

La reforma del mercado de valores

1. Introducción

La Ley del Mercado de Valores hay que encuadrarla dentro de un conjunto de leyes que suponen un paso más en el proceso de reforma del Sistema Financiero que se inicia en nuestro país en los años setenta.

Forman parte de este conjunto de leyes:

- La Ley de Auditoría de Cuentas.
- La Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

Un principio común a estas tres Leyes es el de exigir una mayor transparencia informativa, y una mayor publicidad a las diferentes empresas y entidades. Transparencia de la que se beneficiarían en última instancia los inversores.

Es por ello por lo que la Ley del Mercado de Valores se remite a ambas leyes en varias ocasiones.

2. Justificación de la reforma

La reforma del mercado de valores no es un tema nuevo. Es obligado retrotraerse a los años setenta y referirse al Informe que realizó en el año 1973 una misión de la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos. Posteriormente en el año 1977 siendo Vicepresidente del Gobierno y Ministro de Economía Enrique Fuentes Quintana, se crea una Comisión para el estudio del mercado de valores, con el fin de analizar las perspectivas y necesidades de su reforma. En abril de 1978 dicha Comisión, formada por expertos de distintos sectores, concluye su trabajo.

En los primeros años que siguieron a 1978 se ponen en práctica algunas de las recomendaciones recogidas en el citado estudio, a través de disposiciones reglamentarias que mejoran la regulación de nuestros mercados de valores.

Ahora bien, la reforma en los aspectos básicos e institucionales se retrasa por diversas razones. Una de ellas, es la dificultad de realizarla, sin modificar la ordenación básica recogida en leyes de notoria antigüedad, como son:

- El Código de Comercio de 1885 que contiene los principios fundamentales en materia de creación de Bolsas, de operaciones bursátiles de Agentes mediadores tributarios y Colegiados, y de organización de las Bolsas.

- La de 27 de diciembre de 1910, sobre distribución de competencias entre Agentes y Corredores.

- La de 23 de febrero de 1940, sobre ratifica-

Guillermo de la Dehesa
Ex-secretario de Estado de Economía.
Consejero Delegado del Banco Pastor

ción de los Decretos de 19 de septiembre de 1936 y 4 de junio de 1938, que prohibían la transmisión y negociación de valores públicos, industriales o mercantiles sin intervención de fedatario público, y en la que al mismo tiempo se prohibían las operaciones a plazo.

— El Decreto-Ley de 30 de abril de 1964, sobre creación de Bolsas Oficiales de Comercio, constitución del Consejo Superior de Bolsas, régimen de la denominada «cotización calificada» y obligaciones de información y cuentas auditadas por parte de las Sociedades cuyos valores estuviesen admitidos a cotización en Bolsa.

Resumiendo, contamos con una legislación muy fragmentada, pero sobre todo con un marco legal anticuado.

Ahora bien, junto a la necesidad de superar nuestros defectos tradicionales, el tema de la reforma cobra hoy especial importancia. La aprobación del Acta Unica Europea que prevé para 1992 la existencia de un mercado europeo de capitales, nos exige dar respuesta a los problemas que van a plantearse en un futuro, de la misma forma que lo están haciendo diferentes Estados miembros de la Comunidad (Gran Bretaña, Francia, Italia, etc.).

3. Contenido de la Ley

Uno de los objetivos básicos de la ley es la protección del inversor y la transparencia de las transacciones. Para ello la ley pone especial énfasis en la publicidad y se exige en la mayor parte del articulado dar publicidad a todas las informaciones y a todos los hechos que afecten a los valores y a sus mercados, de forma que el inversor en última instancia disponga de una información leal y ampliamente difundida.

Podemos destacar como temas principales de la ley los siguientes:

a) La creación de un órgano de supervisión e inspección de los mercados de valores, de forma análoga a los que existen en otros países y que es la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Entre sus funciones se señalan las de «velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en las mismas y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para la consecución de esos fines».

En su primera etapa la Comisión será el motor de la reforma y el órgano encargado de adoptar o proponer al Gobierno y al Ministro de Economía y Hacienda las medidas necesarias para la

implantación del nuevo sistema establecido en la ley.

