

# REFORMA Y TRANSFORMACION DEL MERCADO DE VALORES

Los mercados de valores españoles están sujetos a un amplio proceso de transformación. Un hito importante en dicho proceso ha sido la promulgación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y la profunda reforma a la que ha sido sometido el mercado bursátil de un año a esta parte. En este artículo, **José M. García Hermoso** y **Sebastián Ubiria Zubizarreta** llevan a cabo un conjunto de reflexiones sobre esta transformación y sobre la puesta en práctica de la reforma. En la primera sección, pasan revista a las principales causas de las importantes reformas registradas en los mercados de valores europeos y a los denominadores comunes que pueden observarse en ellas; una breve descripción de las especificidades del caso español concluye el apartado. A continuación, examinan las principales reformas introducidas por la Ley del Mercado de Valores, analizan cuáles han sido los avances, en estos últimos meses, en la puesta en práctica de la Ley y presentan las principales tareas que deberán abordarse en el próximo futuro. Una breve sección de perspectivas a más largo plazo cierra el trabajo (\*).

## I. ANTECEDENTES DE LA REFORMA

### 1. Escenario internacional

**E**L mercado de valores proporciona una vía para canalizar el ahorro privado hacia inversiones a largo plazo en los sectores productivos de la economía. Estos sectores obtienen capital en los mercados primarios. Para que puedan obtenerlo en las mejores condiciones posibles, se hace necesaria la existencia de los mercados secundarios, en los que los inversores pueden comprar o vender libremente sus activos. Sin la existencia del mercado secundario, el acceso a la financiación por parte de las empresas se produ-

ciría en condiciones más onerosas, pues ello implicaría compromisos a largo plazo de los inversores con sus inversiones. La combinación de los mercados primario y secundario es un mecanismo de transformación de ahorro a corto plazo en financiación a largo plazo. No es, por descontado, el único mecanismo del sistema económico que cubre esta función; el sistema bancario, que transforma depósitos a corto en créditos a largo, tiene funciones similares.

Durante mucho tiempo, los mercados de valores han cumplido sus funciones sin conocer cambios profundos en su organización. En países distintos, las organizaciones han respondido a criterios básicos distintos (por ejemplo, según la prioridad for-

mal asignada a los volúmenes de financiación captada *versus* la preocupación por la seguridad jurídica) y han reflejado multitud de peculiaridades idiosincrásicas, como el papel y preponderancia de la banca en el sector. Sin embargo, los denominadores comunes han sido mucho más relevantes que los rasgos diferenciales. En primer lugar, los mercados de valores, particularmente los bursátiles, han funcionado en régimen de monopolio efectivo por parte de sus miembros. En segundo lugar, han sido mercados fuertemente regulados. En tercer lugar, no han estado sometidos a competencia fuerte por parte de organizaciones similares. Esta tercera característica está, probablemente, en el origen de las otras dos. En cualquier caso, nuevas necesidades de mercados más líquidos e inmediatos, junto con el endurecimiento de la competencia por los mayores requerimientos de los demandantes y oferentes de fondos, han puesto de manifiesto que la organización tradicional de los mercados de valores, particularmente en los países europeos, resultaba inadecuada para el mejor cumplimiento de las funciones de éstos en el actual contexto económico e institucional.

El reforzamiento del marco competitivo en el que se mueven los mercados financieros no ha sido sólo resultado de transformaciones institucionales endógenas. Bien es cierto que, en Europa, la política comunitaria es un factor importante en el proceso de liquidación de las situaciones de monopolio en los mercados de valores. Pero las presiones competitivas se hacen sentir a escala mundial, tanto en los Estados Unidos y Japón como, fundamentalmente, en los mercados europeos. Ello se debe a

multitud de causas. Entre ellas, conviene destacar algunas de índole financiera, que tienen su origen en la historia reciente, y otras de índole tecnológica, que tienen su origen en los desarrollos de la tecnología de la información.

Las turbulencias de la economía internacional en la década de los setenta se enmarcan en el contexto del abandono del sistema de cambios fijos de Bretton Woods. Las crisis del petróleo provocaron tensiones inflacionistas en la mayoría de los países y amplias fluctuaciones en los tipos de cambio. En este contexto de marcada incertidumbre, muchos inversores iniciaron movimientos de diversificación geográfica de sus carteras como medio de limitar el riesgo inherente a éstas. El aumento de las facilidades de movimiento de capital por medios electrónicos ha reforzado esta tendencia.

Las crisis de los setenta provocaron la aparición de voluminosos déficit públicos en la mayoría de los países desarrollados. Varios de ellos conocieron también desequilibrios importantes en su balanza por cuenta corriente. Todo ello presionó al alza sobre los tipos de interés, y motivó la necesidad de un reciclaje internacional de fondos de gran magnitud, con las consiguientes secuelas de inestabilidad sobre los mercados financieros.

Los altos tipos de interés contribuyeron a aumentar el volumen de fallidos para la banca, colocándola, en muchos casos, en posición comprometida. El caso más notorio sería el de la deuda latinoamericana. Como consecuencia de esta situación, muchos clientes tradicionales de la banca podían acceder a financiarse en mejores condiciones que la propia banca, lo que ori-

ginó un fenómeno de desintermediación de vastas proporciones. En él se vieron reforzadas las actividades de intermediarios especializados no bancarios o de aquellos intermediarios bancarios que no sustentaban su actividad sobre el régimen general de servicios minoristas y de relaciones de clientela. Para hacer frente a esta situación y a la disminución de los márgenes en su actividad tradicional, la banca respondió diversificando su actividad en otras áreas financieras, en las que podía esperar la obtención de mayores beneficios. Por estas razones, y por el endurecimiento en muchos países de las condiciones de presentación de balances (que suponían la exigencia de inclusión como pérdidas de los fallidos mencionados en la cuenta de resultados), la banca encontró atractivo ofrecer a sus clientes financiación basada en emisión de activos, puesto que ello permite mayor flexibilidad, al no presuponer la inmovilización a largo plazo de los fondos. Ello ha llevado a una participación mucho más activa de la banca en los mercados financieros, concretándose, en los países en los que no existe separación funcional, bien en la participación directa o bien en la adquisición de sociedades financieras especializadas.

Un rasgo característico de la evolución de los mercados de valores en la mayoría de los países desarrollados ha sido el gran peso que han adquirido los inversores institucionales y colectivos, en detrimento de los individuales. Así, por ejemplo, en el Reino Unido, estos últimos han pasado de ostentar el 50 por 100 de los valores domésticos, a finales de los sesenta, a ostentar algo menos del 20 por 100 en la actualidad. Este fenómeno, que todavía no tiene paralelo en nues-

tro país, refleja, por una parte, la importancia que ha adquirido la colocación del ahorro en instituciones de inversión colectiva. Ello puede ser debido a una percepción de riesgos crecientes en los mercados de valores por parte de los inversores individuales, pero también, en determinados países, es consecuencia del auge de los fondos de pensiones y de la penalización fiscal relativa a la que puede estar sujeta la inversión individual. Por otra parte, también refleja un considerable incremento de la cultura financiera y el impacto del crecimiento de la actividad aseguradora. En cualquier caso, y por los volúmenes que son capaces de manejar, la preponderancia de los inversores institucionales y colectivos ha planteado nuevas exigencias sobre la liquidez y el grado de inmediatez de los mercados de valores, exigencias que han sido importantes a la hora de plantear la necesidad de su reforma institucional.

Resulta difícil exagerar la incidencia que han tenido los desarrollos en la tecnología de la información sobre la transformación de los mercados financieros. Hoy en día, enormes volúmenes de información están disponibles, simultáneamente, en las principales plazas financieras. El capital puede moverse casi simultáneamente por medios electrónicos de un extremo a otro del mundo. Las técnicas de análisis de la información y de gestión de cartera son cada vez más sofisticadas. No es arriesgado suponer que estos desarrollos han sido un elemento de presión importante para la progresiva abolición de las barreras legales para la libre movilidad de capitales. En Europa está ya muy próxima esta situación de libertad total, lo que reforzará, hasta extremos desco-

nocidos en el pasado, la competencia entre mercados de valores con distinta ubicación geográfica. Esta nueva situación competitiva es uno de los mayores factores de cambio que ha impulsado la reforma institucional de los mercados de valores.

