

LA LEY FINANCIERA: UN NUEVO HITO EN LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

*José María Méndez Álvarez-Cedrón**
*Gonzalo García Andrés***

El Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (más conocido como Ley Financiera) se encuentra actualmente en fase de tramitación parlamentaria. Su aprobación constituirá un avance en la modernización del sistema financiero español comparable al que supuso la Ley del Mercado de Valores de 1988. La Ley se articula en torno a tres objetivos: la mejora de la eficiencia, el impulso de la actividad crediticia hacia la economía real, y la mejor protección de los inversores y clientes de servicios financieros.

Palabras clave: *sistema financiero, legislación, mercado de valores, seguros, España, LMV, CNMV.*

Clasificación JEL: *G18, G28.*

1. Introducción

La transformación del sistema financiero ha sido una pieza clave del proceso de modernización de la economía española. En una primera fase, iniciada en los años setenta, se procedió a introducir en la actividad financiera las libertades fundamentales de mercado: liberalización de tipos de interés, desmantelamiento progresivo de los coeficientes de inversión, equiparación operativa de las entidades, etcétera. La segunda fase de la reforma estuvo marcada, durante los años ochenta, por la adaptación de nuestra regulación a la entrada en la Comunidad Europea y la creación de los elementos básicos de un mercado de capitales moderno que permitiera aprovechar las ventajas de la financiación desintermediada.

Todavía durante principios de los años noventa este proceso de modernización tuvo que enfrentarse a los condicionantes de la política macroeconómica y monetaria, que impedían el aprovechamiento completo de las posibilidades de contribución al crecimiento y a la eficiencia del sistema financiero.

Desde 1995, las condiciones han variado de forma sustancial. La participación de España en la primera línea del proceso de integración monetaria europea, fruto de los esfuerzos desplegados durante años por los ciudadanos, las empresas y las Administraciones públicas españolas, nos ha brindado un entorno macroeconómico y financiero mucho más favorable para el desarrollo pleno de la actividad financiera. Se ha avanzado mucho en la expansión de los mercados de capitales, la eficiencia de los prestadores de servicios y la estabilidad e integridad del sistema. Estas mejoras han colocado al sistema financiero español entre los más pujantes y sólidos tanto a nivel europeo, como en el escenario de la economía global. Durante los últimos años ha sido especialmente patente la contribución del sis-

* Técnico de la Administración Civil del Estado. Subdirector General de Política Financiera. Ministerio de Economía.

** Técnico Comercial y Economista del Estado. Subdirección General de Política Financiera, Coordinador de Área. Ministerio de Economía.

tema financiero al progreso económico de España, a través de la participación en la canalización de los recursos financieros hacia las oportunidades de inversión y en la gestión eficiente de los riesgos¹.

No obstante, los cambios en las condiciones en las que se realizan las actividades financieras se han seguido sucediendo a una velocidad cada vez mayor, lo cual demanda del legislador nuevas actuaciones. En los últimos años las modificaciones más significativas en la legislación financiera española han sido la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores y la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, Sobre Introducción del Euro. El siguiente paso es el Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (conocido como Ley Financiera), que se aprobará probablemente durante el otoño de 2002. La Ley Financiera se impulsó por la necesidad de proceder a una actualización de la regulación en diversos ámbitos, para adaptarla a las nuevas condiciones de competencia en el entorno de la UE, a las nuevas tecnologías y a las demandas de mejora de la protección de los inversores. La agrupación de las modificaciones en un solo texto legislativo supone además una novedad muy interesante en la práctica legislativa.

No obstante, la Ley Financiera ha ido adquiriendo mayor envergadura a lo largo de su tramitación, con sucesivas mejoras y considerables ampliaciones. Durante el primer semestre de 2002 se ha producido un cataclismo en los mercados de valores americanos con la quiebra de dos de las más rutilantes empresas cotizadas. Se han ido destapando así deficiencias graves en aspectos básicos para el funcionamiento de los mercados de capitales, que han provocado ya un cambio fundamental y con visos de ser duradero en el modelo de regulación americano. La Ley Sarbanes-Oxley, firmada por el Presidente Bush tras un trá-

mite parlamentario expeditivo, supone la primera pieza de un nuevo enfoque de la regulación y supervisión de las sociedades cotizadas y de los agentes intervinientes en la producción o certificación de información relativa a éstas que sitúa la protección al inversor como objetivo prioritario.

