

## ESTUDIO SOBRE EL MERCADO DE VALORES

El trabajo de **José B. Terceiro** que presentamos a continuación está basado en el «Estudio sobre el mercado de valores» recientemente realizado por un equipo de economistas dirigido por el propio autor, quien, a través del artículo, realiza una exposición de los principales cambios ocurridos en el mercado de valores español en la última década, así como de las reformas que se han producido en dos grandes bolsas internacionales (Nueva York y Londres), para, tras un breve estudio sobre la dimensión y funcionamiento de la Bolsa española en relación con las de la CEE, concluir con un detallado análisis crítico del proyecto de ley del mercado de valores que, aprobado por el Consejo de Ministros el 12 de febrero de 1988, se encuentra actualmente en trámite parlamentario.

### INTRODUCCION

**E**L estudio sobre el mercado de valores —en adelante ESMERVAL (1)— aborda un conjunto de aspectos generales relacionados con su reforma. En su contenido se consideran una serie de modificaciones del articulado del proyecto de ley del mercado de valores, aprobado por el Consejo de Ministros del 12 de febrero de 1988.

Creemos que con esta aportación se completan los distintos trabajos realizados hasta la fecha. En efecto, todos ellos, algunos de importancia notable (desde el *Informe* de la Comisión creada por el profesor Fuentes Quintana, como Vicepresidente del Gobierno, a los trabajos realizados por distintos autores individuales, pasando por los efectuados por las juntas sindicales de las bolsas, y terminando con el proyecto de ley del mercado de valores), o tratan aspectos parciales, o (co-

mo es el caso del proyecto mismo) no se ocupan de aspectos fundamentales de la necesaria reforma.

El interés y mérito indudable de los trabajos, hasta ahora realizados no se corresponde con una paralela utilidad final en orden a una correcta reforma del mercado de valores. En algunos casos, se producen claras divergencias respecto a este objetivo. Creemos que la razón fundamental de tales divergencias estriba en que sus autores han puesto un énfasis mayor en la técnica que en el método, y se han preocupado más por la táctica que por la estrategia de la reforma, cuyo objetivo principal, además, no se expresa de manera clara en el proyecto de ley.

Pero ni las preocupaciones técnicas, ni tácticas, son suficientes para conjugar el peligro de las no intencionadas repercusiones sociales de las intencionadas acciones humanas. Si de lo que se trata es de reformar el mercado de valores para mejorarlo, la pri-

mera preocupación debe centrarse en la protección del inversor, como elemento fundamental. Esta primera precisión metodológica, por la que nosotros optamos de manera explícita, marca el camino, evitando que los árboles técnicos y tácticos impidan ver el bosque de la estrategia correcta.

### OBJETIVOS DEL ESMERVAL

Partimos del hecho de que la capacidad de ahorro de un país —que constituye un factor apropiable— es encauzada por los profesionales de la inversión. Y esto es así porque la gran masa de ahorradores no conoce las distintas posibilidades de los mercados financieros, a diferencia del mayor conocimiento que, como consumidores, tienen de los mercados de bienes de consumo. Es evidente la muy distinta dificultad que entraña, para el ahorrador/consumidor, el comprar valores en Bolsa, respecto a adquirir productos alimenticios en un supermercado.

Sin embargo, el consumidor se halla más protegido, respecto a las posibles manipulaciones en la calidad y precio de los productos de consumo que adquiere, que el ahorrador respecto a similares manipulaciones de los productos financieros que, curiosamente, no adquiere, sino que, generalmente, le «son colocados». La connotación que tiene esta expresión en el lenguaje vulgar, de verse en una situación de la que no se es del todo consciente, se corresponde, en el terreno financiero, con la falta de consciencia del ahorrador respecto a las características del producto financiero que le es colocado.

Los mercados financieros son mucho más manipulables que los mercados de consumo, precisamente porque cuentan con una clientela muy deficientemente informada, siendo posible desde fijar interesadamente los precios a imponer la colocación de activos que, en determinados casos, quedan perfectamente tipificados por la denominación que ya les ha otorgado el *argot* financiero: bonos basura.

En lo que se refiere al mercado de valores español, la estrechez que le caracteriza ofrece la posibilidad de especulaciones de notables proporciones, que pueden corresponderse con la apropiación, excesivamente concentrada, de la capacidad de ahorro de los españoles por parte de entidades, nacionales o extranjeras, cuya dimensión económica les permita operar en el mercado en condiciones predominantes. De ahí que el papel del Estado deba estar dirigido a garantizar la existencia de un mercado independiente, en el que sus operadores actúen de manera equilibrada con objeto de evitar una situación de oligopolio que comporte una concentración indebida (por excesiva) del manejo de la capacidad del ahorro nacional en manos de muy pocas empresas de gran dimensión, nacionales o extranjeras.

Las anteriores consideraciones nos llevan a la determinación del principal objetivo del ESMERVAL: llenar las lagunas que tiene el proyecto de ley en materia de protección del inversor, que son muchas. Creemos firmemente que éste es uno de los puntos débiles del proyecto, en el que no sólo no se dedica la atención debida a la protección del inversor, sino que se contienen aspectos que pueden llegar a perjudicarle claramente.

Pero el que seamos partidarios de que la protección del inversor deba estar suficientemente contemplada en la legislación no quiere decir que creamos que la legislación deba proteger al inversor de su propia irresponsabilidad, sino que debe mantenerse en el límite de las actuaciones fraudulentas que le afecten, sin traspasar las fronteras con las actuaciones temerarias o codiciosas. En este sentido, consideramos que el cuadro de sanciones previsto en el proyecto de ley tiene una capacidad de disuasión del fraude irrisoria, si lo comparamos con el de cualquier otro país de nuestro entorno económico y cultural. Y nos referimos a la capacidad de disuasión irrisoria porque no de otra manera puede calificarse la que corresponde a un cuadro de sanciones donde las calificadas como muy graves se sancionan con la «amonestación pública, con publicación en el *BOE*». A título de comparación, y en lo que se refiere al caso de la vecina Francia, la muy reciente ley sobre las bolsas de valores (2) prevé, para supuestos ciertamente no muy graves, como los obstáculos a la labor inspectora de la COB, multas de hasta el equivalente a 40 millones de pesetas y penas de prisión de hasta dos años.

El segundo objetivo del ESMERVAL es conocer la importancia real relativa del mercado de valores respecto al sistema financiero español y a otros mercados de valores del mundo, con objeto de adquirir una noción proporcionada de las dosis de reforma que el mercado de valores admitiría sin someterlo a las peligrosas convulsiones que comportaría una sobredosis reformadora. En estrecha relación con este objetivo, cabe señalar la obligada consecuencia de efectuar

las oportunas reformas a escala proporcionada: adoptar un calendario de actuaciones gradual, que permita al mercado de valores español, y a los distintos agentes operantes en él, un período transitorio de adaptación a las reformas, de contenido real y no desvirtuado por la introducción en el mercado de factores que pueden perturbar gravemente su adaptación a las nuevas circunstancias.

El tercer objetivo del ESMERVAL consiste en poner a disposición de los distintos sectores implicados en la reforma del mercado de valores una información actualizada del sentido y de los efectos de las reformas acometidas en otros países, así como el conjunto de reflexiones del estudio que puedan servir para enriquecer la discusión a lo largo del proceso en curso del proyecto de ley, que comienza con la tramitación parlamentaria y termina con la redacción definitiva del reglamento de desarrollo de la ley.