Como consecuencia, entre otros motivos, de las tendencias mencionadas, de los vastos movimientos privatizadores acaecidos en varios países europeos, como Inglaterra, España y Francia, y de la aparición de instrumentos financieros como los *junk-bonds* en USA (como alternativa de alta rentabilidad), el volumen de transacciones en los principales mercados financieros ha crecido de forma espectacular. En Londres, por ejemplo, el volumen negociado de acciones ordinarias, ajustado por inflación, se ha multiplicado por un factor de más de 20 en las dos últimas décadas. También este fenómeno ha planteado nuevas exigencias técnicas y de eficiencia a la organización institucional de los mercados de valores.

## 2. Evolución del marco institucional

Durante la última década, los principales mercados de valores europeos han experimentado, o han comenzado a plantearse, cambios profundos en su organización institucional. Por lo general, estos cambios han sido impulsados desde instancias políticas supervisoras, casi siempre han tenido que vencer una resistencia considerable por parte de los operadores tradicionales de los mercados, y han contado con el apoyo y colaboración de instituciones interesadas en poder entrar a formar parte, como miembros, de esos mercados. La mayor parte de estos cambios,

además, ha supuesto la adopción de estructuras y usos similares a los ya existentes en los mercados de valores norteamericanos, por la constatación de su mejor adaptación a las nuevas necesidades. Concretamente, los mercados de valores americanos tenían:

- Club de miembros menos cerrado que en el caso europeo.
- Normas de conducta comercial de miembros y emisores más exigentes.
- Supervisión del cumplimiento de las normas por organismos específicos independientes.

Los elementos comunes a las distintas reformas de las bolsas europeas pueden sintetizarse en los seis puntos siguientes:

- a) Liberalización del acceso a la condición de miembro del mercado.
- b) Liberalización de comisiones.
- c) Reducción de gravámenes fiscales sobre las transacciones.
- d) Cambios drásticos en los sistemas de negociación, con progresivo abandono de los *parquets* y adopción de sistemas asistidos por ordenador.
- e) Cambios profundos en los sistemas de compensación y liquidación.
- f) Aparición de organismos supervisores exclusivos.

Las reformas han tenido, por tanto, un componente desregulatorio y un componente de innovación tecnológica, encaminados ambos a conseguir mercados más eficientes con menores costes de funcionamiento.

Las reformas de las distintas bolsas han sido una reacción en cadena propagada por la tendencia de la negociación a trasla-

darse a aquellos mercados más eficientes, más líquidos y de menor coste. La tendencia se ha visto reforzada por los aspectos mencionados en el apartado anterior de liberalización de los flujos de capital, por el papel cada vez más importante de los inversores institucionales y por los avances tecnológicos en comunicaciones. Si hubiese que reducir las causas a una sola palabra, ésta sería competencia.

La Bolsa de Londres fue la primera en Europa en adoptar una reforma radical. El *Big Bang* de octubre de 1986 supuso el fin de los papeles tradicionales de los *brokers* y *jobbers*, abriendo el mercado a la competencia de diversas instituciones financieras. Se liberalizaron las comisiones y se introdujo el uso extensivo de métodos informáticos, modificando de modo sustantivo el modelo tradicional de mercado centralizado. También se redujeron en un 50 por 100 los gravámenes sobre transacciones. Todo ello se tradujo en un notable incremento de la competitividad del mercado de Londres, con una reducción de costes de transacción de hasta el 30 por 100 en transacciones grandes. El incremento de volumen en los meses inmediatamente posteriores al *Big Bang* fue del orden del 20 por 100. Sin embargo, los beneficios de los miembros del mercado disminuyeron como resultado de la disminución de márgenes y comisiones, del gran número de entradas en el mercado y de la sobrecapacidad acumulada, así como de la caída del volumen de negociación tras el desplome de octubre de 1987. Pero, en la medida en que parte del tráfico continental ha derivado hacia Londres, las firmas londinenses están arañando parte de los beneficios que, en otras circunstancias, hu-

biesen sido para sus colegas del Continente.

Como consecuencia del *Big Bang*, la Bolsa de París perdió una fracción muy significativa de la negociación de valores franceses en beneficio de Londres. La reacción de las autoridades francesas no se hizo esperar. En 1988 fueron creadas las *sociétés de bourse*, que son miembros del mercado con capacidad dual, en contraposición a los antiguos *agents de change*, que sólo podían actuar como intermediarios. En 1989 se culminó la implementación del mercado continuo informatizado, proceso que había comenzado en 1986. También en 1988 se liberalizaron las comisiones. París, sin embargo, sigue siendo un mercado de subasta, mientras que Londres ha optado por un modelo de creadores de mercado. Pero incluso esta diferencia se ha ido suavizando. Desde mediados de 1989, un grupo de *sociétés de bourse* está autorizado a negociar al margen del mercado de subasta, siempre y cuando cumpla determinados requerimientos de coordinación con aquél. Hay que hacer notar que, a lo largo de estos dos años, se ha producido una crisis y un proceso de depuración de las sociedades que iniciaron la reforma, que ha venido seguida por la presencia preponderante de la banca en el capital de muchas sociedades del mercado de valores.

Por lo que respecta a otros países, también en Holanda, Italia y Alemania existen procesos de reforma en diverso grado de concreción. En Amsterdam, se ha complementado el mercado tradicional con otro mercado diseñado para satisfacer las necesidades de los inversores institucionales. En Italia, hay una reforma en proceso de discusión.

En Alemania, las bolsas están estrechamente vinculadas al sistema bancario. Las únicas innovaciones que, de momento, han tenido lugar han sido tecnológicas, destacando en este aspecto, muy especialmente, el sistema de compensación y liquidación. Sin embargo, desde principios de año opera en Frankfurt un sistema dual en el que los bancos pueden operar fuera de las horas oficiales de negociación. Además, existen planes para transformar el actual mercado oficial de subasta según un modelo de creadores de mercado similar al de Londres. Los creadores de mercado serán, por descontado, los bancos.

### 3. Escenario nacional

A los economistas siempre les ha parecido paradójica la aparente falta de correlación entre economías con sistemas financieros sofisticados y economías con sectores productivos desarrollados y modernos. En el caso español no hay lugar para la paradoja. La economía española creció muy rápidamente durante los llamados años del desarrollo, pero lo hizo en condiciones poco competitivas, con fuerte protección frente al exterior y sin superar debilidades estructurales que acabaron manifestándose con particular agudeza durante la década de la crisis. En un entorno muy intervencionista, sectores importantes de la industria encontraban financiación, al margen de las condiciones de mercado, a través de los canales privilegiados de crédito, lo que, probablemente, originó asignaciones de recursos muy ineficientes. La situación de los mercados financieros se correspondía bien con el estado de cosas en la economía real.

Fuera del ámbito estrictamente bursátil, que era muy pequeño, los mercados de capitales eran prácticamente inexistentes. Los mercados de deuda pública, activos en otros países, no existían en España (de hecho, no había emisiones en condiciones de mercado). Los coeficientes de inversión obligatorios de las cajas de ahorros tenían un papel fundamental en la canalización del ahorro hacia determinados sectores de la industria. La banca, por otra parte, ejercía funciones muy tradicionales, obteniendo recursos fácilmente, y de manera barata, ante la ausencia de colocaciones alternativas para el ahorro.

Todo ello dibujaba un panorama en el que la figura de los intermediarios especializados era prácticamente inexistente, tanto por el poco atractivo que suponía la entrada en un sector con escasa proyección como por los problemas y restricciones legales existentes.

En lo que se refiere al mercado bursátil, en el momento de producirse la reforma del mercado de valores, la situación de las bolsas en España había cambiado muy poco con respecto a lo que había sido tradicionalmente su estructura y organización institucional. El sistema estaba basado en la figura central del agente de cambio y Bolsa, cuya función de intermediario quedaba relegada a un segundo término, para subrayar el papel de fedatario público, preocupado fundamentalmente por la seguridad del tráfico. Los agentes de cambio y Bolsa actuaban únicamente por cuenta de terceros, con comisiones fijas y con escasa preocupación por los volúmenes de financiación y ahorro canalizados. En realidad, es necesario aceptar que el sistema estaba basado en el aprovechamiento de una situa-

ción de monopolio, con la consiguiente baja calidad del servicio.