En la organización de la Comisión se prevé la existencia de un Consejo y de un Comité Consultivo. En este último estarán representados los principales sectores intervinientes o afectados: los miembros de las Bolsas, los emisores y los inversores.

b) En la ley se transforma la figura del Agente individual fedatario en Sociedades Anónimas que tengan la suficiente solvencia y puedan dar mayor liquidez al mercado. También se trata de introducir mayores dosis de competencia, al permitir la creación de nuevas sociedades por quienes reúnan determinados requisitos.

Se prevén dos tipos de operadores: las Sociedades de Valores y las Agencias de Valores. A las primeras se les faculta para actuar por cuenta propia y ajena, mientras que las segundas únicamente podrán actuar por cuenta ajena.

En la ley se regulan los requisitos que deberán contar tanto las Sociedades y Agencias de valores, si bien alguno de ellos, como el capital con el que habrán de contar, se fijará por vía reglamentaria. Se trata de evitar congelar en una ley un punto que será objeto de actualización o modificación a lo largo del tiempo.

La negociación en los mercados secundarios se basa en el principio de concentración de operaciones. Esto implica que todas las operaciones sobre valores admitidos a negociación deberán realizarse con la participación o mediación obligatoria de, al menos, una entidad que ostente la condición de miembro del correspondiente mercado. De no hacerse así, se considerarán nulas de pleno derecho.

c) Se regula un Sistema de Interconexión Bursátil.

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

El nuevo sistema que se prevé en la ley se inspira en los siguientes principios:

— Negociación de aquellos valores que estén admitidos a negociación al menos en dos Bolsas de Valores.

— Igualdad de los miembros de las Bolsas para operar con los valores que estén admitidos en el Sistema y contratar operaciones con los miembros de cualquiera de las restantes Bolsas.

— Existencia de un régimen común de operaciones bajo el principio de contratación continuada.

— Red informatizada participada por todas las Bolsas.

— Existencia de un órgano interbursátil encargado de la gestión y organización interna del sistema.

Dicho órgano es una Comisión Gestora que se constituirá por las Sociedades encargadas de la organización y gestión de las Bolsas e integrada por un miembro en representación de cada una de las Bolsas de Valores y uno más, que actuará como Presidente, elegido por mayoría entre ellas. Dicha Comisión adoptará sus acuerdos por la mayoría de sus miembros.

d) El contar con un eficaz sistema de compensación y liquidación de valores es otro de los objetivos que persigue la reforma. Como es bien conocido una de las razones de la ausencia de inversión extranjera en alguna de las Bolsas de nuestro entorno se debe a la ineficacia del sistema de compensación y liquidación.

Con este fin se constituye en forma de Sociedad Anónima, un único servicio de Compensación y Liquidación que sustituirá a las cuatro existentes en la actualidad (uno por cada Bolsa) y al servicio de coordinación.

La ley recoge las funciones del Servicio y deja para desarrollo reglamentario la determinación de los criterios de distribución de su capital entre las entidades implicadas en los procesos de compensación de valores y de efectivo.

e) En último lugar la ley contiene la importante novedad de recoger por primera vez en nuestra legislación unas normas mínimas de conducta de cuantos operen en los mercados de valores, inspiradas en las recomendaciones y propuestas de directiva de la Comunidad Económica Europea y encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los clientes. Se regula la información privilegiada, obligando a quien disponga de la misma a abstenerse de realizar, directa o indirectamente, cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a que la misma se refiera.

4. Conclusión

En definitiva, estamos ante una ley que tiene que hacer frente a las carencias y defectos de nuestro mercado de valores así como a los nuevos retos que van a derivarse de la unificación del mercado europeo de capitales.

Es una reforma que tiene que hacerse gradualmente en el tiempo para evitar saltos en el vacío. Por ello, el proyecto contiene una serie de cautelas. De un lado, en las materias que se refieren a las Bolsas de Valores, que son las más complicadas, la Ley entrará en vigor al año de su publicación en el Boletín Oficial del Estado. De otro, estableciendo un calendario para la participación de terceros en las Sociedades y Agencias de Valores, que se inicia en 1989 con una participación máxima no superior al 30 por 100 y se concluye en 1992 con la liberalización total. □