

PROYECTO DE LEY DE REFORMA DEL MERCADO DE VALORES

Desde los años setenta se ha venido desarrollando en España un largo proceso de reforma del sistema financiero. Una de las reformas cruciales dentro de ese proceso es la del mercado de valores, que ha sido también una de las más anunciadas y más repetidamente pospuestas.

En este artículo, **Guillermo de la Dehesa** nos explica en qué consiste dicha reforma tal como ha sido abordada por el proyecto de ley recientemente presentado a las Cortes, tras su aprobación por el Consejo de Ministros el 12 de febrero de 1988.

I. JUSTIFICACION DE LA REFORMA

DENTRO del proceso de reforma del sistema financiero que viene produciéndose desde los años setenta, la reforma del mercado de valores ha sido uno de los temas más repetidamente anunciado y más veces pospuesto, sin que entre tanto hayan faltado intentos de realizarla que, por razones diversas, no han prosperado.

La reforma que se recoge en el proyecto de ley aprobado por el gobierno el pasado 12 de febrero, no puede entenderse sin retrotraerse una década en el tiempo.

Concretamente al año 1977, en el que, siendo Vicepresidente para Asuntos Económicos y Ministro de Economía Enrique Fuentes Quintana, se crea una Comisión para el Estudio del Mercado de Valores con el fin de analizar las perspectivas y necesidades de su reforma. La Comisión concluyó su informe en abril de 1978. A lo largo de este artículo se hará alguna referencia a las conclu-

siones del mismo, si bien es imprescindible una cita amplia de cómo la Comisión veía el futuro del mercado de valores.

«En una visión a largo plazo, hay que contemplar el futuro del mercado de valores español como un mercado flexible y altamente competitivo que ofrezca al ahorro atractivas colocaciones alternativas a las tradicionales de las entidades de crédito; un mercado de rentabilidades, con la profundidad suficiente para otorgar una liquidez razonable a los títulos; un mercado transparente en el que los inversores dispongan de la información adecuada sobre las empresas emisoras y sobre el desarrollo de las transacciones; un mercado con métodos modernos de cotizaciones, donde éstas se formen en una situación continua a lo largo de sesiones amplias en las que la oferta y la demanda encuentren contrapartida sin grandes fluctuaciones de los cambios y donde éstos se difundan ampliamente, con los demás datos del mercado, por medios informáticos adecuados en el tiempo real; un mercado con métodos abiertos de negociación, donde los mediadores hayan abierto, mediante la competencia, vías propias de captación y encauzamiento de las órdenes bursátiles; un mercado, en fin, en el que la utilización de las técnicas de comunicación haya conducido a una integración que, en cuanto distinta de un mer-

cado único o centralizado, sitúe bajo una nueva perspectiva el problema del futuro de las bolsas locales y de la descentralización en materia de valores mobiliarios».

Pues bien, han pasado diez años y estas reflexiones no sólo siguen siendo válidas hoy día, sino que han inspirado en gran medida la reforma.

Sería injusto no dejar constancia aquí de que en los primeros años que siguieron a 1978 se pusieron en práctica algunas de las recomendaciones de la citada Comisión, a través de diferentes decretos y órdenes ministeriales que afectan al anuncio y puesta en circulación de títulos de renta fija; a la información financiera de las entidades emisoras de títulos valores que están, o pretendan estar, admitidos a cotización oficial, a las ofertas públicas de adquisición de valores, al crédito al mercado, etcétera.

Ahora bien, se trata de regulaciones que afectan a aspectos parciales del mercado de valores. El marco básico permanece inalterado. Hay que tener presente que sus bases de ordenación se encuentran recogidas en normas de notoria antigüedad; de éstas, la fundamental es el Código de Comercio de 1885 —títulos V y VI del Libro I—, que contiene los principios fundamentales en materia de creación de bolsas, de operaciones bursátiles de agentes mediadores libres y colegiados y de organización de las bolsas; todo ello basado en el espíritu liberal y conservador de la legislación mercantil del siglo pasado. Además, existen preceptos aislados sobre distintas materias en algunas leyes especiales, tales como la de 27 de diciembre de 1910, sobre distribución de competencia entre agentes y corredores, muy conflictiva en su desarrollo reglamen-

tario y aplicación práctica; la de 23 de febrero de 1940, sobre ratificación de los decretos de 19 de septiembre de 1936 y de 4 de junio de 1938 que prohibían la transmisión y negociación de valores públicos, industriales o mercantiles sin intervención de fedatario público, y en la que, al mismo tiempo, se prohibían las operaciones a plazo; la de 24 de febrero de 1941, sobre el régimen de las fianzas supletorias de los agentes; y el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril —artículos 18 y siguientes—, sobre creación de bolsas oficiales de comercio, constitución del Consejo Superior de Bolsas, régimen de la denominada «cotización calificada» y obligaciones de información y cuentas auditadas por parte de las sociedades cuyos valores estuvieron admitidos a cotización en Bolsa.

Con posterioridad a la aprobación de la Constitución, en 1978, algunos estatutos de autonomía contienen fórmulas genéricas de atribución de competencias en materia de establecimiento y ordenación de centros de contratación de valores, con derogación parcial del Código de Comercio y del Decreto-Ley de 30 de abril de 1964. De aquí la importancia de esclarecer esta materia, reconociendo al Estado las competencias básicas que son consecuencia de los principios de unidad del mercado nacional y del sistema financiero.