Las bolsas, por otra parte, y dado el carácter de sus miembros, respondían más a una concepción de colegio profesional que de organización competitiva de servicios. Además, durante mucho tiempo, las cuatro bolsas españolas se embarcaron en una «competencia a la baja», en el sentido de hacer cada vez más laxos los requerimientos para la admisión de valores a cotización, o la autorización de negociaciones peculiares, en un intento de capturar una mayor cuota de mercado. Además, era patente el escaso interés por el control interno y por la elaboración de información de calidad. Todo esto tuvo sus consecuencias en una baja calidad de mercado, con poca preocupación por la innovación y, en definitiva, una escasa profesionalización.

No es exagerado afirmar que durante todos estos años las bolsas eran, a pesar de todo, muy dependientes, en la recogida y canalización de órdenes, de la banca comercial. Los bancos han sido, por una parte, los principales inversores individuales por volumen en su papel de accionistas. Por otra, también han sido los principales promotores de la inversión colectiva. Y además eran los principales emisores. Los agentes, en su papel de fedatarios, ejercían sus actividades primordialmente para los bancos. Para la banca, llevar ahorro a las bolsas era hacerse competencia en la captación de recursos baratos de pasivo, y llevar empresas a la Bolsa era dar información y, probablemente, perder poder. Ello contribuye a explicar el reducido tamaño de los mercados bursátiles.

A finales de los años setenta, con el inicio de los procesos li-

beralizadores en la economía, y dada la insostenibilidad del estrecho marco en que se daban los movimientos financieros, entran en escena algunos elementos que apuntan, timidamente, a la creación de una nueva estructura de mercado.

La Administración empieza a considerar seriamente la situación de los mercados financieros, y una prueba de la importancia que se asigna a su transformación, para adaptarlos a una estructura competitiva, está en la constitución de la «Comisión para el Estudio del Mercado de Valores», en 1977, cuyo informe, elaborado en 1978, contiene en germen lo que había de ser la progresiva transformación de los mercados en la década posterior.

Los primeros pasos hacia este cambio se producen con la aparición de las primeras emisiones públicas en régimen de mercado (1978) y el principio del fin de los coeficientes de inversión obligatorios.

Las primeras emisiones en régimen de mercado se producen, inicialmente de forma tímida, con los certificados de regulación monetaria (CRM), el acceso a los cuales estaba reservado a los bancos. Esta introducción, aunque limitada, tiene una importancia fundamental, puesto que no sólo marca el inicio de un nuevo talante en la actuación del sector público, sino que apunta a la posibilidad de la entrada en escena, que se materializará más tarde con las primeras emisiones de deuda pública, de nuevos intermediarios financieros en un mercado secundario de títulos oficiales.

El acceso exclusivo de los bancos a la negociación de los CRM se amplía más tarde a otras entidades, como compañías de se-

guros, con lo que se inicia la rotura de compartimentos estancos, que había sido la nota predominante hasta entonces. La emisión, más tarde, de pagarés del Tesoro y las emisiones de deuda pública dan entrada definitivamente a un mercado al que se incorporan los bancos extranjeros, algunos *brokers* y, arrastrada por los acontecimientos y en un intento por no perder el protagonismo, la banca tradicional.

Como se mencionó antes, con los coeficientes obligatorios de inversión sectores importantes de la industria se financiaban sin consideración a lo que serían las condiciones de mercado y, en principio, en condiciones claramente privilegiadas con respecto a otros sectores. El fin de esta situación, aunque no se produjo de forma definitiva, sino gradual, a través del establecimiento de calendarios de reducción a partir de 1979-80, marca otro hito en la racionalización y puesta en marcha de un mercado de capitales en nuestro país. A partir de este momento, queda claro que las empresas que tenían acceso a canales privilegiados de financiación (fundamentalmente las eléctricas) tienen que acudir a otras fuentes de financiación en condiciones de competencia y a los precios que marque el mercado.

Es en esta situación en la que se producen las primeras emisiones de pagarés de empresa, y en la que algunas empresas españolas acuden a mercados exteriores.

La necesidad de las empresas de acudir a los mercados financieros, y la aparición de emisiones públicas antes mencionada, facilitan la aparición de tales mercados y de unos intermediarios especializados en ellos. Aparte de la importancia que el recurso a

mercados exteriores empezó a adquirir en estos años, en el ámbito estrictamente nacional comienzan a aparecer y dar sus primeros pasos una serie de instituciones que, aunque de poca importancia consideradas individualmente, empiezan a configurar un panorama diferente del sector financiero. Se produce un incremento de la competencia en el sector bancario, con incorporación de nuevas entidades nacionales o extranjeras y la aparición de las sociedades mediadoras en 1981. A éstas siguieron otros intentos, de mayor o menor éxito e importancia, a los que finalmente se suma la banca, que se había mostrado reticente a incorporarse a esta corriente hasta entonces.

Un rasgo que ha caracterizado, y sigue caracterizando, la situación en los mercados financieros españoles es la gran debilidad de la inversión colectiva e institucional. En otros países de nuestro entorno, las instituciones de inversión colectiva y los inversores institucionales han ido adquiriendo un papel de creciente importancia, canalizando un mayor volumen de ahorro hacia el mercado de valores y desplazando al inversor individual a un segundo plano en la ejecución en el mercado. Este proceso no ha adquirido, en nuestro país, tanta relevancia. Ello implica que el mercado carece de un soporte institucional con presencia regular de gestores profesionalizados que aporten mayor estabilidad y profundidad. Posibles explicaciones para esta situación no faltan, y se presentan en las tres áreas donde la inversión colectiva e institucional ha adquirido relevancia en otros países.

Los fondos de pensiones no comienzan su existencia hasta 1988 y, en el breve plazo de tiempo transcurrido, no han al-

canzado un gran desarrollo. Es posible que el arraigo de una cultura de previsión entre los ahorradores individuales, que les mueva a canalizar su ahorro hacia los fondos, lleve algún tiempo. También es verdad que la combinación actual de las ventajas fiscales con el elevado grado de inmovilización del ahorro que conllevan los fondos pudiera no resultar suficientemente atractiva para el público en general.

Por lo que respecta a los fondos de inversión mobiliaria, hay que destacar que una razón posible para su poca implantación ha sido la falta de transparencia en su gestión, dado su carácter instrumental y de apéndice de entidades financieras, que ha hecho que sean contemplados por el cliente potencial con desconfianza e incertidumbre.

A pesar de los cambios que se están produciendo en la mayor parte de los sectores del mercado financiero, en lo que se refiere a las instituciones de inversión colectiva no se ha avanzado mucho con respecto a la situación descrita, y puede decirse que aún ahora éste es uno de los retos pendientes para alinear nuestra industria financiera con el resto de países de nuestro entorno.

En cuanto a las compañías de seguros, hay que destacar el elevado grado de atomización de las empresas del sector; el carácter instrumental y la poca independencia en política de inversiones; la profusión de prácticas y comportamientos poco transparentes y, además, una característica idiosincrásica del país, que nunca ha asignado una importancia real al hecho de asegurarse.

Todo el proceso de cambio en los mercados financieros se estaba produciendo en un marco legal que hacía ya tiempo había

dejado de responder a las nuevas situaciones que se iban presentando. La profusión de nuevos instrumentos financieros, la invasión y confusión de terrenos, antes perfectamente reservados a determinados tipos de instituciones; la aparición, cada vez más numerosa, de los llamados «chiringuitos financieros», y la ausencia de unas normas de conducta comercial, con la persistencia de prácticas profesionales de inferior calidad a las habituales en otras industrias, hacía que la situación en los mercados financieros fuera extremadamente confusa y, sobre todo, percibida como insegura o poco fiable no sólo por parte de muchos inversores potenciales, sino también por los muchos profesionales con mentalidad innovadora que se habían ido incorporando al sector en todo tipo de organizaciones y entidades.

En este marco se produce, finalmente, el esfuerzo legislativo que culmina en la Ley del Mercado de Valores (LMV).