Aunque no existe hasta el momento ninguna evidencia de que en los mercados de la UE puedan encontrarse casos como los acaecidos en EE UU, los reguladores y supervisores europeos han reaccionado con rapidez, tratando de aprender las lecciones de la crisis al otro lado del Atlántico. Se trata de una respuesta necesaria y lógica, sobre todo teniendo en cuenta que el modelo americano ha sido, al menos para destacados Estados miembros, una referencia en el proceso de integración de los mercados financieros europeos. El legislador español ha reaccionado también con presteza, incorporando a la Ley Financiera las modificaciones más urgentes relacionadas con la crisis de confianza proveniente de EE UU.

2. La Ley Financiera: un instrumento legislativo adecuado a las necesidades del sistema financiero actual

La importancia del sistema financiero dentro del mundo occidental ha ido obligando a los legisladores nacionales a crear un cuerpo normativo específico para disciplinar la organización y funcionamiento de sus mercados y sujetos.

Este ordenamiento jurídico sectorial² no se ajusta a una aplicación estricta del principio de autonomía de la voluntad (que informa el derecho mercantil clásico)³ ni al ejercicio exclusivo de las potestades exorbitantes del derecho común característico del derecho administrativo. En todos los países de nuestro

¹ La literatura reciente apoya la existencia de una relación causal significativa entre el grado de desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico, gracias a la reducción de los costes de transacción (en particular los relacionados con la información). BECK y LEVINE (2002) muestran que tanto el desarrollo de la actividad bancaria como el de los mercados de capitales afectan de forma positiva e independiente al crecimiento del PIB.

² Sin ánimo de entrar en mayores profundidades en cuanto a su calificación, también cabría considerarlo como un derecho estatutario, en la medida en que disciplina las relaciones jurídicas de unos sujetos específicos como son las entidades financieras.

³ La evolución desde el principio de la libre iniciativa en el derecho mercantil de la codificación queda reflejada con claridad en URÍA y MENENDEZ (1999).

entorno, en suma, se han ido constituyendo normas específicas para regular estos mercados y sujetos dando lugar a sistemas normativos sectoriales.

Estos sistemas están caracterizados por cierta tendencia a la homogeneización, derivada del arbitraje regulador y la competencia entre las jurisdicciones para atraerse la localización de prestadores de servicios financieros. Así, categorías jurídicas como la inversión colectiva, la titulización o los contratos de derivados, apenas conocidos hace décadas han pasado a estar reguladas (de forma cada vez más homogénea) en todos los ordenamientos jurídicos de nuestro entorno.

Otra característica del ordenamiento jurídico financiero es su carácter cambiante. El regulador debe reaccionar ante los problemas surgidos en los mercados con la suficiente rapidez. Ello ha obligado a la creación de instancias de producción normativa que actúan con rapidez y flexibilidad como son los llamados «reguladores financieros» que al tiempo que supervisan los mercados, adoptan disposiciones administrativas de carácter general cada vez más pormenorizados. No obstante, en nuestro país el Consejo de Estado ha sido siempre más generoso con las potestades normativas reconocidas al Banco de España que a la CNMV⁴.

La lentitud de las instancias de producción normativa tradicionales se ha revelado con especial virulencia en el ámbito comunitario. El informe del grupo de expertos (informe Lamfalussy)⁵ acogido por el Consejo Europeo de Estocolmo ha puesto en entredicho las deficiencias del actual sistema de fuentes comunitarias para acometer el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF). Este Plan incorpora 42 medidas normativas que permitirían la plena integra-

ción de los mercados financieros europeos el año 2005⁶. Por tanto, el informe destaca que en el ámbito del mercado de valores será necesario que las Directivas necesariamente sean más genéricas de forma que sus principios puedan ser desarrollados normativamente a través de los procedimientos comitológicos (adopción de medidas de ejecución por parte de la Comisión, asistida por un comité con representantes de los Estados miembros).

La necesidad de contar con respuestas normativas rápidas y flexibles se ha dejado sentir también en aquellos ordenamientos jurídicos nacionales que cuenten con un amplio principio de reserva de Ley. Así Alemania desde hace años aprueba (prácticamente anualmente) una «Ley financiera» donde va recogiendo las medidas suficientes para ir actualizando su sistema financiero. El legislador español está inaugurando esta técnica normativa alemana con la tramitación de la Ley Financiera.