## **REFORMAS GLOBALES EN LOS MERCADOS DE VALORES**

Las bolsas de valores de todo el mundo han experimentado, hasta el *crash* del pasado octubre, un crecimiento espectacular con un componente especulativo, paralelamente a la evolución de los mercados financieros internacionales. Otros elementos de carácter financiero explican la intensidad de la recuperación de los volúmenes de contratación y de las cotizaciones: la sustitución de la intermediación bancaria clásica por emisiones de títulos («securitización»). La necesidad de abaratar los costes de captación de recursos por parte

de las empresas, el aumento de sus demandas de fondos, la elevación de los tipos de interés y el crecimiento de una oferta institucional, han propiciado dicha desintermediación. Ambas partes se han beneficiado del proceso, al repartirse los costes de intermediación. A su vez, la aparición de déficit estructurales cuantiosos del sector público ha supuesto, no sólo unos tipos de interés atractivos para las emisiones, sino también, toda una serie de medidas de apoyo fiscal al mercado primario. La caída posterior de los tipos de interés provocó la recanalización del ahorro privado hacia los mercados de valores, buscando colocaciones más remuneradas.

En los últimos años —y de forma más acusada en los últimos meses del año 1986— los mercados de valores han acentuado las tendencias apuntadas, experimentado rápidas transformaciones que, en definitiva, vienen a dar respuesta a los cambios profundos de su entorno. Este proceso de cambio y transformación institucional y funcional puede contemplarse desde cinco vértices distintos y complementarios que, una vez articulados, completan las características del nuevo diseño de los mercados de valores mundiales. Estos cinco vértices son: la liberalización, la protección de los inversores, la securitización, la globalización y la tecnología (3).

La liberalización o desregulación de los mercados de valores consiste en la eliminación de restricciones de movimientos de capitales, barreras fiscales, acceso al mercado por parte de extranjeros, posibilidad de crear nuevos instrumentos, etc. En definitiva, de lo que se trata es de suprimir las trabas legales que impiden la competitividad de los mercados

financieros y bursátiles. En la dura competencia internacional no valen particularismos ni reglas tradicionales; si el sistema del competidor funciona mejor, ofrece mejores precios y más servicios, hay que adoptarlo. Ahora bien, todo ello sin atentar a las exigencias de organización, profesionalidad y seguridad en el tráfico que todo mercado exige.

La eficaz protección de los inversores se convierte en preocupación primordial de las autoridades financieras, persuadidas de que la ampliación, diversificación e internacionalización de los mercados de valores, pueden introducir nuevos y mayores riesgos, a los que los pequeños inversores no pueden hacer frente, y que si afectan a los grandes fondos de inversión, pueden producir graves quebrantos al sistema financiero internacional. Esta preocupación provoca la creación o refuerzo de instituciones de coordinación, dirección y control de los mercados de valores en todos los países y también la generación de una rica y variada normativa destinada a incrementar la transparencia de quienes emiten títulos-valores, la información de los oferentes y demandantes que actúan en los mercados, así como los requisitos y condiciones de las fusiones y absorciones de empresas.

La «securitización» o tendencia, cada vez más acusada, a la creación de títulos negociables en los mercados de valores (en sustitución de las fórmulas tradicionales de materialización del ahorro y del crédito) al mismo tiempo que anula las nítidas fronteras que existían entre los activos y los pasivos financieros y entre los plazos a los que antes servía cada instrumento es una verdadera revolución que, progresivamente, va adueñándose de

los mercados de valores, traducándose en la aparición de nuevos mercados e instrumentos financieros distintos de las clásicas acciones y obligaciones, intercambiadas en las ya veteranas bolsas de valores.

La irrupción con fuerza de fondos de inversión de gran dimensión como compradores y vendedores de valores en los mercados, ha alterado fundamentalmente la distribución, composición y operativa de las bolsas de valores y, además, ha facilitado la internacionalización de dichos mercados, fundamentalmente de los europeos.

Por último, la teleinformática ha revolucionado el funcionamiento de los mercados de valores de modo que, ya hoy, las bolsas son, cada vez más, centros de alta tecnología. Este hecho ha colaborado al crecimiento y a la profundización de los mercados de valores y ha mejorado el proceso de formación de las decisiones, al eliminar gran parte de las tradicionales dificultades para la existencia de información perfecta entre los agentes y los clientes.

Los resultados de tales procesos han sido una internacionalización y descompartimentación de los mercados y una diversificación de activos financieros. La desregulación ha facilitado la internacionalización de las operaciones y de los agentes, y ésta, la concentración espacial e institucional, el aumento de la competencia y el descenso de los márgenes. Dicho incremento de la competencia ha impulsado una mayor eficiencia del mercado, obligando a cambios tales como la ampliación del tiempo real de contratación (mercado continuo), la utilización de servicios y sistemas internacionales de compen-

CUADRO N.º 1

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Ingresos (miles de dólares)....	10.567,9	8.600,3	15.035,5	13.712,2	15.253,4	22.693,7
Beneficio neto (miles de dólares) .....	6.810,5	4.527,6	9.464,1	5.617,7	7.061,0	10.332,8
Tasa de beneficio (%) .....	64,5	52,6	62,9	41,0	46,3	45,5
Capital (miles de dólares) .....	8.642,7	9.595,9	16.919,2	16.550,8	19.568,7	27.850,8
Tasa de rendimiento sobre capital (%) .....	95,2	49,6	71,4	33,6	39,1	43,6

Fuente: FORTUNE.

sación, la contratación por ordenador o la automatización de las operaciones de menor cuantía, por ejemplo.

El proceso de mundialización está exigiendo tanto una adecuación legal como toda una serie de medidas técnicas que acomoden los hábitos y pautas de comportamiento a las nuevas exigencias de la contratación. Las necesidades de los grandes inversores institucionales y el volumen de las operaciones plantean problemas como el de las limitaciones temporales de contratación, o sus mecanismos históricos, ambas superables a través de la contratación continua. Esta, junto con un adecuado soporte tecnológico, son las dos piezas clave en las que debe sustentarse la eficiencia y competitividad del mercado de valores. El paso siguiente, a largo plazo, consistirá en la interconexión de las bolsas a nivel mundial y el establecimiento de un mercado global.

Como resultado de los procesos anteriormente descritos, las principales bolsas de valores del mundo han sufrido, en los últimos años, reformas institucionales y operativas de tal envergadura que hoy es difícil concebir cómo, en días no tan lejanos, fueron clásicos patios de operacio-

nes en los que los operadores negociaban a viva voz con unos pocos títulos-valores de renta variable o fija, durante un horario limitado y en los días centrales de la semana.

### REFORMAS EN LAS BOLSAS DE NUEVA YORK Y LONDRES

La Bolsa de Nueva York, la más voluminosa del mundo, inicia la andadura hacia su configuración actual el 1 de mayo de 1975, cuando decide abolir las comisiones fijas sobre las transacciones de títulos-valores y adoptar medidas para mejorar su administración y para agilizar la liquidación de las operaciones. Los *brokers* se vieron forzados a diversificar sus actividades y, sobre todo, a elevar su volumen de negocio; en definitiva, a disminuir en número y a aumentar su talla, permitiendo este proceso la introducción de la tecnología de ordenadores en las operaciones bursátiles.

Este efecto concentración de los *brokers* en firmas de gran dimensión fue, a su vez, agudizado por la incorporación de las nuevas tecnologías a la Bolsa de

Nueva York, en 1978. En este período de tiempo, la Bolsa de Nueva York no experimenta un proceso paralelo de diversificación y ampliación en los instrumentos financieros objeto de negociación, ni tampoco se internacionaliza de modo significativo y, por ello, en la actualidad, los mercados de valores regionales y paralelos han sido, en Estados Unidos, los mayores beneficiarios del alto ritmo de diversificación de los instrumentos financieros y del gran dinamismo de los contratos sobre futuros financieros y opciones.