## **II. LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y EL DESARROLLO DE LA REFORMA**

### **1. Oportunidad de la Ley**

Como ya se ha mencionado, el marco legal en el que se desenvolvía la actividad del mercado de valores fue quedándose, en la segunda mitad de los ochenta, más y más estrecho. A las tendencias generales de evolución de los mercados financieros apuntadas en la sección anterior, que presionaban para una reforma en profundidad de la organización institucional del mercado, se unieron varios factores

que configuraron un contexto oportuno para la reforma contemplada en la Ley.

En primer lugar, hay que mencionar la aparición de profesionales que fueron adquiriendo un papel creciente en los mercados, desarrollando actividades especializadas. No hay que olvidar que la reforma del marco legal es una condición necesaria, pero no suficiente, para el desarrollo de una industria financiera moderna. La reforma hubiese podido quedar vacía de contenido si se hubiese realizado en un contexto en el que no hubiesen existido potenciales protagonistas. El protagonismo de la reforma no es para el legislador ni para el supervisor, sino para aquellas empresas que tengan capacidad suficiente para asumirlo, y la existencia de una masa crítica suficiente de éstas aparece como condición inexcusable para el éxito del proceso de reforma.

En segundo lugar, tras una década de completa atonía, las bolsas españolas empiezan a remontar en el segundo semestre de 1984. Este mayor volumen de actividad bursátil en la segunda mitad de los ochenta volvió a despertar el interés público por la reforma de estos mercados, interés que había permanecido atargado desde que, en 1978, se elaboró, a instancias del Ministerio de Economía de la Comisión el «Informe para el Estudio del Mercado de Valores» que ya contenía las líneas maestras de la Ley de 1988.

En tercer lugar, la aparición de la Ley ha venido también determinada por el horizonte de 1992 señalado por el Acta Unica. La existencia de un horizonte más competitivo establecido a fecha fija ha sido un acicate importante a la hora de acortar plazos en el

proceso de reforma para que la industria financiera española pudiese abordar el mercado único en las mejores condiciones posibles.

De este modo, la reforma del mercado de valores se aborda en España siguiendo líneas similares y en la misma época que en la mayoría de países europeos.

## **2. Objetivos de la Ley**

El objetivo fundamental de la Ley es dotar al mercado de unas estructuras y unas normas de funcionamiento que aseguren el cumplimiento de la función que la sociedad encomienda a los mercados financieros: proveer de un vehículo a través del cual los ahorros puedan ser canalizados, de forma eficiente, hacia inversiones a largo plazo en la industria y los servicios.

Para asegurar esta función, es necesaria la existencia de una industria de los valores que funcione con criterios de profesionalidad y eficiencia. Dado que su funcionamiento se sustenta no sólo en la existencia de los mecanismos e instrumentos adecuados, sino en la confianza que los interesados le otorgan, es necesaria la existencia de un código explícito y estricto que delimite las normas de comportamiento y reglas del juego de los intervinientes en el mercado.

Es por ello por lo que los criterios básicos de eficiencia y conducta profesional que informan la Ley se confunden en uno sólo, que podría enunciarse simplemente como el de asegurar el funcionamiento del mercado.

## **3. Organización institucional del mercado**

### *3.1. Los sujetos del mercado*

En la primera parte de este trabajo, se han comentado las crecientes necesidades de liquidez y amplitud que gravitan sobre los mercados de valores. También la capacidad de operar de manera eficiente a bajo coste tendrá un papel relevante en un contexto más competitivo. Todo ello ha llevado a un replanteamiento del carácter de los miembros del mercado y de los requisitos que se imponen para acceder a tal condición.

La modificación más importante, en este sentido, es el abandono definitivo del modelo tradicional de agente de cambio y Bolsa, fedatario público, para pasar a una situación en que los agentes autorizados para operar en los mercados son sociedades anónimas (sociedades y agencias de valores y Bolsa), a las cuales está reservado el mercado.

Este cambio responde, por una parte, a una necesidad ampliamente sentida de dotar a los mercados de unos niveles de confianza y credibilidad que sólo pueden asegurarse imponiendo unos criterios mínimos de solvencia y profesionalidad a aquellos agentes a quienes se encomienda el comercio. Responde también a la necesidad de asegurar que los miembros del mercado puedan acometer operaciones que suponen movimientos de capital de gran envergadura en períodos de tiempo relativamente cortos. Estas necesidades se cubren, en gran parte, por el requerimiento de recursos propios mínimos que se impone a las empresas que quieran acceder a la condición de miembro del mercado, y por el requerimiento de

CUADRO N.º 1

**PROCEDENCIA DE SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES REGISTRADAS AL 30-4-90**

	TOTAL	TRANSFORMACION			Nueva creación	
		S.I. Agentes	SMMD	Otros		
Sociedades	Bolsa .....	35	15	1	19	0
	No Bolsa ...	17	2	2	4	9
Agencias	Bolsa .....	22	4	0	18	0
	No Bolsa ...	31	1	0	19	11
TOTAL .....	105	22	3	60	20	

S.I. Agentes: Sociedades Instrumentales de Agentes.  
SMMD: Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero.

profesionalidad para las personas que constituyan estas empresas.

Las *sociedades y agencias de valores* se constituyen a partir de la transformación de entidades ya existentes (despachos de agentes, sociedades instrumentales, sociedades mediadoras del mercado de dinero y los llamados «chiringuitos financieros») y de la puesta en marcha de nuevos proyectos. Se establece una distinción entre sociedades y agencias dependiendo de si van a operar por cuenta propia y ajena (sociedades) o solamente por cuenta ajena (agencias). El capital mínimo para las primeras es de 750 millones, y para las segundas de 150 millones. Es éste un sector que, por su novedad, está todavía en vías de consolidación, y cuyo reto más acuciante en estos momentos es, quizá, la definición de los segmentos de mercado sobre los que desarrollar su actividad (mayoristas, minoristas, inversores institucionales, inversores extranjeros...).

El cuadro n.º 1 presenta el número de sociedades y agencias atendiendo a la división entre so-

ciedades, agencias y agentes individuales, por una parte, y a su actuación o no en Bolsa, por otra. Además se presenta el origen de dichas sociedades y agencias. Como puede observarse, el reparto entre sociedades y agencias de Bolsa y no Bolsa es, aproximadamente, al 50 por 100. A pesar de que muchas de ellas se han constituido como sociedades, la actividad por cuenta propia ha sido casi inexistente hasta el momento, con predominio de la intermediación pura, de ma-

nera que, de hecho, todas ellas funcionan, básicamente, como agencias.

Como puede observarse en el cuadro n.º 2, del total de 105 sociedades y agencias hay 22 participadas por bancos o cajas españolas y 19 participadas por alguna entidad extranjera. Estos datos no parecen avalar hipótesis simplistas de bancarización de la industria financiera a partir de la reforma del mercado de valores. Tampoco las sociedades y agencias vinculadas a los bancos y cajas han sido, necesariamente, las más rentables. De entre las diez empresas más rentables del sector entre agosto de 1989 y marzo de 1990 hay siete que no están vinculadas a entidades financieras. Ello parece indicar que las oportunidades de negocio en el sector están más relacionadas con el buen hacer, la incorporación de tecnología moderna y la claridad de ideas sobre la propia actividad que con la vinculación, más o menos estrecha, a determinado tipo de instituciones.

Las sociedades y agencias son, en media, empresas muy rentables. El cuadro n.º 3 presenta, en tasa anualizada, la rentabilidad de

CUADRO N.º 2

**SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES AGRUPADAS SEGUN SU ACCIONARIADO AL 30-4-90**

		Entidades financieras nacionales (*)	Entidades extranjeras (*)	Proyectos independientes
Sociedades	Bolsa .....	16	5	14
	No Bolsa .....	3	8	6
Agencias	Bolsa .....	0	0	22
	No Bolsa .....	3	6	22
TOTAL .....		22	19	64

(\*) Participaciones superiores al 10 por 100.