Con las perspectivas de nuestra integración en la Comunidad Económica Europea, las razones de mejora a que anteriormente se ha aludido pasan a convertirse en razones de supervivencia de cara al futuro. Es preciso, sin pérdida de tiempo, adaptar nuestro mercado de capitales, ante la perspectiva de 1992, a un único mercado europeo de capitales

para dar una respuesta a las posiciones ya tomadas por diversos estados miembros de la Comunidad. Es esencial lograr que nuestro mercado de valores esté en condiciones de competir abiertamente cuando dicho mercado empiece a ser una realidad.

Lo anterior exige romper con nuestras estructuras y con el marco institucional de nuestros mercados, pasando de un agente individual fedatario a un sistema de sociedades potentes y profesionalizadas que permita introducir mayores niveles de profundidad y liquidez en el mercado, junto con fuertes dosis de competencia. Se trata de lograr que, en fecha próxima, podamos tener un sistema interconectado de las cuatro bolsas, en el que se negocien los valores más importantes y lo hagan a través de un mercado continuo que sustituya, al menos para dichos valores, al sistema tradicional de corros. Se trata de mejorar y agilizar nuestro sistema de compensación y liquidación, etcétera. Estos temas y otros que se recogen en la Ley se irán examinando a continuación.

II. CONTENIDO DE LA LEY

Como cuestión previa, hay que apuntar que estamos ante un texto largo. Lo ideal hubiera sido un texto con una extensión de cuarenta o cincuenta artículos, pero la inexistencia de una legislación cercana en el tiempo —tal y como anteriormente se ha señalado— que hubiese abordado alguno de los temas de la reforma, ha obligado a elaborar un texto extenso.

Pese a su extensión, se trata de una Ley marco que exigirá un amplio desarrollo reglamentario

en el tiempo. Es a su vez una Ley abierta, en el sentido de que permitirá en ciertos temas desarrollos diversos en función de las necesidades y de los problemas que en cada momento se manifiesten.

También hay que apuntar que no se trata de una Ley de la Bolsa, ya que regula aspectos que van más allá de la Bolsa, sin perjuicio de que las cuestiones burátiles tengan un carácter predominante.

A continuación se analiza el contenido de la ley, a través de sus grandes rúbricas, que coinciden con los títulos de la misma.

1. Disposiciones generales

Uno de los puntos más conflictivos de la ley era el de definir o delimitar qué se entiende por valores.

Existen varias opciones. La primera de todas, ofrecer una definición. La segunda, hacer una relación concreta de los instrumentos, que se recogen bajo el concepto de valores.

La primera de las posibilidades se ha desechado ante la falta de acuerdo entre los más prestigiosos mercantilistas a la hora de encontrar una definición para limitar el concepto de valores. La segunda opción presenta el inconveniente de quedar pronto desvirtuada por la continua aparición de nuevos instrumentos y productos financieros. Por todo lo anterior, se ha acudido a una fórmula de compromiso que eluda la definición, que no es completamente necesaria por considerar que en el ámbito de los mercados de valores está su-

ficientemente determinado el significado y alcance de la expresión «valores».

Las notas adicionales que acompañan a los valores a los que se refiere la ley, a los efectos de su aplicación, son su negociabilidad y su agrupación en emisiones.

En la ley se abandona la relación biunívoca dominante hoy entre el mercado de valores y los «títulos-valores». Junto a éstos, la ley introduce la novedad de que los valores pueden representarse mediante anotaciones en cuenta (hoy ya admitidas para la deuda pública del Estado), lo que conducirá, con el tiempo y por razones prácticas, a una pérdida de importancia de los tradicionales títulos, tal y como se viene produciendo en otros países, a una mayor agilidad en la contratación y a un acortamiento radical de los períodos de liquidación.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores

Pieza básica de la reforma es la creación de la Comisión Nacional, a semejanza de organismos análogos creados en otros países, como la *Securities Exchange Commission* (SEC) en Estados Unidos, la *Commission des Opérations de Bourse* (COB) en Francia, la *Commissione Nazionale per la Società e la Borsa* (CONSOB) en Italia y la *Securities and Investment Board* (SIB) de Gran Bretaña. Cada uno de estos órganos citados tiene una naturaleza diferente, según los antecedentes históricos y características de sus mercados de valores, que va desde la SEC, creada a raíz del *crash* de 1929, a la reciente SIB.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) se configura como órgano de supervisión e inspección del mercado de valores. Al mismo tiempo, y sobre todo en su primera etapa, se convertirá en el motor de la reforma.

Si se recuerda la configuración que en el *Informe* de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores se hacía del órgano encargado de la reforma, llegamos a la conclusión de que sobre este punto, estaba dicho lo fundamental. Sacamos de dicho *Informe* el siguiente párrafo: «La reforma del mercado de valores español debería quedar básicamente confiada a una institución específica dotada de amplia autonomía... La Comisión cumpliría la doble misión de proponer las sucesivas reformas en el tiempo y de vigilar su aplicación y desarrollo». En el último capítulo del *Informe*, dedicado a la Comisión, se indica respecto a su ámbito de competencia y composición:

«El ámbito de competencia de esta Comisión debería diseñarse de un modo amplio, de manera que se extendiese a las emisiones de valores y activos similares, cotizables o no, al mercado secundario de valores y a instituciones tan relacionadas con él como los fondos y sociedades de inversión mobiliaria.

