre el resto de los títulos-valores y sus titulares, debieran, en todo caso, dar lugar a oferta pública, posibilidad que tienen las Juntas Sindicales dadas sus facultades discrecionales en relación con la admisión a cotización oficial y que no obligan sólo a los emisores de títulos-valores sino a sus titulares.

3. Ordenes, aplicaciones

Un defecto primordial de la cotización oficial ha venido dado por la ausencia de normas que asegurasen la no fragmentación del mismo, y por tanto de la imposibilidad de conocer la realidad relativa en los flujos de órdenes de compra y venta que dan lugar a la cotización.

El Real Decreto 1.849/1980, de 5 de septiembre, establece los mecanismos para facilitar el conocimiento, y verificación, de tales flujos. Para ello dispone el registro de órdenes, lo que permitirá su aseguramiento desde su origen a su conclusión y prohíbe como regla general la aplicación, compensación y agrupación de órdenes, regulando las normas de publicidad inmediata necesarias para su incidencia en la formación de los precios. Por tanto, asegura la información del mercado desde el propio mercado.

En segundo lugar, afirma la necesidad de que el ordenante sea quien explícitamente se manifieste sobre las condiciones de su orden afirmando conoce el significado y trascendencia de la misma en los términos que ha sido dada. Ello obliga a los intermediarios, oficiales o no, a una información precisa y que no induzca a error, en

especial, si más trascendente, sobre las circunstancias de lugar y tiempo en que la orden se ha de efectuar y a las que se ha hecho referencia en la cotización calificada. A este respecto, es el propio mercado, y en su defecto la Administración, quien debe divulgar el conocimiento de tales extremos, divulgación en el sentido más estricto de la palabra, poniendo de manifiesto de forma objetiva cómo una orden puede ser dada, tramitada y ejecutada en tiempo, lugar y modo. El desconocimiento del mercado es y ha sido una de las circunstancias determinantes de su «estrechez», al menos del lado de la demanda potencial.

4. *Contratación ordinaria*

Desde el punto de vista de la información del mercado, la norma más trascendente ha sido la afirmación implícita, contenida en la reforma del Reglamento, que se deduce de la supresión de determinados artículos y la modificación de otros, todos ellos referentes al capítulo VII del Reglamento. Podría enunciarse como sigue: Lo que no ocurre en el «parquet» no existe. Para asegurar su viabilidad se suprime la posibilidad de formular ofertas o demandas firmes o vinculantes fuera de aquél y por tanto de contratar, a no ser que dicha contratación tienda a cubrir posiciones de papel o dinero firmes manifestadas en la contratación, de lo cual se dará cuenta pública en la sesión siguiente. No habrá duda, por tanto, sobre la información habitual que se desprende de expresiones tales como «al fin de la sesión había papel o dinero». Si así se manifiesta, dichos restos marcarán el inicio de la tendencia en la próxima

sesión, pues en todo caso serán firmes o vinculantes hasta, al menos, la misma. El mercado informará de su realidad y no de la apariencia de realidad de que se le pretenda dotar.

5. *Información oficial*

La fuente de información del mercado por antonomasia debe ser su órgano de información, el *Boletín Oficial de Cotización*. De ahí que las reformas sobre el mismo, por abundantes y dispersas, deban resumirse en dos objetivos:

En primer lugar, que la información relativa al mercado en él recogida llegue a considerarse como indebida, al evitar su contraste oficial en cuanto a la realidad de sus términos y alcance, lo que suele ocurrir con informaciones que muchas veces son propias de un «remitido publicitario» y por tanto parcialmente significativas. En otros términos, que los *Boletines Oficiales de Cotización* sean el vehículo de información sobre la cotización oficial y no sólo sobre los cambios.

En segundo lugar, que su contenido sea reflejo, dentro de una estructura normalizada, no necesariamente uniforme, del mercado. Enterarse del contenido, en muchos casos, es para el usuario medio una aventura. Si la cotización oficial no debe disponer de una estructura, tiempo, mecanismo uniforme para todos los títulos-valores, sino que debe adecuarlos a la realidad de su difusión, frecuencia y volumen de contratación, así los *Boletines Oficiales de Cotización* debieran adaptarse en su estructura, espacio y composición a las mismas realidades, teniendo en cuenta además otras funciones sociales que se dedu-

cen en relación a la cotización oficial o que en base a la misma se instrumentan.

V. CONCLUSION

La eficaz aplicación de la letra y espíritu de la reforma del mercado de valores en orden a la información, y la general aceptación de que la práctica informativa ha llegado a ser conforme a la realidad manifiesta, son condiciones necesarias para la eficiencia de la cotización oficial y su potenciación, así como para facilitar la prosecución de la mejor reforma, la ausencia de reformas periódicas o, en otros términos, la adaptación del mercado a sus propias necesidades mediante el ejercicio de las facultades de autorregulación de que dispone y no suele ejercer.

Sin embargo, la extensión de la realidad informativa en el medio en que el mercado tiene lugar es condición también necesaria, así como la verificación de toda dicha realidad, que se inicia, pero no agota, en el llamamiento público al ahorro del público.

La afirmación de una aceptación general de que la información suministrada es suficiente exige mecanismos legales que hagan viable su contraste, algunos se han alcanzado, al menos en grado suficiente para la generalización de su realidad, otros, más importantes por la extensión e intención de sus preceptos, deben lograrse en un futuro próximo.

NOTA

(1) Así, por ejemplo, los artículos 22 y 161 del Reglamento afirman, respectivamente: «Se entenderá por efectos públicos en orden a la admisión a cotización oficial...», «Las operaciones sobre valores no admitidos a la cotización oficial...».