CUADRO N.º 3

## RENTABILIDAD AGOSTO 1989-MARZO 1990 SOBRE CAPITAL, EN TASA ANUALIZADA

	Media (%)	ENTIDADES SEGUN RENTABILIDAD OBTENIDA						
		< 15%	16-30	31-45	46-60	61-75	76-100	> 100%
S.V.B. ....	37,19	17	7	2	2	2	1	4
A.V.B. y A.I. ....	69,69	7	1	1	3	3	0	7
Total miembros Bolsa ..	49,73	24	8	3	5	5	1	11
S.V. ....	23,09	11	3	1	0	0	1	1
A.V. ....	19,46	20	2	4	1	1	0	3
Total no miembros Bolsa	20,74	31	5	5	1	1	1	4
TOTAL .....	36,48	55	13	8	6	6	2	15

las empresas del sector sobre capital para el período agosto 1989-marzo 1990. Sin embargo, la dispersión en torno a la media es también muy alta, y la mitad del sector está por debajo del valor crítico del 15 por 100. Es pronto, todavía, para extraer conclusiones definitivas de estos datos, pero probablemente algunas sociedades y agencias deberán hacer un esfuerzo de definición de su estrategia a medio y largo plazo.

Ello no quiere decir que el sector presente riesgos de falta de solvencia o liquidez. De hecho, como puede observarse en los

cuadros n.ºs 4 y 5, el sector tiene exceso de recursos propios, como reflejo, en parte, de la falta de actividad por cuenta propia de las sociedades. Sociedades y agencias configuran un sector muy capitalizado y muy líquido.

Esta circunstancia tiene también aspectos susceptibles de una evaluación contradictoria: su combinación con la capacidad para mantenerse en torno al punto de equilibrio en resultados puede facilitar la tentación de actividades de «rapiña», lo que podría añadir dificultades adicionales para la consolidación de las entidades más competitivas.

El cuadro n.º 6 muestra un conjunto de indicadores del tamaño del sector. Como puede verse, se trata de una industria muy pequeña, cuya importancia estratégica parece casar mal con su grado de desarrollo presente.

### 3.2. Los emisores y los requisitos de transparencia de las emisiones

Por lo que respecta a la emisión de valores ofrecidos en oferta pública, la reforma hace frente a la necesidad de asegurar su transparencia, tanto en el momento de la emisión como, pos-

CUADRO N.º 4

## MARGEN DE COBERTURA DEL COEFICIENTE DE LIQUIDEZ AL 31-3-90

	TOTAL (*)		ENTIDADES SEGUN IMPORTE DEL EXCESO				
	Marzo 90	Diciembre 89	< 100	< 200	< 500	< 800	> 800
S.V.B. ....	18.862	14.764	3	8	9	9	4
A.V.B. y A.I. ....	2.578	2.906	9	9	4	0	0
Total miembros Bolsa .....	21.440	17.670	12	17	13	11	4
S.V. ....	15.588	7.178	1	2	3	6	5
A.V. ....	4.281	2.742	10	15	5	1	0
Total no miembros Bolsa .....	19.869	9.920	11	17	8	7	5
TOTAL .....	41.309	27.590	23	34	21	18	9

(\*) Diferencia entre los activos computables y el 10 por 100 de los pasivos computables para el coeficiente de liquidez.

CUADRO N.º 5

**MARGEN DE COBERTURA DE LOS RECURSOS PROPIOS  
SOBRE EL COEFICIENTE DE SOLVENCIA AL 31-3-90**

	TOTAL (*)		ENTIDADES SEGUN IMPORTE DEL EXCESO				
	Marzo 90	Diciembre 89	< 100	< 200	< 500	< 800	> 800
S.V.B. ....	23.498	21.475	1	0	7	20	7
A.V.B. y A.I. ....	2.748	2.498	2	20	0	0	0
Total miembros Bolsa .....	26.246	23.973	3	20	7	20	7
S.V. ....	14.379	12.231	0	0	1	8	8
A.V. ....	5.309	3.183	3	22	5	1	0
Total no miembros Bolsa .....	19.688	15.414	3	22	6	9	8
<b>TOTAL</b> .....	<b>45.934</b>	<b>39.387</b>	<b>6</b>	<b>42</b>	<b>13</b>	<b>29</b>	<b>15</b>

(\*) Diferencia entre los recursos propios computables y los necesarios para la cobertura del coeficiente de solvencia, en millones de pesetas.

teriormente, en su negociación en los mercados secundarios.

Para ello se establece, en primer lugar, que dichas emisiones de valores están sometidas a la obligación de registro de un folleto de emisión, que debe contener toda la información relevante respecto al instrumento emitido y respecto al emisor, que debe incluir los estados financieros auditados de la sociedad emisora y, en su caso, de su grupo. Además del registro del folleto de emisión, se establece la obligatoriedad de suministro de información continuada sobre la evolución de todos aquellos aspectos que puedan afectar a la valoración de los títulos emitidos. En concreto, el emisor debe proporcionar:

- *Información anual*, completa y acompañada de los estados financieros auditados de la sociedad y, en su caso, de su grupo.
- *Información trimestral*, menos exhaustiva que la anual, sin que ello deba suponer, sin embargo, una «devaluación» en la calidad de la información suministrada.
- *Información puntual*, siem-

pre que se produzca algún hecho relevante que pueda afectar a la valoración. En este sentido, es de destacar la obligación de información sobre acciones propias poseídas.

La obligación de registro del folleto, junto con la provisión continuada de información, sustituye a la anterior obligación de autorización administrativa previa. Este cambio responde a una concepción en la que lo primordial es, en primer lugar, garantizar que el inversor potencial disponga de todos los datos relevantes que le permitan tomar decisiones bien informadas, y en

segundo lugar, garantizar su protección ante situaciones de comercio con información privilegiada, ofertas públicas de adquisición y otras en las que la presencia de grandes inversores, o la posibilidad de que se disponga de información heterogénea con grados distintos de calidad, puedan perjudicar sus intereses.

El desarrollo de la normativa sobre emisiones atiende a un criterio de homologación internacional del régimen de folletos, de forma que, aparte de los requisitos adicionales de admisión de los valores en las bolsas, los re-

CUADRO N.º 6

**INDICADORES DE TAMAÑO DEL SECTOR  
(Primer trimestre 1990)**

Número de empleados .....	3.027
Importe efectivo operaciones de valores en Bolsa (millones) .....	3.189.462
Por cuenta propia .....	124.971
Por cuenta ajena .....	3.064.491
Depósito de títulos en el sector (millones) .....	383.606
Cartera gestionada (millones) .....	162.855
Cartera de negociación (millones) .....	115.262
Porcentaje de renta fija .....	93,2
Activos totales .....	181.779

quisitos y calidad de la información contenidos en los folletos de emisión sean, a todos los efectos, equivalentes a los existentes para todo tipo de valores en los mercados del resto de países de la CEE. La delimitación de los valores sujetos a la disciplina de elaboración de un folleto público está pendiente de desarrollo reglamentario, que debe solventar algunas cuestiones no especificadas en la Ley. Por un lado, en la Ley no se formaliza una definición de lo que son valores, y, por otro, parece necesaria alguna concreción sobre lo que son valores ofrecidos en oferta pública y, en consecuencia, sujetos a la disciplina de transparencia del folleto. Del desarrollo reglamentario cabe esperar concreciones sobre la consideración o no como valores de determinados instrumentos o contratos más o menos estandarizados (como los contratos de opciones y futuros) que en la literatura económica al uso suelen denominarse «valores derivados»; asimismo, la futura reglamentación debe establecer precisiones sobre la calificación de determinados instrumentos de frontera que podrían ser considerados como papel comercial. Por lo que se refiere al régimen público de la oferta y ámbito de circulación de los valores emitidos, deberán delimitarse los supuestos en que, por mantenerse su circulación restringida a ámbitos de profesionales, no requieren la sujeción a mecanismos de transparencia como el folleto, concebidos como protección al inversor no profesional.

Los datos disponibles, al cierre de 1989, sobre las sociedades admitidas a negociación en las cuatro bolsas españolas indican claramente que, a pesar del gran número de sociedades admitidas (851 para el conjunto de las bol-

sas), la negociación está muy concentrada alrededor de un número muy pequeño de valores. Así, para el conjunto de las bolsas, sólo 50 sociedades representan el 75 por 100 del volumen de negociación. Si descendemos a cada una de las bolsas en particular, los datos muestran una concentración todavía más acusada; en particular, para las bolsas de Valencia y Bilbao, más del 90 por 100 de la negociación se concentra alrededor de 50 sociedades, mientras que un conjunto de sociedades, que supone más de la mitad de las admitidas, tiene una participación menor al 2 por 100. Estos datos, además de indicar la poca importancia relativa que tiene la Bolsa en la financiación de las empresas a nivel global, es una muestra de la competencia a la baja mantenida por las cuatro bolsas en la admisión de sociedades a negociación.