La Comisión del Mercado de Valores debería constituirse como una entidad de derecho público, dotada de una notable autonomía frente a los poderes ejecutivo y legislativo, aunque responsable ante ellos, y debería disponer de facultades reglamentarias, supervisoras y asesoras en el ámbito de su competencia. Asimismo debería contar con los medios materiales y de personal necesarios para ejercitar eficazmente esas facultades.

La Comisión debería caracterizarse por su elevada competencia técnica y por su completa independencia de intereses económicos, así como respecto de perso-

nas y entidades cuya actividad en el mercado habría de supervisar, controlar y regular. Por ello, los miembros de la Comisión, en número de cinco o siete, deberían ser designados por el Jefe del Estado, a propuesta del gobierno, entre personas de acreditado nivel profesional en el ámbito de competencia de la Comisión y por un período de cuatro o cinco años, pudiendo ser reelegidos por otro período más. El desempeño del cargo sería incompatible con cualquier otro puesto en los poderes legislativo y ejecutivo del Estado y muy especialmente con funciones de carácter privado en instituciones y cometidos relacionados con el mercado de valores.

A las deliberaciones de la Comisión del Mercado de Valores debería asistir un representante del Ministerio de Economía. La Comisión contaría, por otra parte, con el asesoramiento no vinculante de un consejo en el que estuvieran representados los agentes mediadores y los distintos intereses participantes en el mercado de valores, cuyo parecer habría que aportar preceptivamente en la elevación de las propuestas de la Comisión al gobierno».

Como veremos a continuación, la regulación que se hace en la ley coincide en gran parte con lo apuntado en el citado *Informe*.

2.1. Naturaleza y funciones.

La CNMV queda configurada como una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, entendiéndose comprendida en el número 5 del artículo 6 de la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria (1).

Con el fin de dotarla de la mayor autonomía, dentro de su configuración administrativa como ente público, se establece que las disposiciones y resoluciones de la Comisión pondrán fin a la vía administrativa y sólo serán recurribles en vía contencioso-administrativa.

En cuanto a sus funciones genéricas —y sin perjuicio de las competencias concretas que la ley le asigna a lo largo de su articulado— cabe resaltar las siguientes:

- La supervisión e inspección de los mercados de valores.
- Velar por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de los precios de los mismos.
- La protección de los inversores.
- El asesoramiento al gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda, a petición de los mismos o por iniciativa propia.
- Elevar propuestas sobre las medidas o disposiciones relacionadas con el mercado de valores.

De especial significación es la facultad normativa que se asigna a la Comisión, que 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 órdenes del Ministerio de Economía y Hacienda, siempre que estas disposiciones le habiliten para ello.

Por último, en este apartado es preciso insistir en el carácter de motor de la reforma de la Comisión. El éxito de aquélla estará condicionado por la capacidad de los miembros de ésta en los momentos iniciales de la publicación de la ley. En un primer momento, será la encargada de poner en marcha todos los cambios institucionales que en la ley se contienen. A tal fin, se prevé que «dentro de los dos meses siguientes a la publicación de la ley se proceda al nombramiento de los miembros del primer Consejo de Administración de la Co-

misión y a la constitución del mismo. Desde el primer momento de su constitución, la Comisión colaborará en la elaboración de las disposiciones de desarrollo de la ley, y en el estudio y propuesta de las medidas necesarias para la implantación del nuevo sistema».

2.2. Organización

La Comisión estará regida por un Consejo de Administración, compuesto por:

- a) Un presidente y un vicepresidente, que serán nombrados por el gobierno, a propuesta del Ministerio 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.

Con la composición anterior y con la regulación que la ley establece se ha pretendido lo siguiente:

- Resaltar el carácter colegiado de las decisiones del Consejo, para lo cual se establece que el presidente ostentará la representación legal de éste y ejercerá las facultades que el Consejo de Administración le delegue.
- La búsqueda de la mayor independencia de los miembros del Consejo respecto del poder político.

- La competencia y profesionalidad de sus miembros, para lo cual tanto el presidente como el vicepresidente y los consejeros natos deberán nombrarse entre personas de reconocida competencia en materias relacionadas con el mercado de valores. A su vez, se les otorga un mandato de una duración de cuatro años que podrá ser renovable por una sola vez.

- Un sistema severo de incompatibilidades, para lo cual estarán sujetos al régimen de incompatibilidades de los altos cargos de la Administración.

El presidente y el vicepresidente no podrán formar parte del Consejo de Administración u otros órganos directivos de sociedades o empresas públicas ni privadas; y al cesar en el cargo, y durante los dos años posteriores, no podrán ejercer actividad alguna relacionada con el mercado de valores. Los consejeros no podrán pertenecer a consejos de administración de sociedades o empresas que tengan valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

- Por último, se incluyen en el Consejo, como vocales natos, al Director General del Tesoro y Política Financiera y al Subgobernador del Banco de España, dadas las competencias que en algunos aspectos del mercado de valores tienen el Banco de España y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Con el fin de abrir cauces de participación en la CNMV a los distintos sectores afectados en el mercado de valores, se crea, como órgano de asesoramiento del Consejo de Administración, un Comité Consultivo, cuya composición será la siguiente:

a) El presidente será el vicepresidente de la CNMV.

b) Un número máximo de diez miembros elegidos en representación de los miembros de las bolsas, de los emisores y de los inversores. Reglamentariamente se determinará la forma de elegir a sus representantes.

c) Tres representantes, designados por cada una de las comunidades autónomas con competencia en la materia y en las que exista localizada Bolsa de Valores (uno designado por Barcelona, otro por Bilbao y otro por Valencia).