La interconexión existente entre la Bolsa de Nueva York y los mercados de futuros financieros y opciones, y la existencia de programas computerizados de venta de valores que actuaron automáticamente, constituyen el principal factor del hundimiento que se produjo el 19 de octubre de 1987 en Wall Street. Otro factor determinante del caos provocado fue la discutible actuación de los especialistas o *market makers*.

Las actividades de los especialistas, miembros de la Bolsa de Nueva York, han venido siendo extremadamente rentables, pero también es cierto que, en justa correspondencia, de ellos se esperaba que mantuvieran el mercado en orden sin que se produ-

CUADRO N.º 2

	1981	1987	Variación en %
Volumen medio diario de la Bolsa (millones de acciones) .....	46.853,0	189.012,5	303,4
Índice de precios de valores de la Bolsa .....	71,11	138,23	94,4
Capital de los especialistas (millones de dólares) .....	430	650 (*)	51,2

(\*) 1985.

Fuente: FORTUNE.

jesen bruscas variaciones en las cotizaciones. El mantenimiento del orden en el mercado requiere que los especialistas compren o vendan por su propia cuenta valores cuando existen excesos o defectos de oferta y de demanda, recurriendo a su propia capacidad financiera.

Los datos del cuadro n.º 1 corresponden a una de las grandes firmas de «especialistas» de la Bolsa de Nueva York y ponen claramente de manifiesto los excepcionales beneficios obtenidos a lo largo de los años del *boom* bursátil.

Las firmas de «especialistas» estaban escasamente capitalizadas cuando se produce el hundimiento de Wall Street (4). Cumplir las normas de la Bolsa sólo requería que el capital de los especialistas fuera mayor que el valor de 1.250 acciones de cada uno de los diversos títulos que tenían asignados, sin tener en cuenta ni los precios de dichos títulos en el mercado ni tampoco la frecuencia de las operaciones de compra y venta que con ellos se realizaban. Por esta razón, el capital de los especialistas no siguió una evolución paralela ni al fuerte crecimiento del volumen de los intercambios ni al rápido incremento de las cotizaciones, como se pone de manifiesto en los datos de la Bolsa de Nueva York recogidos en el cuadro número 2.

El *crash* de octubre de 1987 reveló la existencia de un conjunto de efectos, estructurales unos y operativos o de funcionamiento otros, en los mercados financieros norteamericanos y en la Bolsa de Valores de Nueva York, a cuyo análisis y propuestas de solución se dedicó la Comisión Brady, cuyo informe se emitió en la primera decena del mes de enero de 1988, y contiene recomendaciones sobre los siguientes aspectos:

— El establecimiento de una institución que coordine, regule y supervise el funcionamiento de los mercados financieros y garantice el orden en ellos. La Comisión Brady recomienda, para ejercer esta función, al Banco de la Reserva Federal. Bajo la alta inspección del FED, la *Securities and Exchange Commission* debería ocuparse del registro de valores y de regular o reglamentar las operaciones de intercambio entre valores y opciones. La responsabilidad de realizar estas mismas funciones, pero en relación a los contratos y mercados de futuros debe permanecer bajo la *Commodity Futures Trading Commission*.

— Los sistemas de liquidación entre todos los mercados (*clearing systems*) deben unificarse para reducir los riesgos financieros y deben imponerse, asimismo, sistemas de información globales que mejoren el grado de

conocimiento sobre las transacciones que se efectúen y sobre las condiciones que existen en todos los mercados financieros (de valores, de futuros financieros indicados y de opciones).

— Por último, deben establecerse mecanismos adecuados para evitar futuros hundimientos de los mercados financieros, con el fin de limitar los riesgos de operar en estos mercados y eliminar la posible falta de confianza en el sistema financiero en su conjunto.

La Bolsa de Valores de Londres, que, como la de Nueva York, responde al modelo anglosajón, comienza el proceso de recepción de la liberalización, globalización, internacionalización e introducción de nuevas tecnologías más tarde que la Bolsa de Nueva York. Las comisiones libres sobre las operaciones de los *brokers* se acuerdan en julio de 1983 para entrar en efecto a finales de 1986 (5); el proceso de concentración de sus actividades comienza con bastante anterioridad, produciéndose incluso el de asunción parcial de las actividades de los *jobbers* por los *brokers*, para realizar las dos partes del intercambio, en abril de 1984, para valores internacionales, pero ésta no llega a ser total hasta 1986, paralelamente al nacimiento del *Big Bang*.

Dicho proceso de concentración del negocio bursátil y de am-

pliación de la dimensión de los miembros de la Bolsa de Londres tiene lugar tras un cambio sustancial en las normas de las instituciones autorreguladas que actúan en la Bolsa y de reformas en la legislación que se introducen, fundamentalmente, en la década actual, lo cual además, estimula el desarrollo de los grandes grupos financieros que hoy existen en la Bolsa británica.

Característica destacable del mercado de valores británico es la introducción de las organizaciones autorreguladas con posibilidad de aplicar coactivamente las reglas de actuación a cada uno de sus miembros, así como la capacidad de inspección y sanción. Se reparten, así, las tareas de regulación del mercado entre cuatro diferentes categorías de entes: la Administración gubernamental, los *Board* de carácter público (SIB y MIBOC), el Banco de Inglaterra y las organizaciones autorreguladas.

## EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL EN LA CEE Y EN EL MUNDO

El mercado de valores español, que siempre ha sido calificado de estrecho y poco profundo en el interior, es ciertamente de escasa dimensión cuando se compara tanto con los de la Comunidad Económica Europea como con los del resto del mundo. La escasa dimensión relativa del mercado español es un dato a tener muy en cuenta cuando se trata de importar innovaciones de otros países con los que España no es directamente homologable.

En el conjunto de los mercados de valores de la CEE se ad-

CUADRO N.º 3

	1975	1985
Estados Unidos (Bolsa de Nueva York) .....	55,4	61,6
Japón (Primera Sección) .....	21,1	20,4
Alemania Federal (total intercambios) .....	4,6	4,8
Gran Bretaña e Irlanda (Bolsa de Londres) .....	8,1	4,5
Canadá (total intercambios) .....	2,2	2,5
Francia (Bolsa de París) .....	3,0	1,1
Holanda (Bolsa de Amsterdam) .....	1,1	1,1
Australia (total de intercambios) .....	0,3	1,0
Italia (Bolsa de Milán) .....	0,9	0,9
Hong-Kong (total de intercambios) .....	0,9	0,6
Suecia (Bolsa de Estocolmo) .....	0,2	0,6
Singapur (total de intercambios) .....	0,3	0,4
Bélgica (Bolsa de Bruselas) .....	0,5	0,2
Dinamarca (Bolsa de Copenhague) .....	0,1	0,1
Austria (Bolsa de Viena) .....	—	—
<b>España (todas las bolsas) .....</b>	<b>1,2</b>	<b>0,2</b>
Todas las principales bolsas de valores .....	100,0	100,0

*Fuente: Morgan Stanley Capital International Perspective.*

mitieron a cotización, en 1986, más del triple de las nuevas sociedades admitidas en 1981; fueron el Reino Unido e Irlanda y Luxemburgo los mercados nacionales más activos de la CEE a lo largo del período 1981-1986. España se sitúa en torno al 2 por 100 de participación en la admisión a cotización de nuevas sociedades en las bolsas de valores de la CEE a lo largo del período citado.