Por otra parte, los datos disponibles también indican una gran concentración en el número de sociedades con alta frecuencia de negociación, mientras que el número más elevado de sociedades se presenta en frecuencias de negociación relativamente bajas: en la Bolsa de Madrid, por ejemplo, sólo el 67 por 100 de las sociedades tiene una frecuencia de negociación superior al 25 por 100, y en la Bolsa de Bilbao sólo el 30 por 100 tiene una frecuencia superior al 25 por 100.

Finalmente, es importante señalar que, a pesar de la puesta en marcha del segundo mercado, su importancia en el conjunto de la negociación bursátil es puramente residual. La implantación del Sistema de Interconexión Bursátil debería, quizá, determinar que se replantease la función de este segundo mercado.

### 3.3. Organización de los mercados secundarios

La Ley distingue tres categorías de mercados secundarios oficiales:

- Las bolsas de valores.
- El mercado de deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta.
- Otros mercados secundarios oficiales a los que el gobierno pueda otorgar dicha condición.

Es en el ámbito bursátil donde, probablemente, se han llevado a cabo las reformas más notables o, por lo menos, más visibles. Los hechos más importantes acaecidos en este ámbito han sido:

— La constitución de las sociedades rectoras de las bolsas, que han sustituido a las antiguas juntas sindicales.

— La incorporación de un sistema de contratación asistido por ordenador e interconectado para las cuatro bolsas existentes.

— Importante aumento del número de OPAS en un marco regulatorio poco satisfactorio, lo cual plantea de manera acuciante la necesidad de una nueva reglamentación sobre las operaciones de este tipo.

— Las negociaciones y trabajos técnicos realizados para mejorar a corto plazo el proceso de compensación y liquidación y, a medio plazo, conducentes a la creación y puesta en marcha del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación.

La organización institucional del mercado bursátil queda configurada, a partir de la reforma, en torno a las *sociedades rectoras de las bolsas*. Estas, que han sustituido a las antiguas juntas

sindicales de las bolsas oficiales, pasan a ser sociedades privadas cuyos socios son las sociedades y agencias de valores que han querido ser miembros de las bolsas. Las sociedades rectoras deben financiarse a través de los servicios que prestan a sus miembros y al resto del mercado.

Estas sociedades adquieren un papel muy importante en el mercado, tanto por su responsabilidad en la calidad de éste (valores admitidos y su negociación) como por su responsabilidad en la calidad de los servicios del mercado (a sus miembros, a los emisores y a los inversores).

Aunque la responsabilidad de la supervisión del conjunto de los mercados compete a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, esta responsabilidad debe ser compartida con las sociedades rectoras, que deben velar para que en su propio mercado se respeten la organización, transparencia, disciplina y buenas prácticas.

*Sistema de Interconexión Bursátil.* Está gestionado por la Sociedad de Bolsas, constituida con participación accionarial paritaria de las cuatro sociedades rectoras. Se sustenta sobre un sistema de contratación asistido por ordenador (CATS) adaptado del desarrollado, en su día, por la Bolsa de Toronto, al que tienen acceso, en condiciones de igualdad, la totalidad de miembros de las bolsas, sin restricciones o condicionamientos geográficos.

Esta es, quizás, una de las transformaciones más importantes para el mercado, puesto que, al proveer un proceso de formación de precios en un único mercado y en negociación continua durante siete horas al día, permite el ensanchamiento y la flexibilidad en el funcionamiento del

CUADRO N.º 7

**PARTICIPACION CATS/TOTAL BOLSAS**

	Abril 1989	Abril 1990
Por volumen de negociación ..... (número de valores)	2	80
Por capitalización bursátil ..... (porcentajes)	1,1	82

mismo, cuya ausencia se percibía como uno de los mayores estrangulamientos para nuestros mercados.

El cuadro n.º 7 refleja la evolución del volumen de negociación y de la participación en la negociación bursátil del sistema de interconexión entre abril de 1989 y abril de 1990. Como puede observarse, esta participación no ha dejado de aumentar desde que se inició este sistema de contratación. De hecho, de los 100 valores más negociados en bolsa, 70 están incorporados actualmente al sistema de interconexión, y las previsiones son que en fechas próximas, y una vez estén resueltos una serie de problemas coyunturales y operativos, se incorporen los restantes.

La incorporación progresiva de valores a esta forma de negociación, caracterizada por su alto grado de automatización, contribuye decisivamente a aumentar el grado de transparencia de las operaciones, y a la detección y disminución del número de irregularidades.

*Sistema de Compensación y Liquidación.* Es una pieza clave en la organización operativa de los mercados secundarios, con consecuencias directas no solamente sobre la liquidez y seguridad del tráfico, sino, ante todo, sobre la competitividad de nuestros mercados. La implantación

de un sistema de compensación y liquidación rápido y eficiente, al servicio de los profesionales de la intermediación y de los suministradores de servicios de depósitos y liquidación, constituye una pieza básica para la simplificación operativa y administrativa y la rebaja de los costes.

Los objetivos básicos de un sistema de compensación y liquidación son:

- Universalidad.
- Entrega contra pago.
- Objetivización de la fecha de liquidación.
- Neutralidad financiera.
- Asegurar la entrega en la fecha de liquidación.

Todo ello habrá de realizarse bajo el régimen de tenencia de valores en un sistema de anotaciones en cuenta establecido por la Ley, que incremente la capacidad operativa y permita reducir de modo significativo los costes de funcionamiento del sistema.

Su implantación debería suponer un considerable esfuerzo de racionalización del régimen de relaciones entre las entidades participantes y de dotación de medios técnicos para proveer al mercado de un régimen de funcionamiento eficiente.

En la Ley se prevé la constitución del *Servicio de Compensa-*

*ción y Liquidación*, que adoptará la forma de sociedad anónima participada por los miembros de las bolsas y entidades no miembros suministradoras de servicios de gestión de depósito de valores, y de compensación y liquidación.

Los pasos dados hasta ahora con respecto a la compensación y liquidación están siendo canalizados en dos sentidos, con diferentes horizontes temporales:

- En primer lugar, y a corto plazo, las mejoras operativas y procedimentales de los sistemas actualmente en vigor, con el objetivo de llegar a un sistema uniformizado de referencias técnicas, que deberá incluir también a los títulos nominativos.

- En segundo lugar, a medio plazo, se han establecido y acordado, entre todos los implicados, los criterios básicos para establecer un sistema de anotaciones en cuenta con desmaterialización completa de todos los títulos, que habrá de desarrollarse en los próximos años y que, como se ha dicho, es una tarea urgente por sus consecuencias.

La reforma del sistema de compensación y liquidación intenta acortar los plazos para ambos, y en este sentido se están siguiendo las recomendaciones básicas del Grupo de los 30, de forma que pueda llegarse a una situación en que la liquidación se complete al final del quinto día después de la fecha de la transacción.

En lo que se refiere al mercado de deuda pública en anotaciones, viene configurado en la Ley como uno de los mercados oficiales. Su funcionamiento en las condiciones incorporadas en la propia Ley es antecedente a la promulgación de ésta. La orga-

nización del mercado y la gestión de la Central de Anotaciones está encomendada al Banco de España, si bien la Ley incorpora una Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, integrada por representantes del propio Banco, el Ministerio de Economía y Hacienda, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El mercado de deuda es un adelantado de la Ley en lo que se refiere a la configuración y articulación de un sistema de anotaciones en cuenta, y ha dotado al sistema financiero español de un mercado fluido con elevados volúmenes de contratación, y procedimientos de compensación y liquidación eficaces.

En torno al mercado de deuda anotada, y a partir de proyectos promocionados por la iniciativa privada, se han constituido mercados organizados de futuros y opciones sobre contratos con emisiones de deuda como valor subyacente. El desarrollo de estos mercados de opciones y futuros financieros deberá pasar por la incorporación de nuevos contratos con valores (o índices) subyacentes distintos, lo que exigirá la dotación a los mismos de un sustento legal e institucional desligado del mercado de deuda anotada.