En principio, y mientras no se cree alguna Bolsa más en una comunidad autónoma que tenga competencia en la materia, el Comité tendrá un mínimo de siete miembros y un máximo de catorce, y lo normal es que se acerque o coincida con esta cifra.

Al Comité Consultivo se le asignan importantes funciones, y así su informe será preceptivo en relación con:

- Las disposiciones de la CNMV.
- Las actuaciones de la CNMV en relación con la fianza colectiva prevista en el artículo 76 de la ley.
- La imposición de sanciones por infracciones muy graves.
- La autorización de las sociedades y agencias del mercado de valores, así como la revocación de la misma.

2.3. Recursos humanos y medios materiales

Si bien se prevé que la CNMV tenga un tamaño reducido, con un personal más cercano al *staff* de los organismos de supervisión

europeos y muy lejos de las 1.800 personas que trabajan en la SEC, lo que sí se pretende es contar con un personal altamente especializado, para lo cual su vinculación a la CNMV será de carácter laboral y su selección se hará mediante convocatoria pública, de acuerdo con sistemas basados en los principios de mérito y capacidad.

En cuanto a sus medios materiales, el objetivo final es el de que la CNMV se autofinancie, y para ello se prevé el cobro de unas tasas por diversos conceptos (registro de folletos, inscripción y permanencia en los registros administrativos de la Comisión por parte de las sociedades y agencias de valores y de otras entidades, etcétera).

3. El mercado primario de valores

El planteamiento que en la ley se hace del mercado primario de valores implica un cambio de filosofía respecto al planteamiento actual.

La ley proclama el principio general de libertad de emisión, sin necesidad de autorización previa.

En ciertos supuestos, el Ministro de Economía y Hacienda podrá prohibir, o determinar que se sometan a autorización previa, ciertas emisiones. Estos supuestos son los siguientes:

- Las emisiones de valores cuyo nominal esté indiciado.
- Las emisiones al descuento de valores con plazo de amortización superior a un año.
- Las emisiones expresadas en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional.

- Las emisiones realizadas en el mercado nacional por no residentes.

- Las emisiones que gocen de algún beneficio tributario o de cualesquiera otros privilegios legalmente establecidos.

En estos supuestos en que se sometan a autorización, se introduce el silencio administrativo positivo cuando transcurra el plazo que se determine reglamentariamente.

Asimismo se declara libre el sistema de colocación que cada emisor desee utilizar, sin más requisito que el de quedar definido y hacerse público, en todos sus extremos, antes de proceder al lanzamiento de la emisión. Otro tanto ocurre en cuanto a la elección del desarrollo temporal de las emisiones.

Para defender los intereses de los inversores, la ley exige el cumplimiento previo de determinados requisitos:

- Comunicación, con el contenido y formalidades que se establezcan reglamentariamente, a la CNMV.
- 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.
- Presentación a la CNMV, y registro previo por la misma, de un folleto informativo sobre la emisión proyectada.

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 conclusiones de los auditores de

cuentas y los términos de los documentos sociales que acrediten las características de los valores afectados y los derechos y obligaciones de sus tenedores, así como el procedimiento de colocación de los valores.

La CNMV verificará que el folleto informativo cumple los requisitos establecidos, procediendo, en caso afirmativo, a incorporarlo al registro oficial previsto en el artículo 93 de la Ley y, en otro caso, a requerir dicho cumplimiento.

Todo suscriptor de los valores emitidos deberá recibir gratuitamente, en el momento de la suscripción, un ejemplar del correspondiente folleto informativo.

Por último, se faculta al gobierno para exceptuar, total o parcialmente, del cumplimiento de determinados requisitos a determinadas categorías de emisiones, en función de la naturaleza del emisor, de la pequeña cuantía de la emisión, etcétera.

4. Los mercados secundarios de valores

La ley distingue tres categorías de mercados secundarios oficiales:

- a) El mercado bursátil.
- b) El mercado de deuda pública, representada mediante anotaciones en cuenta.
- c) Aquellos otros mercados a los que el gobierno otorgue dicha condición.

Previamente al estudio de cada uno de los mercados, la ley recoge unos principios que son comunes a todos ellos y que pasamos a analizar a continuación,

para posteriormente hacer referencia a las peculiaridades de cada mercado, y especialmente al mercado bursátil.

4.1. Principios comunes a los diferentes mercados secundarios

A) Admisión, suspensión y exclusión de valores

Respecto a estos temas, se produce un replanteamiento de la distribución de competencias entre los órganos estatales con competencia en los mercados de valores y los órganos rectores de dichos mercados.