La capitalización total nacional de las bolsas de la CEE-12 se ha multiplicado por 3,27 en el período 1981-1986. En este proceso de capitalización creciente Italia, Alemania Federal, Francia, Bélgica y Holanda han sido los países de la CEE-12 más activos, mientras que, por el contrario, Reino Unido e Irlanda y Grecia, y también España y Dinamarca, aunque en menor medida, han experimentado menores tasas de aumento en su capitalización nacional total. España ha multiplicado por 2,98 el valor correspondiente a su capitalización

nacional total (un ritmo de crecimiento similar a la media europea), pero representa tan sólo, en 1986, el 2,5 por 100 de la capitalización total de la CEE-12.

En lo que se refiere a contratación, las bolsas mayores son las del Reino Unido y la de Alemania Federal; mercados de valores de renta variable de tamaño medio son Holanda, Italia y Francia, y, finalmente, son pequeños los mercados de Bélgica, España, Dinamarca y Grecia. En Portugal y Luxemburgo, el volumen total de contratación de acciones supone un porcentaje insignificante en el conjunto de la CEE-12. El mercado español supone el 2,6 por 100 de la contratación de acciones total de la CEE-12.

En el cuadro n.º 3 se recogen las dieciséis bolsas más importantes del mundo, ordenadas de mayor a menor, respecto a su porcentaje de participación en el volumen global de contratación realizado en 1975 y 1985. Se observa cómo la Bolsa de Nueva York gana más de seis puntos

en su participación, mientras que se experimenta un notable retroceso de la Bolsa de Londres e, incluso, de las de París y Bruselas. Las bolsas españolas pierden importancia relativa como mercados de contratación de valores en el contexto mundial, pasando su porcentaje de participación del 1,2 por 100 en 1975, al 0,2 por 100 en 1985.

### AMBITO ACTUAL DEL MERCADO DE VALORES

La evolución seguida por la capacidad de financiación de la economía española, desde 1976, muestra dos períodos claramente diferenciados. El primero abarca desde 1976 a 1982 (salvo los años 1978 y 1979), en los que se observa una necesidad de financiación relativamente elevada. El segundo período se inicia en 1984, en el que se produce un trasvase de recursos al exterior. Sectorialmente, el comportamiento anteriormente descrito es debido a

las fuertes necesidades de financiación de las administraciones públicas, que aún perduran, y al comportamiento de las empresas y familias, que tuvieron unas necesidades de financiación de escaso volumen hasta 1980.

Del conjunto de sectores residentes, el hecho más destacable en sus operaciones financieras es la dimensión de la variación de los activos/pasivos financieros. Así, de una variación de pasivos financieros de los sectores residentes, en 1976, que representaba el 50,1 por 100 del PIB se pasa, en 1986, al 31,8 por 100. La disminución de los activos y pasivos financieros totales es debida, exclusivamente, a las instituciones financieras. Este proceso se ha visto agudizado en los últimos tres años.

Entre las causas del proceso anteriormente señalado, podemos enumerar las siguientes: un comportamiento mucho más agresivo en la estructuración de la cartera del público, con una mayor rotación de los activos fi-

nancieros existentes; la contención de la inflación y la disminución de su tasa de crecimiento; un menor crecimiento de los activos exteriores; una disminución de los créditos concedidos por el Banco de España y, por último, la entrada en vigor de la Ley de fiscalidad de los nuevos activos financieros de mayo de 1985. Por otra parte, procede señalar la disminución de la intermediación realizada por las instituciones financieras en los últimos años, debido a la aparición de nuevos mercados organizados.

La importancia de las bolsas en los flujos financieros tiene una doble dimensión. En primer lugar, la de las nuevas emisiones de renta variable canalizadas por las bolsas, vía derechos de suscripción, y aquellas emisiones a vencimiento de activos a corto: pagarés de empresa. En segundo lugar, el trasvase neto de fondos que supone toda negociación de activos bursátiles entre sectores. Siendo la Bolsa un mercado secundario casi exclusivamente, es

CUADRO N.º 4

	1970	1977	1983	1984	1985	1986
Efectivo y depósitos .....	40	39	33	52	46	34
Títulos mercado monetario .....	—	1	21	9	20	13
Títulos renta fija negociable .....	4	4	2	5	9	21
Títulos de renta variable .....	10	3	2	3	7	5
— De ellos, cotizados .....	5	2	1	1	2	2
Otras participaciones en empresas .....	—	1	2	1	4	3
Títulos renta fija no negociables .....	2	2	1	5	1	—
Créditos .....	39	48	32	18	28	10
Otros .....	5	2	7	7	—15	14
<b>TOTAL OPERACIONES ACTIVAS .....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>TOTAL OPERACIONES PASIVAS .....</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
<b>Pro memoria:</b>						
Mercado de valores .....	14	8	25	17	36	39
Mercado de capitales:						
— Títulos de renta fija y variable .....	14	7	4	8	16	26
— Títulos negociables en las bolsas .....	9	6	3	6	11	23

Fuente: Cuentas financieras de la Economía española 1970-1984. Apéndice estadístico al Informe anual del Banco de España, 1986.

la liquidez que poseen los activos negociados en ella la que permitirá un mayor volumen de nuevas emisiones de esos activos.

En el cuadro n.º 4 se observa cómo, desde 1970, las bolsas de valores han canalizado, en forma de títulos de renta variable, entre el 5 y el 2 por 100 del total de variación de pasivos financieros de nuestra economía, situándose, en 1986, en el 2 por 100. Este porcentaje pone de manifiesto la escasa importancia que tiene la emisión de acciones como medio de captación de recursos.

El verdadero papel de la Bolsa es el de dar liquidez a los activos que en ella se negocian, y se refleja a través de la contratación bursátil. A pesar del fuerte crecimiento de ésta en los últimos años (el volumen medio de contratación diaria ha pasado de los 2.000 millones de pesetas, en 1985, a los 15.000 en 1987), nuestro mercado bursátil sigue siendo estrecho, debido al bajo número de empresas cotizadas en él, 327 en 1987, y a la pequeña atracción que tienen las acciones como medio de mantener la riqueza de los ahorradores.

## **DIMENSION FUTURA DEL MERCADO DE VALORES**

Los fondos de pensiones internacionales de los principales países del mundo invertirán fuera de sus fronteras, en 1990, por encima de los 300.000 millones de dólares (6). El incremento medio anual de esta cifra, en los seis años transcurridos desde 1984 a 1990, se eleva a 42.000 millones de dólares. Una participación del 3 por 100 (porcentaje al que tienen últimamente los gestores de carteras internacionales) del mercado de valores español en esa

cifra supondría unas compras netas anuales, tan sólo por el concepto de compras de fondos de pensiones, de 1.260 millones de dólares (145.000 millones de pesetas). Cifra de orden similar a la compra neta total (compras menos ventas) de inversores extranjeros en la Bolsa de Madrid que, en 1986, ascendió a 152.787 millones de pesetas.

No existen factores adversos a la inversión extranjera en Bolsa en la situación española, actual y futura. Los factores negativos tradicionalmente esgrimidos en contra de España en los ámbitos financieros internacionales, tales como: falta de conocimiento del mercado, aislamiento político-económico, deficiente información de las empresas, escasa liquidez, altos costes de intermediación, riesgo de cambio en la divisa, o trabas en materia de control de cambios, o ya pertenecen al pasado, o están en trance de desaparecer.