Finalmente, el mercado de renta fija privada se encuentra en la actualidad disgregado entre el ámbito bursátil, con una muy escasa actividad, y el ámbito extrabursátil, con un muy escaso grado de organización. Su desarrollo, con un nivel suficiente de transparencia en los procesos de cotización y contratación, y de eficiencia en los procesos de liquidación, es uno de los problemas pendientes en el desarrollo e implantación de la reforma sectorial. Las características especiales de este mercado, tanto por la identidad

de los miembros participantes como por el régimen de formación de precios y por su interrelación con mercados de ámbito supranacional, exigen un esfuerzo de institucionalización importante sobre unas previsiones legales muy escasas. Es, en consecuencia, uno de los temas pendientes en la organización de nuestros mercados de valores, en los que habría que alentar la incorporación de elementos de organización y transparencia, y desarrollar el papel de las bolsas para la consecución de estos objetivos.

#### **4. La Ley del Mercado de Valores y los códigos de conducta**

La confianza que los intervinientes en los mercados de valores otorgan a éstos y se otorgan entre sí, que es un requisito fundamental para la rapidez en las transacciones y, por lo tanto, para el buen funcionamiento de los mercados, se instrumenta a través de la existencia explícita de unas reglas de juego que sean claras y asumidas por todos los sectores. Pero la extraordinaria rapidez con que se suceden los acontecimientos en los mercados financieros, con la continua aparición de nuevos instrumentos y de nuevos tipos de intermediarios o la adopción de nuevas formas de negocio por los ya existentes, hace que cualquier regulación escrita de normas de conducta tenga que ser, necesariamente, muy general y referida a principios básicos, a fin de que no tenga que ser modificada o ampliada continuamente para adaptarse a los nuevos desarrollos que vayan surgiendo, sobre todo en estos primeros momentos de la reforma.

A la regulación contenida en el Título VII de la Ley, referida a las normas de conducta, se le puede asignar este sentido. Se trata de una serie de principios muy generales, que permiten, o deberían sugerir, la progresiva adopción de conductas autoasumidas por los agentes, la experimentación con una serie de normas propias que, aun no estando claramente tipificadas en la Ley, se adecuen a la misma.

Las conductas contempladas explícitamente en la Ley (absoluta prioridad del cliente, prohibición de manipulación de precios, prohibición de «comercio» con información privilegiada, transmisión de información relevante al mercado, etc.) atañen a principios muy generales, probablemente obvios para cualquier profesional o consumidor, y en consonancia con el tipo de conducta que uno esperaría en toda operación comercial.

La progresiva adopción de comportamientos en consonancia con estos principios debería ser una preocupación fundamental por parte de los intervinientes en el mercado, y también por parte de las bolsas de valores; y aunque es competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores velar por su aplicación, sería deseable que la intervención de ésta pudiera basarse en propuestas provenientes de las sociedades rectoras y de los miembros del mercado.

La adopción de este tipo de comportamientos adquiere mayor importancia cuando consideramos que, en una situación de completa libertad de movimientos de capitales, la competencia entre mercados nacionales con regulaciones muy explícitas podría establecerse en términos de «devaluaciones competitivas de regulación» (con el consiguiente

riesgo de empeoramiento de la calidad de los mercados), por lo que la adopción de conductas autoasumidas y conocidas será la clave para determinar el grado de confianza que los agentes otorguen a los mercados.

## 5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores

De forma similar a lo que ocurre en otros países, la LMV crea la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a la que «se encomiendan la supervisión e inspección de los mercados de valores». Asimismo, se especifica que esa misión general ha de concretarse en velar «por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores», y se cita la promoción de «la difusión de cuanta información sea necesaria» como el primer instrumento para el logro de dichos objetivos.

La LMV diseña un organismo supervisor especializado, con un conjunto de competencias muy amplias que cubren los distintos aspectos y partícipes de los mercados de valores (ver esquema). Respetando las respectivas competencias autonómicas, la Ley establece un modelo de supervisión exclusivo, más próximo a la SEC americana que a otros organismos supervisores europeos previos. Con ese modelo, se concentran y refuerzan responsabilidades anteriormente dispersas entre la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y las diferentes juntas sindicales. Al mismo tiempo, también se concibe a la CNMV como un organismo que, por su independencia, debe coordinarse debidamente con otras autoridades con responsabilidades en los merca-

dos de valores, como queda reflejado en la composición de su Consejo, que incluye al Subgobernador del Banco de España y al Director General del Tesoro y Política Financiera.

Desde su constitución, la CNMV tuvo claros los principales riesgos que encerraba la ejecución de su tarea. Esta le exigía combinar el liderazgo de la gestión del cambio en el sector de los valores (particularmente en el ámbito bursátil) con la definición e implementación de una organización interna. Todo ello en un plazo realmente breve, alrededor de nueve meses, que era el que faltaba para completar el proceso de sustitución de las juntas sindicales por los consejos de administración de las nuevas sociedades rectoras, verdadero hito de la reforma. Pareció claro, desde el primer momento, que la credibilidad de la reforma pasaba por el estricto cumplimiento en su debido tiempo de los objetivos que permitieran en ese plazo:

- desarrollar una normativa mínima, imprescindible para encauzar la formación del entramado institucional que permitiera el tránsito fijado para el 29 de julio de 1989;

- gestionar eficazmente toda una serie de aspectos operativos, tanto externos como internos.

Esta labor debía realizarse compatibilizando el necesario liderazgo con el menor nivel posible de intervencionismo, para dejar en manos de los participantes en el mercado todo el protagonismo sobre la gran cantidad de decisiones operativas que requería el tránsito diseñado por la reforma. Para ello, la Comisión se propuso desarrollar su actuación con unas elevadas dosis de pragmatismo en sus planteamientos, tratando de obtener no sólo la cola-

ESQUEMA

ORGANIGRAMA DE LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

	<i>DIVISION</i>	<i>FUNCIONES</i>
CONSEJO	Comunicación	Relaciones con medios de comunicación.
	Secretaría General	Dirección administrativa. Atención al público. Documentación y registros oficiales.
	Sistemas de información	Diseño, desarrollo e implantación de los sistemas de información de la Comisión. Soporte, en materia informática, a la supervisión de los sistemas de información de los mercados y sus miembros.
	Secretaría del Consejo y Servicio Jurídico	Secretaría del Consejo y Comité Consultivo. Asesoría jurídica de la Comisión.
	Mercados secundarios	Supervisión de comportamientos en los mercados. Supervisión de negociación. Admisión de OPAS.
	Sujetos del mercado	Control de solvencia financiera, liquidez y actividades de los miembros del mercado y otros intermediarios (sociedades y agencias de valores). Autorización administrativa para la creación de sociedades y agencias de valores.
	Instituciones de inversión colectiva	Control financiero y de actividad de las instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión y sociedades de inversión). Autorización administrativa para la creación de instituciones de inversión colectiva.
	Emisores	Análisis de proyectos de emisión de valores y ofertas públicas de venta de valores, en mercado primario. Verificación del cumplimiento de requisitos para la admisión a negociación en Bolsa. Seguimiento de participaciones significativas en empresas cotizadas en Bolsa. Seguimiento financiero de empresas cotizadas en Bolsa.
	Análisis económico	Análisis y estudios sobre el sistema financiero, y en particular sobre los mercados de valores.
	Inspección	Investigación de comportamientos contrarios a la normativa del mercado de valores. Elaboración de expedientes sancionadores.

boración, sino una directa implicación, del mayor número de partícipes en el mercado, tanto agentes de cambio y Bolsa como profesionales y entidades interesados en incorporarse al nuevo entramado institucional.

Asimismo, la Comisión ha tratado de dosificar su producción normativa, priorizando y concentrando esfuerzos en los temas imprescindibles, dejando para eta-

pas sucesivos desarrollos normativos en temas que requerían de un mayor contraste con la práctica diaria, y respecto a los cuales la normativa existente permitía una adecuada gestión. Adicionalmente, esta estrategia debía permitir una mejor coordinación con la entrada en vigor de la normativa derivada de otras leyes con gran impacto en nuestra actividad (Ley de Auditorías y reforma de la Ley de Sociedades Anóni-

mas), así como, en determinados casos, con las correspondientes directivas comunitarias.