Por lo que respecta a la admisión, y de acuerdo con el criterio seguido por la mayoría de los países, ésta es una facultad que corresponde al órgano *ad hoc* encargado de asumir las competencias del Estado en materia de mercado de valores, y que en nuestro caso es la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Ahora bien, para evitar rupturas o saltos en el vacío, se ha pretendido buscar una fórmula de transición que permita que la admisión sea compartida con los órganos rectores de los mercados.

Así, la admisión es competencia de la CNMV, pero a propuesta de los órganos rectores de los mercados secundarios. Se prevé la posibilidad de que la CNMV delegue el ejercicio de la facultad de admisión a negociación en los órganos rectores citados. Si se produce esa delegación, se recoge la cautela de que las decisiones le sean comunicadas a la CNMV, pudiendo ser modificadas o revisadas por ésta de oficio o a solicitud de parte interesada.

Reglamentariamente se fijarán

los requisitos para la admisión, y entre ellos figurarán necesariamente los que hemos señalado para el mercado primario (auditoria, folleto, etcétera).

Por lo que respecta a la suspensión, será la CNMV quien podrá llevarla a cabo, cuando concurren circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones o aconsejar dicha medida en aras de la protección de los inversores. La duración no excederá del plazo máximo que reglamentariamente se fije.

La exclusión será también competencia de la CNMV, y afectará a aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión o de frecuencia y volumen de contratación que reglamentariamente se establezcan. Dicha exclusión se acordará por propia iniciativa o a propuesta de los organismos rectores.

La exclusión podrá ser solicitada también por la entidad emisora, si bien la CNMV podrá denegarla, o condicionarla a que por el emisor se promueva una oferta pública de adquisición.

B) Concentración de operaciones y características de las mismas

Se parte del principio de que todas las operaciones sobre valores admitidos a negociación deberán hacerse en el correspondiente mercado secundario oficial y deberán realizarse con la participación o mediación obligatoria de, al menos, una entidad que ostente la condición de miembro del correspondiente mercado. De no hacerse así, se considerarán nulas de pleno derecho.

Se trata con esta medida de evitar que puedan sustraerse al mercado parte de las operaciones que se realicen. Como ejemplo siempre se cita lo que sucede en la Bolsa de Milán, en la que el 60 o el 70 por 100 de las operaciones se hacen fuera de la Bolsa.

Dicho principio de concentración sólo se aplica a las transmisiones de títulos por compra-venta, ya que se ha estimado que las transmisiones por cualquier otro medio (permuta, donaciones, etc.), dada su menor importancia cuantitativa, pueden quedar excluidas de esta exigencia.

A su vez, se establecen dos tipos de cautelas en la operatoria por cuenta propia. Así:

- Todas las operaciones —especialmente aquéllas que se realicen entre quienes sean miembros del mercado, actuando por cuenta propia, y quienes no tengan esa condición— deberán ajustarse al curso de las cotizaciones del correspondiente mercado. Esto quiere decir, por ejemplo, que si se está operando en el mercado continuo, deberá cerrarse la operación a uno de los precios ejecutados anteriormente en el día o al de oferta en la pantalla. Si se trata de un sistema de contratación en corros, el precio deberá venir dado por una franja de variación pequeña en relación con los del corro.

Para garantizar lo anteriormente indicado, se prevé que el gobierno pueda limitar dicho tipo de operaciones, pudiendo incluso llegar a prohibirlas.

- A su vez, se exige a quien opere por cuenta propia que, cuando lo haga con un particular, éste último tenga constancia por escrito de tal circunstancia antes de concluir la correspondiente operación.

Con el fin de dotar de seguridad jurídica a las transacciones, se establece que no estarán sujetos a reivindicación los valores adquiridos de buena fe a un miembro del mercado secundario oficial de valores o con su mediación, sin perjuicio de los derechos y acciones del titular desposeído contra los legalmente responsables de la desposesión.

Por último, en estas normas comunes a todos los mercados secundarios oficiales, se sienta el principio de libertad de las comisiones, si bien, para proteger a los pequeños inversores, el gobierno se reserva la facultad de imponer retribuciones máximas en las operaciones cuya cuantía no exceda de una determinada cantidad. En cualquier caso, el gobierno podrá imponer la publicación de las tarifas que vayan a aplicarse.

4.2. *El mercado bursátil*

A) Creación de bolsas

Se sienta el principio de que la creación de bolsas de valores corresponde al gobierno. Cuando se trate de bolsas ubicadas en el territorio de comunidades autónomas cuyos estatutos de autonomía les reconozcan competencia, la creación de bolsas de valores corresponderá a dichas comunidades, si bien se requerirá la conformidad del gobierno de la Nación, atendiendo a los elementos y consecuencias supra-comunitarias de dicha creación.

B) Organización de las bolsas

La reciente evolución de las bolsas de comercio ha dado lugar a una cierta confusión sobre su naturaleza, perdiendo el carácter exclusivo de establecimiento público que tenían en la concepción

del Código de Comercio y transformándose, en parte, en un intermediario financiero más, en competencia con el resto de las instituciones financieras. A esta confusión ha contribuido el papel representado por las juntas sindicales que, carentes de personalidad jurídica, han ido asumiendo cada vez más protagonismo en el campo financiero.

Con el fin de romper con dicha situación, las bolsas de valores estarán regidas y administradas por sociedades anónimas, que serán responsables de su organización y funcionamiento internos, y cuyo capital quedará reservado a los miembros de las bolsas (sociedades y agencias de valores).