En efecto, a partir de ahora, el mercado de valores español podrá empezar a rentabilizar toda una serie de actuaciones realizadas en distintas áreas, en distintas épocas y por distintos gobiernos:

1.ª Nuestra vinculación a la OTAN que, en términos bursátiles, cotiza positivamente, aunque ligeramente empañada por los últimos acuerdos en relación con la presencia militar norteamericana en nuestro territorio (factor de peso en la popularidad de las decisiones de inversión extranjera de los fondos de pensiones americanos). Las perspectivas contempladas anteriormente serían mucho menos optimistas fuera de la OTAN. Piénsese que los 300.000 millones de dólares más arriba mencionados pertenecen a los fondos de países de la OTAN.

2.ª La integración en la Comunidad Económica Europea, cuya trascendencia es obvia.

3.ª Nuestra situación económica, actual y prevista, con moderadas tasas de inflación y escaso riesgo de alteración del tipo de cambio de la peseta.

4.ª Las medidas liberalizadoras, ya realizadas y previstas, en materia de inversión extranjera y control de cambios.

5.ª La inminente reforma del mercado de valores, en línea con la tendencia de las efectuadas en los países más desarrollados.

6.ª La Olimpiada de 1992, año del quinto centenario del descubrimiento de América y de la entrada en vigor del Acta Unica Europea.

Todos los factores anteriormente mencionados, por separado y de manera conjunta, coadyuvan a que nuestro país ofrezca una mayor confianza en el ámbito financiero internacional. Valga como muestra el que ya se hayan constituido, fuera de España, fondos de inversión especialmente dedicados a la compra de acciones españolas; o que el peso que la Bolsa española venía teniendo en las carteras internacionales haya pasado del 1 al 3 por 100, como ya hemos señalado.

Teniendo en cuenta los factores anteriormente expuestos, hemos efectuado una previsión de la evolución futura del mercado de valores. Para ello, hemos huido de las medidas de tipo absoluto que, por su elevado rango de variación, dificultan su modelización e interpretación. Por ejemplo, las series temporales de contratación de las bolsas presentan una evolución moderada hasta principios de 1981, creciendo, a partir de ahí, de manera

explosiva. Esta ruptura de la tendencia requeriría modelos de gran complejidad y de capacidad explicativa limitada a intervalos predictivos muy reducidos. Por esta razón, hemos utilizado medidas de tipo relativo que, al estar definidas como cocientes, ofrecen un mayor grado de estabilidad.

En el análisis de las tendencias recientes de la dimensión del mercado de valores se ha utilizado como período de referencia el comprendido entre 1970 y 1986. Para este período, se han calculado diversas medidas de tipo relativo para caracterizar su evolución. Los *ratios* más utilizados han sido los que se refieren a las proporciones que supone, respecto al PIB, el mercado de valores, en sentido amplio, y el volumen de contratación de las bolsas, que podemos considerar como el mercado de valores en sentido restringido.

Las predicciones para el período 1987-1995 parten de determinar las tendencias para el período anterior, una vez que el carácter atípico de las observaciones de 1985 y 1986 se ha tomado en consideración. Además, y esto es un aspecto fundamental, las predicciones suponen que la nueva legislación no modificará, sustancialmente, ni la estructura ni la dinámica del mercado de valores.

La contratación efectiva total de las bolsas españolas, respecto al mercado de valores en sentido amplio (*stocks* totales de títulos del mercado monetario, renta variable y fija) supuso, en el período 1970-1984, una media del 5 por 100; en 1986 alcanzó el 15,5 por 100; la estimación para el año 1995 es que se situará en torno al 25 por 100. Este porcentaje supone que la contratación total de

las bolsas pasará de los 4,5 billones de pesetas de 1987 a los 10 billones en pesetas constantes en 1995.

Sobre la base de las previsiones anteriores, estimamos que el número de sociedades de valores que podrán coexistir en un mercado poco sofisticado, con comisiones medias del 0,5 por 100, en 1995, en condiciones aceptables de rentabilidad, se situará en un máximo de 32 sociedades.

## **ANÁLISIS DEL PROYECTO DE LEY**

### **1. La regulación administrativa**

La nueva regulación supone una importante intervención en el funcionamiento del mercado de valores y un cambio radical del sistema vigente. En principio, mediante el proyecto de ley parece que se pretende instrumentar un cambio en los procedimientos de formación de los precios, sustituyendo los actuales por sistemas electrónicos de contratación de forma continua. Ello, aunque dotaría de más flexibilidad a la contratación y, en teoría, contribuiría a mejorar la transparencia del mercado y el número de transacciones, supondría un aumento de las inversiones de los intermediarios y, por tanto, del coste de esta función, así como hacer más complejos y costosos los procedimientos de control.

Aunque la creación de las sociedades de valores puede contribuir a aumentar la concurrencia del mercado, a través de sus actuaciones por cuenta propia, dicho efecto se verá limitado por las cifras de capital mínimo exigidas para su constitución, que,

inicialmente, no serán suficientemente elevadas para provocar cambios sustanciales. Otro tanto puede decirse de la contribución de los intermediarios a la estabilización de las cotizaciones y a mantener o mejorar el clima de confianza en el mercado, por similares razones.

El proyecto de ley contempla la creación de una fianza colectiva que servirá de garantía del cumplimiento de las obligaciones de los intermediarios frente a sus clientes. Dicha medida favorece el mantenimiento de la confianza en el mercado, pero en los momentos iniciales de su creación no será suficiente para constituir una garantía efectiva. No se contemplan en el proyecto de ley las aportaciones del Estado ni tampoco la posibilidad de que éste sea el garante último ante posibles insuficiencias de la fianza colectiva.

El tratamiento fiscal de las operaciones bursátiles apenas ofrece aspectos de mejora o de incidencia positiva en el desarrollo de los mercados, con la salvedad de la supresión del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados para la transmisión de valores, cuya incidencia es pequeña. En el análisis de la tributación específica de los valores mobiliarios, la primera cuestión que llama poderosamente la atención es que, en la actualidad, se mantengan vigentes, diez años más tarde, la mayor parte de los problemas y cuestiones planteados por el informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, creada en 1978.

Ciertamente, los procesos legislativos han modificado sustancialmente los impuestos, sin embargo no han resuelto de una manera satisfactoria los proble-

mas básicos de índole fiscal soportados por los valores mobiliarios. Aspectos como la doble imposición de los dividendos, o el deficiente tratamiento de los incrementos patrimoniales, la compensación de la inflación, o las ganancias y pérdidas de capital siguen manteniendo una aplicación difícilmente homologable a la practicada en los restantes países europeos.

El aspecto fiscal tiene una particular repercusión negativa sobre el número de las empresas que cotizan en las bolsas españolas. Se ha llegado a afirmar que, prácticamente, están fuera de la Bolsa dos tercios de las empresas españolas más grandes y, además, entre ellas están las más solventes y rentables. Esto, aparte de sus implicaciones sobre la competencia del mercado de valores, sobre su estrechez, tiene gravísimas consecuencias sobre las posibilidades de desarrollo de la economía en su conjunto, pues está limitando las posibilidades de financiación y, por tanto, de crecimiento de nuestras empresas más dinámicas.

La reciente supresión, en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1988, de la desgravación fiscal a la suscripción de acciones es una medida muy negativa para la evolución del mercado y está contribuyendo, en no pequeña medida, a su actual situación deprimida. Debe recordarse que la existencia de la desgravación fiscal ha contribuido a atraer en los últimos años un importante contingente de inversores individuales al mercado y a su pasado crecimiento. Por otro lado, el mantenimiento de la desgravación fiscal para la inversión en vivienda es discriminatorio para la inversión en valores, contribuyendo negativamente al acceso popular a la Bolsa.