Una muestra del enfoque pragmático de la Comisión, que por su especial relevancia en muchos aspectos merece la pena citar aquí, fue el apoyo dado a la adopción del sistema CATS por todas las juntas sindicales. Frente a determinadas posiciones que, mantenidas más bien con un cierto

espíritu «ingenieril», argumentaban que razones de modernidad técnica o de discusión del modelo de mercado hubiesen aconsejado el diferimiento en la decisión, o la adopción de otro sistema de negociación con soporte informático y de comunicaciones más moderno, la Comisión decidió facilitar su entrada en funcionamiento, ya que:

- proporcionaba una notable mejora sobre los procedimientos de negociación tradicionales;

- era difícil esperar mucho entusiasmo a cambio de «achatar» las muy importantes inversiones realizadas hasta ese momento, y

- el desarrollo de un nuevo sistema, en todo caso, implicaría un retraso por tiempo indeterminado, añadiendo dosis de incertidumbre gratuitas en el momento en que la organización institucional del mercado de valores estaba dando un giro copernicano.

Del mismo modo, en todo lo concerniente al desarrollo de la organización de los mercados y la correspondiente implantación de las infraestructuras de soporte necesarias, la Comisión ha procurado, en todo momento, trabajar en base a propuestas planteadas por los grupos de participantes interesados. A veces, sin embargo, ante situaciones no suficientemente armónicas, ha empleado sus mejores recursos en tratar de hacer surgir esas iniciativas.

De esta manera, además de las competencias de promoción de normativa y supervisoras que ha venido asumiendo, la Comisión ha concentrado sus prioridades en los siguientes aspectos, de indudable trascendencia para la adecuación competitiva de la in-

dustria y los mercados de valores de nuestro país:

- introducción y fortalecimiento del sistema de negociación electrónico;

- integración y desarrollo de los mercados, tanto bursátiles como parabursátiles;

- implementación de sistemas de difusión de información;

- implementación de sistemas de canalización de órdenes;

- mejora de los actuales sistemas y procedimientos de compensación y liquidación, así como definición y desarrollo del nuevo sistema, e

- implantación de otros mercados organizados.

No se puede terminar la referencia a la actuación de la Comisión durante estos meses sin hacer una mención especial a la labor realizada por el Comité Consultivo. En dicho organismo están representados los miembros de las bolsas, los emisores, los inversores y aquellas comunidades autónomas en las que está localizada una Bolsa de Valores. El Comité debe ser oído preceptivamente en relación con diversos temas de importancia, entre los que destacan las circulares de la CNMV. Además, es la instancia más idónea para hacer efectivo el principio de audiencia de los sectores afectados en determinados proyectos de disposiciones sobre materias relacionadas con el mercado de valores. Desde su constitución, el Comité Consultivo ha sido una vía muy eficaz para potenciar la colaboración del sector en el desarrollo de la reforma.

Como no podía ser de otra manera, la Comisión ha recibido a lo largo de este período muchas críticas sobre la forma de ejecu-

tar sus responsabilidades. Todas ellas han sido estudiadas y, en diversos grados, han contribuido a mejorar el estilo de trabajo y la eficacia de su gestión.

### III. ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL FUTURO DE LOS MERCADOS DE VALORES

No es muy arriesgado suponer que las tendencias hacia la globalización de los mercados y hacia la diversificación geográfica de las inversiones continuarán, en el futuro, a nivel mundial. En el contexto europeo, estas tendencias estarán, probablemente, todavía más acentuadas. Por una parte, la supresión de impedimentos legales a la libertad de movimientos de capital actuará de factor dinamizador en ambas dimensiones. Por otra parte, los avances hacia la unión monetaria reducirán los riesgos inherentes a la variabilidad de los tipos de cambio. Como consecuencia, la diversificación geográfica puede ser una opción reservada no sólo a los grandes inversores institucionales, sino también a multitud de inversores medianos y pequeños. También puede preverse que estas nuevas condiciones de integración del espacio económico europeo constituirán estímulos adicionales para mayores avances tecnológicos en la difusión y el tratamiento de la información, así como en los sistemas de negociación y liquidación.

Resulta difícil, hoy en día, pensar en el futuro de los mercados de valores europeos en términos de un escenario único. Las reformas de las bolsas europeas han estado motivadas, esencialmente, por la necesidad de adaptación a un entorno más competitivo. La consecuencia más in-

mediata ha sido, precisamente, el reforzamiento de la competencia, tanto entre los organismos reguladores a nivel nacional como entre los grandes centros de contratación. Un posible escenario futuro pasaría por la extrapolación de esta situación de competencia entre mercados entendidos como entidades geográficamente diferenciadas. En esta situación, un operador de, por ejemplo, Barcelona, estaría rodeado de terminales de CATS, SEAQ, CAC IBIS, etc., y para negociar valores admitidos en más de un mercado tendría que decidir, caso por caso, en cuál de ellos le conviene hacerlo. La liquidez de los distintos mercados, así como la seguridad y rapidez de los sistemas de compensación y liquidación, serían factores clave a la hora de tomar esa decisión.

Sin embargo, las ventajas de la competencia podrían diluirse en una excesiva fragmentación del mercado que fuese un obstáculo para conseguir grados de liquidez acordes con los deseos de los inversores. Por ello, debe contemplarse también un escenario más cooperativo en el que, por ejemplo, en torno al proyecto PIPE, desarrollado por las bolsas de la Comunidad Europea, se articulase un sistema único de negociación y de compensación y liquidación. En este mercado, cuya ubicación geográfica sería irrelevante, podrían negociarse, en régimen de lista única, algunos de los *blue chips* de mayor volumen de contratación.

La tendencia a la integración de los mercados va a estimular una concentración en determinados centros financieros de los servicios relacionados con los mercados de valores, tanto en el ámbito de la intermediación como en el de otros servicios

complementarios relacionados con la industria de los valores (depósito, gestión de carteras, fondos colectivos, asesoramiento, difusión de información, *rating*, compensación y liquidación, etcétera). Sin embargo, los procesos no tienen por qué ir necesariamente en un solo sentido; de hecho, los factores que estimulan la globalización —como son la disponibilidad de sistemas de difusión, de información y de ejecución de operaciones con redes de comunicaciones extensas y potentes— facilitan la dispersión geográfica.

En este contexto, el futuro de nuestras plazas financieras depende del desarrollo de entidades dedicadas a la intermediación con alto nivel profesional y con capacidad de acceder a cualesquiera mercados y clientelas, y de entidades que ofrezcan servicios complementarios eficientes en régimen de concurrencia y competencia con entidades equivalentes en otras plazas y países. La fortaleza de la plaza financiera vendrá dada por la existencia en ella de un conjunto de sociedades que ofrezcan toda la gama de servicios, que estén bien interrelacionadas con otras plazas y mercados financieros, y que cristalicen en un ámbito de cultura financiera capaz de ofrecer servicios en régimen de eficiencia y de competencia con los suministrados desde otras plazas. Todo esto para subrayar que ese proceso de consolidación de sociedades altamente competitivas y profesionalizadas —por otra parte urgente, dada la intensidad con que se está desarrollando la unificación de mercados de ámbito transnacional en el contexto europeo— podría ser contradictorio con la dedicación indiscriminada de recursos a la consolidación de las plazas e instituciones bur-

sátiles desde la óptica tradicional, con una selección de iniciativas de inversión que no siempre parece ir encaminada a suministrar a los miembros del mercado servicios eficientes, baratos y no redundantes que mejoren sus expectativas de negocio desde la óptica de su integración en unos mercados más amplios. Superadas ya con éxito las fases más críticas de la reforma doméstica, las sociedades rectoras de las bolsas deberán plantearse el papel de los mercados bursátiles españoles en el contexto europeo, y adoptar las estrategias oportunas para que los cambios que se avecinan redunden en el fortalecimiento de nuestra industria financiera y en la mejora de los servicios recibidos por las sociedades emisoras y los inversores. En definitiva, sus clientes.

#### NOTA

(\*) Los autores agradecen su colaboración a Eudald Canadell y César Molinas.