Se introducen determinadas especialidades, destacando las normas que prevén modificaciones de capital o transmisiones obligadas de acciones de las sociedades rectoras de las bolsas con el fin de posibilitar el cese o la incorporación de miembros. En definitiva, se constituyen a semejanza de sociedades de capital variable.

C) Interconexión bursátil

Uno de los defectos más repetidamente apuntado del mercado de valores español, ha sido el de su excesiva fragmentación derivada de la existencia de cuatro centros de contratación, lo que ha restado profundidad al mercado, ha impedido la concurrencia global de ofertas y demandas y ha supuesto la formación de distintos precios.

Son conocidos los esfuerzos realizados en los últimos años por algunos países de nuestro entorno para romper con situaciones parecidas a la nuestra, y tal

ha sido el caso del Reino Unido a través del sistema de *amalgamation*, y el francés según el cual cada valor sólo puede contratarse en su bolsa.

La Ley prevé un sistema de interconexión bursátil, integrado a través de una red informática, para aquéllos valores que estén admitidos al menos en dos bolsas de valores. Dicho sistema tendrá por objeto la negociación en exclusiva de los valores que se incorporen al mismo.

Existirá un órgano interbursátil, encargado de la gestión y organización interna del sistema. Dicho órgano es una Comisión Gestora que se constituirá por las sociedades encargadas de la gestión y organización de las bolsas e integrada por un miembro en representación de cada una de las bolsas de valores y uno más, que actuará como presidente, elegido por mayoría entre ellas. Dicha Comisión adoptará sus acuerdos por la mayoría de sus miembros.

D) La compensación y liquidación de valores

El nuevo enfoque de la compensación y liquidación de valores es uno de los puntos claves de la reforma, dado que de la rapidez y eficacia del sistema dependerá la futura potenciación del mercado.

Con este fin, se constituye, en forma de sociedad anónima, un único Servicio de Compensación y Liquidación, que sustituirá a los cuatro existentes en la actualidad (uno por cada bolsa) y al servicio de coordinación.

La ley recoge las funciones del Servicio, y deja para desarrollo reglamentario la determinación de los criterios de distribución de

su capital entre las entidades implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores y de efectivo.

4.3. *El mercado de deuda pública en anotaciones*

La ley integra en su ámbito, dándole de este modo un respaldo legal adecuado, en lugar del muy provisional que hoy tiene, al mercado de deuda pública en anotaciones, que se regirá por las normas específicas que, en relación con el mismo, se establecen, y que se apoyan en la existencia de una Central de Anotaciones y de las entidades gestoras del mercado, que pueden actuar por cuenta propia, si son titulares de cuentas en la Central, o únicamente por cuenta ajena en otro caso. Varios de los principios que inspiran el mercado de deuda pública en anotaciones ya existente aparecen incorporados a la ley de forma general, como normas comunes a todos los mercados de valores o como normas aplicables a las sociedades y agencias de valores, a cuyo régimen se ha intentado asimilar la condición de entidad gestora. La ley ha buscado un equilibrio entre las competencias básicas que han de corresponder a la CNMV, como órgano supervisor de todos los mercados de valores, y las competencias de gestión que se encomiendan, siguiendo el sistema ya vigente, al Banco de España, configurando, a esos efectos, una comisión asesora mixta integrada por representantes de ambas instituciones y del propio Ministerio de Economía y Hacienda.

4.4. *Otros mercados secundarios oficiales*

En este punto, se está pensando en los mercados de op-

ciones, de futuros, etc. Se faculta al gobierno para que, en el futuro, pueda regular estos mercados.

Con el fin de evitar una posible segmentación de los mercados, la ley establece que la regulación de dichos mercados se ajustará a los principios establecidos para el mercado bursátil y el mercado de deuda pública en anotaciones en cuenta.

4.5. *Las ofertas públicas de adquisición de valores*

Con la regulación realizada se ha pretendido un doble objetivo:

- Elevar a rango legal una materia que hasta hoy está regulada por decreto.
- Resolver ciertos problemas producidos por una incorrecta aplicación del Real Decreto de 25 de enero de 1984 que regula esta materia.

Se establece en la ley que quien pretenda alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad admitida a negociación en el mercado bursátil deberá promover una OPA dirigida a todos sus titulares.

Reglamentariamente se fijarán el volumen de acciones y la participación que tendrá la consideración de significativa, las reglas de cómputo de dicho porcentaje, etcétera.

También será obligatorio promover una OPA por parte de quien alcance una participación superior a los dos tercios en el capital de una sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación en el mercado bursátil, en cuyo caso la oferta deberá dirigirse a la adquisición del resto de las acciones en circulación.

5. Sociedades y agencias de valores

Como ya se ha indicado anteriormente, en este punto se ha pretendido pasar de la figura del agente individual a la societaria, buscando asegurar una solvencia financiera de quienes desarrollan actividades que encierran importantes riesgos potenciales, siguiendo con ello la práctica de todos los mercados de valores. Las sociedades y agencias de valores se conciben en la ley como sociedades anónimas. A las primeras se les faculta para actuar por cuenta propia y por cuenta ajena, mientras que las segundas únicamente podrán actuar por cuenta ajena.