Se ha actuado, por tanto, en línea opuesta a otros países que, como el Reino Unido, han introducido los *personal equity plans*, de acuerdo con los que la adquisición de acciones permite conseguir una exención del pago de impuestos que alcanza tanto a la inversión como a las ganancias de capital. La creación de un instrumento similar en España, reemplazando la simple desgravación fiscal, podría facilitar la ampliación del mercado por el lado de la demanda, a la vez que se traduciría en una potenciación del ahorro y su canalización hacia la inversión.

En comparación con instituciones similares de países más desarrollados, se observa que la Comisión Nacional del Mercado de Valores —en adelante COMERVAL— tiene una excesiva dependencia administrativa del Ministerio de Economía y Hacienda y una configuración burocrática, lo que va a perjudicar su funcionamiento como órgano especializado en la supervisión del mercado de valores.

Otra nota diferenciadora de COMERVAL es el conjunto abigarrado de competencias que tiene atribuidas, que sobrepasan sobradamente las concedidas a instituciones similares de otros países. Es especialmente destacable, dentro de ese mayor intervencionismo que caracteriza a COMERVAL, frente a la COB francesa, la SEC norteamericana o el SIB británico, que aquélla asuma competencias propias de las organizaciones profesionales e instituciones gestoras del mercado, tales como las admisiones a cotización, la gestión de la fianza colectiva y su regulación, entre otras. Otro tanto puede decirse de la intervención del Ministerio de Economía y Hacienda, que tiene atribuidas competen-

cias, como la de autorizar a operar a los miembros del mercado, que, en otros países, son propias de las instituciones y organizaciones profesionales gestoras del mismo.

Debe resaltarse el carácter exclusivo de la función inspectora y supervisora otorgada a COMERVAL, sin conceder ningún papel de control a las entidades gestoras del mercado, lo que haría poco efectivo su trabajo, además de que el proyecto de ley no le ha dotado de poderes coercitivos adecuados para cumplir su misión.

La regulación de los intermediarios es el aspecto más destacado de la reforma y el que supone un cambio más radical sobre la situación presente. Consiste en declarar a extinguir a los actuales agentes de cambio y Bolsa, permitiéndoles su conversión en sociedades y agencias de valores, que son las nuevas figuras de intermediación que crea el proyecto de ley. Otro cambio trascendente es declarar libres las remuneraciones de estos intermediarios.

Sin embargo, el proyecto de ley no regula, dejándolo para su posterior desarrollo reglamentario, el funcionamiento del mercado, por lo que el negocio de la intermediación, en su configuración futura, queda indefinido. Ello plantea grandes incertidumbres sobre la viabilidad de la reforma y la consecución de los objetivos que el gobierno se propone. Entre los aspectos que no quedan claros en el proyecto de ley, destacamos la viabilidad de las agencias de valores y su diferenciación legal de las sociedades de valores, el porvenir de los agentes de cambio y Bolsa en el nuevo sistema de funcionamiento del mercado, y si las futuras estruc-

turaciones de la función de intermediación son beneficiosas para el desarrollo del mercado y el interés público.

Las agencias de valores serán una especie de hermano menor minusválido de las sociedades de valores, por lo que cabría preguntarse qué sentido tiene su creación; pues, dadas sus limitaciones legales, que coartan seriamente su capacidad competitiva, nadie tendrá interés en constituir una sociedad de este tipo. La única posible razón para su constitución puede radicar en los requisitos de capital mínimo, pendientes de establecer para las sociedades y agencias de valores; en el caso de que fueran muy elevados los exigidos para las sociedades de valores y sustancialmente menores los de las agencias, en correspondencia con su menor nivel de riesgo, podría haber algún fundamento para la existencia legal de estos dos tipos de intermediarios.

Las disposiciones del proyecto de ley, unidas a las declaraciones de las autoridades económicas, apuntan hacia el establecimiento de procedimientos de contratación y de formación de precios basados en el sistema de *market-makers*; es decir, procedimientos de contratación electrónica de tipo continuo operados por mayoristas que actúan tanto por cuenta propia como por cuenta ajena. Estos sistemas, dentro de las condiciones del mercado español de valores, y en el marco de la regulación propuesta, favorecen la aparición de los siguientes problemas:

— Concentración de los intermediarios con tendencia a la oligopolización del mercado.

— Bancarización de la intermediación.

— Dominio extranjero de una parte sustancial del mercado, estimada en un 50 por 100 de éste.

— Aumento del riesgo de insolvencia de los intermediarios, que puede afectar gravemente a la confianza del público en el mercado.

— Aumento de los conflictos de intereses, que afectarían tanto a las posibilidades de control y supervisión por parte de los órganos del Estado encargados de ella como a la eficiencia del mercado y al cumplimiento de las reglas que rigen un adecuado comportamiento de los participantes en el mismo. Esta cuestión afectará gravemente a la credibilidad de las medidas de protección al inversor y a la defensa del interés público.

La organización y funciones de las bolsas son materias que el proyecto de ley ha dejado prácticamente sin regular, con la salvedad de declarar extintas las actuales organizaciones y derogar, o prohibir, sus funciones. Las que les quedarían a las bolsas de valores —muy restringidas respecto a las que actualmente tienen— se regularán posteriormente por vía reglamentaria.

Este enfoque restrictivo de la autonomía operativa de las bolsas de valores, es opuesto a la práctica seguida en los países europeos que han reformado recientemente sus mercados de valores y plantea serias dudas sobre la eficiencia y viabilidad de la reforma española. Existen dificultades de orden técnico y de experiencia práctica para que una parte sustancial de las funciones que venían desempeñando las bolsas de valores hasta ahora pasen a ser desempeñadas, de forma exclusiva y sin ser compartidas, por organismos públicos como COMERVAL o el Mi-

nisterio de Economía y Hacienda. Otro tanto puede afirmarse de la previsión del proyecto de ley de desarrollar las normas de funcionamiento del mercado por parte de COMERVAL, sin contar siquiera con la colaboración de las bolsas de valores y sus juntas sindicales.

Parece positiva la creación tanto del Sistema de Interconexión Bursátil como del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores, aunque el excesivo intervencionismo administrativo y político en la designación de sus órganos directivos, en su regulación y en su gestión plantea serias dudas sobre su eficiencia y buen funcionamiento futuro. A esta visión pesimista contribuye el muy reducido papel que se otorga a los miembros que componen esas instituciones, que son quienes aportan el capital y los recursos para su mantenimiento.

## 2. Protección del inversor

El objetivo de protección del inversor ha sido de una importancia similar al de la potenciación del mercado, en países como los Estados Unidos, Gran Bretaña o Francia. En el proyecto de ley, aunque se aumenta sensiblemente sobre la situación actual, para garantizar la protección del inversor, éstas adolecen de falta de efectividad. Sus principales carencias son:

— Inexperiencia y alejamiento del mercado por parte de COMERVAL, unida a su carácter de órgano superior exclusivo.

— Ausencia de obligaciones y facultades supervisoras en las sociedades rectoras de las bolsas, las sociedades gestoras del Sistema de Interconexión Bursátil y del Servicio de Compensación y

Liquidación de Valores, así como en las asociaciones profesionales que puedan crearse de sociedades y agencias de valores.

— Escaso poder coercitivo de las medidas sancionadoras.

— Carencia de procedimientos de actuación, ante reclamaciones de inversores, que ofrezcan una acción directa de los órganos públicos ante pérdidas económicas sufridas por aquéllos a causa de actuaciones incorrectas de los miembros del mercado.

En lo que se refiere al cuadro de sanciones previsto, el proyecto de ley abusa del recurso a remitir a otras disposiciones para determinar elementos normativos, lo que origina graves problemas de coordinación de normas y, por tanto, de inseguridad jurídica, lo que debe evitarse mediante tipificaciones dotadas de mayor autonomía definitoria.