En la ley se contemplan, por un lado, las sociedades y agencias que acceden a la condición de miembros de alguna Bolsa de valores, a las que queda reservada la negociación de valores en el mercado bursátil, y que deberán incluir en su denominación social la expresión «sociedades de valores y Bolsa» y «agencias de valores y Bolsa», respectivamente.

Por otro lado, en la ley se contempla la existencia de otras sociedades y agencias de valores, que no tendrán la condición de miembros de la Bolsa y que podrán realizar una serie de actividades a las que posteriormente nos referiremos.

5.1. Requisitos que deberán reunir estas entidades

En la ley se contempla el procedimiento para que estas entidades obtengan la autorización, el cual se configura como reglado, pues se dispone que dicha autorización únicamente puede

ser denegada por incumplimiento de los requisitos previstos en la ley y en las disposiciones que la desarrollen. No contempla la ley la existencia de un *numerus clausus* de entidades, ni restricciones en cuanto a la condición de sus accionistas, aunque sí limita la participación máxima de un accionista en el capital de las sociedades y agencias de valores que sean miembros de la Bolsa, que no podrá exceder de un determinado porcentaje.

En cuanto a los requisitos que deberán cumplir, son, entre otros:

- Disponer, en el momento de su constitución, del capital social mínimo que reglamentariamente se establezca.

- Contar con un consejo de administración de, al menos, cinco miembros en el caso de las sociedades de valores, o de tres en el caso de las agencias, y que ninguno de los miembros de dicho consejo haya sido condenado por sentencia final o esté procesado por delitos de falsedad, contra la propiedad o contra la hacienda pública, o esté inhabilitado para ejercer cargos de administración o dirección en entidades financieras.

- Que la mayoría de los miembros del consejo cuenten con una capacidad profesional y una experiencia en materias relacionadas con el mercado de valores adecuadas.

- Contar con una organización y unos medios personales y materiales técnicamente adecuados.

Se establece un sistema de incompatibilidades severo, destacando la incompatibilidad de pertenecer al consejo de administración de una sociedad o agencia de valores, o desempeñar en ella actividades remun-

neradas, con los mismos cargos en una entidad que tenga valores admitidos a negociación. Es decir, que ninguna persona que trabaje o esté en el consejo de administración de un banco o de empresas de su grupo, por poner un ejemplo, podrá trabajar o estar sentado en el consejo de administración de una sociedad o agencia de valores.

5.2. Actividades de las sociedades y agencias de valores

En el artículo 71 del proyecto se enumeran las actividades que podrán desempeñar las sociedades y agencias de valores —sean o no miembros de la Bolsa. Van desde mediar en la colocación de emisiones, asegurar emisiones, ser titulares de la Central de Anotaciones en Cuenta y actuar como entidades gestoras de mercado de deuda pública en anotaciones, y otorgar créditos directamente relacionados con operaciones de compra-venta de valores hasta gestionar carteras de valores, etcétera.

6. Normas de conducta

La ley contiene la importante novedad de recoger, por primera vez en nuestra legislación, unas normas mínimas de conducta de cuantos operen en los mercados de valores, inspiradas en las recomendaciones y propuestas de directivas de la Comunidad Económica Europea, y encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores sobre los de las entidades de las que se ha hecho mención en el apartado anterior y a velar por la transparencia del mercado. Se sale al paso de la utilización en

provecho propio de informaciones privilegiadas, por quienes las posean, y se establece la obligatoriedad de hacer público, en forma inmediata, todo hecho o decisión que pueda influir sobre la cotización de los valores de un emisor. Se incluye el establecimiento de las conocidas «murallas chinas», exigiendo la separación en una misma entidad entre aquellos servicios que actúen en el mercado de valores y el resto de los servicios dedicados a otros sectores de la actividad.

7. Régimen de supervisión, inspección y sanción

El título dedicado al régimen de supervisión es uno de los más extensos de la ley. La razón de ello es doble. Por un lado, la necesidad de especificar al máximo el sistema de infracciones y sanciones que, por exigencia constitucional, debe quedar recogido en la Ley. Por otro, la necesidad de basar la supervisión en la obtención de una adecuada información, y así son varios los preceptos de la ley en los que se prescribe o se posibilita la existencia de diversos mecanismos de recogida y difusión de la información (sobre los emisores, sobre los valores emitidos, sobre los agentes que operan en el mercado, sobre el proceso de negociación, etcétera).

Se contempla en la ley un régimen sancionador análogo al previsto en el reciente proyecto de ley aprobado por el gobierno sobre disciplina e intervención de entidades de crédito.

Quedan sometidos al régimen de supervisión, además de las sociedades y agencias de valores,

los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como los emisores de valores y las demás personas o entidades en la medida en que realicen actividades reguladas en la ley o que se relacionen con el mercado de valores.

La inspección del mercado de valores se llevará a cabo directamente por la Comisión Nacional, y las infracciones comprobadas, que se tipifican y clasifican en leves, graves y muy graves, se sancionarán de acuerdo con lo previsto en el propio proyecto de ley, ajustándose al procedimiento sancionador previsto en la Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

8. Régimen fiscal de las operaciones sobre valores

Con objeto de atender la propuesta de directiva de la Comunidad Económica Europea relativa a los impuestos indirectos sobre las transacciones de valores, la exención prevista en el impuesto sobre el valor añadido para las operaciones a él sujetas se hace extensiva al impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Se ha pretendido asimismo, de acuerdo con lo previsto en la citada propuesta de directiva, establecer medidas para tratar de salir al paso de la elusión del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados en la transmisión de bienes inmuebles mediante la interposición de figuras societarias. Se regula, en fin, la obligación de información a la Administración tributaria de las operaciones

sobre emisión, suscripción y transmisión, prevista por otros cauces en normas anteriores, pero que ahora se ve afectada por los principios de esta ley; y se dispone la extensión a la CNMV del régimen fiscal que la legislación vigente atribuye al Banco de España.

9. Disposiciones adicionales

Por la vía de las disposiciones adicionales, se reconoce la condición de bolsas de valores a las actuales bolsas oficiales de comercio de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

Se establece que los agentes de cambio y Bolsa —que conservarán su denominación— pasarán a integrarse en el Cuerpo de Corredores de Comercio Colegiados, y se dispone la disolución de los colegios oficiales de Agentes de Cambio y Bolsa, y la creación en las plazas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia de colegios denominados de Agentes Mediadores Oficiales, aunque equiparados, a todos los efectos, a los colegios de Corredores de Comercio.

El concepto de la fe pública obligatoria de carácter bursátil desaparece, tanto por lo que se refiere a la suscripción como a la negociación de valores, sin que ello signifique, naturalmente, la desaparición de la intervención voluntaria de fedatario público.

También contemplan las disposiciones adicionales la transferencia a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de determinadas competencias sobre las instituciones de inversión colectiva, atribuidas actualmente al Ministerio de Economía y Ha-

cienda, a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, al mismo tiempo que se procede a revisar la normativa de dichas instituciones para acomodarla a los principios y al contenido de la regulación que se hace en la ley del mercado de valores. Así, se contempla un nuevo régimen de diversificación de inversiones de dichas instituciones, más riguroso que el hoy existente, sobre todo al limitar las inversiones en empresas de un mismo grupo y obligar a la consolidación de las inversiones de las instituciones pertenecientes a un mismo grupo.

Por último, se recoge en una disposición adicional la regulación que se hace del personal de las bolsas, estableciendo un principio de sucesión de empresa que garantiza la permanencia de los puestos hoy existentes.

10. Disposiciones transitorias

Varias de las disposiciones transitorias contenidas en el proyecto se ocupan de las posibles alternativas que se ofrecen en la ley a los agentes de cambio y Bolsa.

Antes de pasar a examinarlas hay que apuntar que uno de los objetivos que se ha perseguido en la ley es el de llegar a una especialización de funciones. Para lograr esa especialización y evitar incompatibilidades horarias, quedan desdobladas las funciones de mediación bursátil de aquellas funciones que implican el otorgamiento de la fe pública extrabursátil (intervención de pólizas de crédito, etcétera).

Una vez apuntado lo anterior, vamos a señalar las alternativas

que se ofrecen en la ley a los agentes de cambio y Bolsa:

1.º Formar parte de una sociedad o agencia de valores. Como posteriormente veremos, se les reserva en exclusiva promover dichas entidades durante un cierto tiempo.

2.º Adquirir la condición de miembro individual de la Bolsa de Valores de la plaza a la que se hallen incorporados. En este supuesto, quedan sometidos a las mismas normas que las agencias de valores, excepción hecha de las referentes a forma jurídica y capital previstos.

Quienes elijan cualesquiera de las dos posibilidades anteriormente enunciadas, quedan en situación de excedencia voluntaria en el Cuerpo de Corredores de Comercio Colegiados.

3.º Ejercer la fe pública extrabursátil, ocupando una plaza en los colegios de agentes mediadores que se crean en las plazas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. Tendrán derecho preferente para ocupar una de esas plazas los actuales agentes de cambio y Bolsa.

Por último, señalar que la implantación de la reforma del mercado de valores tiene que realizarse de una manera gradual en el tiempo, y ello se consigue a través de una doble vía. De un lado, la ley entra en vigor, en las materias que conciernen al mercado bursátil, al año de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. De otro, estableciendo un calendario para la participación de terceros en las sociedades y agencias de valores que ostenten la condición de miembro de una Bolsa, y que será el siguiente:

Hasta el 30 por 100 durante 1989; hasta el 40 por 100 durante 1990; hasta el 50 por 100

durante 1991. A partir del 1 de enero de 1992, la participación de terceros en el capital social de dichas sociedades y agencias podrá producirse sin límite alguno.

Por último, se establece que la participación de capital extranjero procedente de los residentes de los estados no miembros de la Comunidad Económica Europea no será admitida en el período transitorio.

En definitiva, una ley necesaria y esperada que, con el tiempo, se ha tornado imprescindible no sólo para adaptarse a los desarrollos internos del mercado, sino también para prepararse frente a la creciente competencia que se va a derivar de la unificación del mercado europeo de capitales.

NOTA

(1) El artículo 6 de la Ley General Presupuestaria, en la nueva redacción dada por la Ley General de Presupuestos para 1988, establece, en su número 5, que «el resto de los Entes del Sector Público Estatal no incluidos en este artículo ni en los anteriores, se regirá por su normativa específica».