Parece recomendable la criminalización de algunas conductas afectantes de los intereses que el proyecto procura amparar. Tal es el caso de la comunicación y difusión, en el ámbito de actividad de los mercados de valores, de datos falsos concernientes a la situación real de una entidad o empresa en su aspecto patrimonial o a la situación real de las personas físicas que integran sus órganos sociales y de gestión, siempre que se hiciera con propósito de alterar el precio de las acciones en el mercado, aunque tal resultado no se produjera y tan sólo se ocasionara un peligro concreto de que el mismo acaeciese.

Estos nuevos delitos pueden definirse bien mediante su incorporación al Código Penal, bien a través de una ley especial. Pero, de todos modos, esta última o la

de reforma del Código Penal han de tener carácter de orgánicas, en consideración a lo manifestado, respecto a la legislación punitiva, por el Tribunal Constitucional.

### 3. Marco jurídico

El proyecto de ley del mercado de valores supone una modificación sustancial del régimen jurídico ahora vigente, con un pretendido carácter liberalizador que no se deduce del contenido del mismo. Muy al contrario, el grado de intervención administrativa aumentará notablemente. Si a esto se suma la magnitud del cambio jurídico, es de esperar un impacto negativo de la futura ley, tanto por el alto grado de intervención en los mercados como por la incertidumbre que va a significar en los primeros años. Ambos efectos previsibles se refuerzan por el abuso con que el proyecto utiliza las autorizaciones reglamentarias. Ello abre una vía de creciente regulación, al tiempo que la discontinuidad y sorpresa del ejercicio de la potestad reglamentaria reforzará aún más las condiciones de incertidumbre con que funcionan los mercados de títulos.

El proyecto ha tratado de justificarse, en su oportunidad, contenido, e incluso necesidad, como una obligación jurídica derivada de la integración en la CEE. Sin embargo, un análisis de los tratados de constitución y adhesión de España a la CEE da una respuesta negativa respecto a tal obligación jurídica. Igual conclusión se obtiene del examen del derecho comunitario derivado y de la ratificación por España del Acta Unica.

La organización administrativa

del mercado de valores es de una extraordinaria complejidad. Por una parte, el proyecto no resuelve —ni siquiera aborda— el problema de la comunidades autónomas con competencias exclusivamente en materia de Bolsa. Por otra, la organización administrativa de carácter estatal peca de una gran confusión, con un protagonismo excesivo del Ministerio de Economía y Hacienda. COMERVAL adolece de graves defectos en su configuración y funciones. Más bien se configura como una *longa manu* del Ministerio de Economía y Hacienda, y no se acierta a entender su configuración como una sociedad estatal, particularmente tratándose de un organismo con rasgos netamente administrativos, e incluso con funciones normativas.

La admisión en el mercado secundario se acordará por COMERVAL a propuesta, en el mercado bursátil, de las entidades rectoras de las bolsas de valores y, en los restantes mercados secundarios oficiales, de los respectivos organismos rectores. En cuanto a los requisitos a satisfacer por las entidades que soliciten la cotización de los valores, el proyecto se remite a las disposiciones reglamentarias futuras. Este extremo parece criticable, más aún cuando esta materia no es de libre normación por el futuro reglamento, sino que deberá respetarse la regulación de la Comunidad Económica Europea. Se ha perdido en el proyecto, salvo que otra cosa resulte de la tramitación parlamentaria, la ocasión de someter a un rango normativo suficiente las condiciones para la admisión de valores en el mercado secundario.

En materia de suspensión y exclusión de los mercados, se otorga a COMERVAL, por propia iniciativa o a propuesta de las en-

tidades rectoras de las bolsas de valores o de los correspondientes organismos rectores, la competencia sobre el particular. Parece criticable la equiparación que se realiza, a efectos de órgano competente, entre la exclusión y la suspensión. Parece lógico que la exclusión corresponda a COMERVAL; sin embargo, la suspensión debería corresponder a la entidad rectora del mercado, y ello porque la apreciación de las circunstancias especiales que alteren el funcionamiento ordenado del mercado supone una proximidad más propia de la entidad rectora que de la COMERVAL.

En cuanto a los órganos del mercado bursátil, nos encontramos con uno de los puntos más criticables del proyecto; no parece que la sociedad anónima sea el instrumento adecuado para estructurar la entidad rectora del mercado. La sociedad anónima es una herramienta adecuada para obtener beneficios en el mercado, pero no para articular un órgano de participación obligatoria y con competencias rectoras. Lo mismo es predicable de la sociedad anónima que ostentará el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Las ofertas públicas de adquisición y venta de valores apenas son objeto de regulación en el proyecto, sino que, una vez más, se remite su normativa a las futuras disposiciones reglamentarias.

## CONCLUSIONES

La ejecución en la práctica de la reforma, tal como está formulada en el proyecto de ley, no parece viable sin incurrir en graves riesgos de perturbar el actual funcionamiento del mercado sin

beneficio alguno, e incluso con daños al mismo y a sus miembros. Ello por dos razones: primera, porque el calendario es excesivamente precipitado y, segunda, porque el programa de la reforma está trastocado, pecando de imprudente, al adoptar, al principio, las decisiones más graves e irreversibles (liberalización del sistema de intermediación) sin tener a punto los instrumentos y el diseño del funcionamiento del mercado y sin haber probado, de forma gradual, unas medidas previas de preparación del mercado a la nueva situación.

La existencia de una estructura de funcionamiento consolidada, que va a verse alterada significativamente, hace recomendable la gradualidad en la aplicación de la reforma. La puerta abierta a los agentes para constituir sociedades o agencias de valores, con los requisitos financieros que ello comporta, exige una adaptación técnica y financiera que requiere algún tiempo para que pueda ser acometida. La falta de flexibilidad puede acarrear una disfuncionalidad futura, al situar en mejores condiciones de partida tanto a las empresas extranjeras como a los propios intermediarios financieros bancarios españoles respecto a los actuales agentes operantes en el mercado.

Sirvan, como recapitulación de lo hasta aquí expuesto, las siguientes conclusiones:

1. El tamaño relativo de las bolsas españolas, en comparación con las principales del mundo, es insignificante, por lo que la importación, sin más, de las reformas de éstas es, en muchos aspectos, totalmente inadecuada.

2. El desarrollo del mercado requiere medidas fiscales, especialmente por el lado de la oferta.

Parece imprescindible fomentar el acceso de nuevas sociedades a la Bolsa mediante reducciones o exenciones fiscales. El proyecto de ley carece de tales medidas.

3. Se considera discriminatorio el tratamiento fiscal del mercado de valores por el lado de la demanda. Se recomienda el restablecimiento de las desgravaciones fiscales a la suscripción de acciones y títulos de renta fija, en igualdad de condiciones que la inversión en vivienda.

4. Se debe realizar la reforma de manera más gradual en el tiempo. Se recomienda no autorizar la creación de ninguna sociedad de valores nueva hasta 1992, y permitir únicamente a los agentes de cambio y Bolsa la constitución de sociedades de valores hasta esa fecha.

5. Dentro de la gradualidad propuesta anteriormente, se debe permitir, hasta 1992, las operaciones por cuenta propia, en cuantía restringida, limitándolas a las necesidades de contrapartida que el mercado ofrezca y a los niveles de recursos propios que tengan las sociedades de valores.

6. No parece conveniente mantener las dos figuras legales de sociedades y agencias de valores. Deberá crearse sólo la figura de sociedades de valores y permitir que el propio mercado y los profesionales opten por la actuación por cuenta propia o por cuenta ajena, o por ambas. Legalmente, se podrían exigir unos mayores recursos propios a las sociedades de valores que actúen, además de por cuenta ajena, por cuenta propia.

7. Es necesario comprometer a los agentes de cambio y Bolsa y a las juntas sindicales de las bolsas de valores en la regulación

del funcionamiento del mercado y de las nuevas instituciones que se creen: sociedades rectoras de las bolsas, Sistema de Interconexión Bursátil y de Compensación y Liquidación de Valores.

8. Debería otorgárseles algún tipo de responsabilidades y competencias a las instituciones citadas en la conclusión anterior en materia de autorización de nuevas sociedades de valores y admisión de nuevas emisiones a negociación en las bolsas o en el Sistema de Interconexión Bursátil. Una medida adecuada sería crear un Consejo de las Bolsas de Valores, con representación de todas las entidades antes mencionadas, que asumiera esas competencias.

9. COMERVAL se configura de forma estrictamente gubernamental, nombrándose sus siete miembros directamente por el gobierno. Se recomienda que, para preservar la imprescindible independencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sus miembros sean elegidos por el Parlamento entre personas de reconocida competencia en materia de mercado de valores.

10. Las competencias fijadas a COMERVAL son exhaustivas, por lo que sería más adecuado, para su eficaz funcionamiento, que se convirtiera en un órgano superior y de control del mercado, con menos competencias reguladoras, que deben ser asumidas por el Ministerio de Economía y Hacienda. También se deben dejar las competencias de regulación interna del mercado a las entidades gestoras del mismo.

11. La implantación de la reforma se pretende aplicar en un corto período de tiempo, sin rodaje previo. Supone modificaciones de carácter casi irreversible,

antes de poner en ejecución, y a prueba, la nueva regulación de funcionamiento del mercado. Por ello, parece necesario fraccionar la reforma en etapas independientes, con prioridades diferentes en el tiempo a las contempladas en el proyecto de ley. Se recomienda implantar el Sistema de Interconexión Bursátil y el Sistema de Compensación y Liquidación de Valores antes de liberalizar el sistema de intermediación. Así podrán ensayarse previamente las nuevas reglas de funcionamiento del mercado y comenzar a operar COMERVAL con menores problemas.

12. El sistema de protección al inversor es muy insuficiente y poco efectivo. Entre las medidas para reforzarlo destacaremos las siguientes:

— Concesión de facultades disciplinarias a las entidades gestoras del mercado.

— Establecimiento de procedimientos de oficio para atender las reclamaciones de los inversores y poder satisfacer, sin coste para ellos, las pérdidas en que hayan podido incurrir como consecuencia de comportamientos incorrectos de miembros del mercado o de participantes en el mismo.

13. En la definición de las infracciones, el proyecto de ley abusa del empleo de la técnica de remisión o reenvío a otras disposiciones para la determinación de muchos de los elementos normativos que han de nutrir dichas definiciones. Con ello genera problemas de integración de normas, así como una considerable inseguridad jurídica, tanto por lo anterior como por la remisión a conceptos elaborados desde diferente óptica a la que preside la tipificación de las infracciones.

14. Los apartados *i)*, *j)* y *s)* del artículo 99 del proyecto de ley estiman como infracciones conductas que, por sí, son ya constitutivas de delito en todas o en algunas de las hipótesis que contemplan. En tales supuestos, deben ser suprimidas en evitación de redundancias que, a la postre, hayan de corregirse por aplicación del principio *ne bis in idem*.

15. Debe considerarse seriamente la posibilidad de criminalizar (incorporar a las leyes penales como delito) todas o parte de las conductas a que se refiere el apartado *o)* del artículo 99 del proyecto de ley. De optarse por la vía criminalizadora, dicho apartado debiera suprimirse, o corregirse en la parte afectada por la tipificación penal.

16. La referencia del apartado *e)* del artículo 67 del proyecto de ley a que los miembros de los consejos de administración, a que dicha norma alude, no estén procesados, debe eliminarse por contraria a la presunción de inocencia (artículo 24 de la Constitución) y desconocedora de la significación auténtica de la situación de procesado, que ni en términos jurídico-constitucionales ni en términos reales supone ningún tipo de incapacitación legal.

17. La mención de los delitos contra la propiedad del apartado *e)* del artículo 67 del proyecto de ley es inconveniente, tanto por abarcar, en ocasiones, demasiado (por ejemplo, ciertos delitos imprudentes) como por dejar fuera de su alcance, en otras ocasiones, delitos que allí encontrarían correcto acomodo (por ejemplo, malversación de caudales públicos o ciertos delitos contra la hacienda pública).

18. La sanción de amonesta-

ción pública, con publicación en el *BOE*, prevista en el apartado a) del artículo 102 del proyecto de ley para las infracciones muy graves, se muestra excesivamente desproporcionada (en cuanto leve) respecto a la gravedad de tales infracciones.

19. El círculo de los sujetos a quienes pueden imponerse las sanciones adicionales previstas en los artículos 105 y 106 del proyecto de ley es excesivamente restrictivo, y debe ampliarse (como aparece en los artículos 12 y 13 del proyecto de ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito) a otros administradores y directivos, ahora exentos de estas sanciones adicionales.

20. A semejanza de la regulación efectuada en Estados Unidos y países de la CEE, creemos recomendable la adopción del tratamiento dado al *insider trading*, habida cuenta de que el uso de la información privilegiada es un grave factor de distorsión del funcionamiento del mercado de valores en cuanto a la libre formación de precios y a la transparencia que debe presidir aquél, por lo que este comportamiento se muestra idóneo para generar un peligro potencial de afección del bien jurídico, y es merecedor, por tanto, de elevarse a la categoría de delito autónomo. Con ello se estaría, además, dando muestras de una imaginación legislativa que iría por delante de las concretas necesidades que en un futuro demandará la protección de aquel interés.

21. El proyecto opta, de manera preocupante, por la remisión a los reglamentos, sin regular materias que, por su trascendencia, deberían ser objeto de normalización legislativa.

22. No existe obligación ju-

rídica alguna, derivada de la adhesión a la CEE, por la que las autoridades españolas deban propugnar una norma jurídica del alcance y contenido que tiene este proyecto de ley.

23. La elección de la sociedad anónima como forma de articular las entidades rectoras de las bolsas parece totalmente criticable, en cuanto utiliza un instrumento inadecuado, dadas las funciones de estas entidades.

## NOTAS

(1) «Estudio sobre el mercado de valores», dirigido por José B. Terceiro. Grupo de trabajo formado por: Antonio García Ferrer, Juan del Hoyo, Juan Iranzo, Aurelio Martínez Estévez, Antonio Mas, Horacio Oliva, Pablo Pérez Jiménez, Leonardo Rosales, Daniel Villalba y Ana Yabar. Estudios y Aplicaciones en Informática y Economía, S. A. (ESINEC), marzo 1988.

(2) Francia, «Loi, n.º 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs», *Journal Officiel de la République Française*, 23 de enero de 1988.

(3) Paul Stonham, *Global Stock Market Reforms*, Aldershot, Gower, 1987, págs. 1 a 17.

(4) «Specialists: Special at Exactly What?», *FORTUNE*, 1 de febrero de 1988, págs. 24 y 25.

(5) George H. Webb, *The Bigger Bang. Growth of a Financial Revolution*, Waterlow Publishers, Londres, 1987, pág. 24.

(6) Mark Tapley, «International Portfolio Management», *Euromoney*, Londres, 1987, página 22.