El uso de las «Leyes de acompañamiento» en España para actualizar nuestro sistema financiero ha sido, hasta el momento, el mecanismo utilizado por el legislador español. No obstante,

⁶ El Consejo Europeo de Cardiff de 1998 invitó a la Comisión a elaborar un marco de acción para mejorar el mercado único de servicios financieros. En respuesta, la Comisión presentó en 1998 una Comunicación previa al Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF) en la que se detallan cinco tipos de medidas necesarias.

- Dotar a la UE de un procedimiento legislativo ágil.
- Eliminar la fragmentación del mercado de capitales en la UE.
- Permitir a usuarios y prestadores de servicios aprovechar las oportunidades del mercado único.
- Fomentar una coordinación más estrecha entre las autoridades de supervisión.
- Desarrollar una infraestructura integrada al por menor y al por mayor.

Posteriormente, el Consejo Europeo de Viena, de diciembre de 1998, tradujo el consenso existente en la materia en un programa de trabajo concreto. Se creó el Grupo de Política de Servicios Financieros (GPSF o FSPG en inglés), integrado por representantes de los Ministerios de Economía y Hacienda y del Banco Central Europeo, bajo la presidencia de la Comisión. Su tarea consistía en asistir a la Comisión en la determinación de las prioridades de actuación, que habrían de ser objeto de debate en el ECOFÍN de mayo de 1999.

Fruto de los trabajos del FSPG, la Comisión presenta el 11 de mayo del mismo año, el Plan de Acción de Servicios Financieros con la finalidad de confirmar los objetivos que habrían de apuntarse en la política de servicios financieros. Al mismo tiempo se establecen prioridades entre dichos objetivos, se articula un calendario de actuaciones y se definen los mecanismos que pueden contribuir a su realización. Todo ello se enmarca en el objetivo básico de avanzar hacia la construcción de un mercado financiero único.

⁴ Un buen ejemplo podría ser el reciente Dictamen emitido por el Consejo de Estado en el expediente relativo al Anteproyecto de Ley Financiera, que señala expresamente en su página 86. «Es cierto que en algún caso el reconocimiento de la competencia normativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores está plenamente justificada, como sería, por ejemplo, en el supuesto previsto en el apartado 5 de la nueva redacción del artículo 82(...). Pero, en cualquier caso sería preferible reconocer únicamente la competencia normativa del Ministro de Economía, sin perjuicio de que con ulterioridad éste pueda habilitar a la Comisión para regular concretos aspectos de tales desarrollos».

⁵ Report on the Regulation of European Securities Markets (febrero de 2001).

esta técnica ha venido generando un grado de fragmentación e inseguridad jurídica criticado por la doctrina. La Ley de Medidas de reforma del sistema financiero trata, por tanto, de dar una respuesta única, horizontal (para los sectores de la banca, seguros y valores) y rápida a las necesidades de reforma de nuestro sistema. Inevitablemente a esta Ley deberá seguir otras de similares características si se pretende transponer en tiempo las complejas medidas normativas incluidas en el PASF, algunas ya publicadas y otras todavía en tramitación en las instituciones comunitarias.

El texto del Proyecto de Ley que aprobó el Gobierno el 1 de marzo de 2002, junto con las importantes ampliaciones introducidas durante el trámite parlamentario, constituye sin duda un nuevo hito en el proceso de reforma del sistema financiero español. Esta reforma está inspirada en la filosofía que ha guiado la regulación financiera en España desde hace años, cuyas virtudes se reafirman no sólo por los excelentes resultados cosechados sino también por las lecciones derivadas de las experiencias recientes en nuestro país y en los de nuestro entorno. Parte de constatar la complementariedad entre el funcionamiento del mercado y la regulación y supervisión como base para garantizar el aprovechamiento pleno de las posibilidades de contribución al bienestar del sistema financiero. Dicha complementariedad entre mercado y regulación, que se manifiesta en toda la actividad económica, es especialmente importante en la actividad financiera, por la existencia de importantes fallos de mercado relacionados con la información y la valoración y gestión del riesgo.

De aquí surge la necesidad de combinar el fomento de la competencia libre como motor de eficiencia e innovación, con medidas destinadas a proteger a los clientes de los servicios financieros y a garantizar la estabilidad del sistema. En realidad, en el sistema financiero un funcionamiento adecuado de los mecanismos de mercado (la competencia, la información que transmiten los precios relativos y la elección del consumidor) sólo puede conseguirse si existe una buena regulación.

El Proyecto se articula así en torno a tres objetivos:

- Adopción de medidas y creación de instrumentos que aumenten la eficiencia de los prestadores de servicios financieros españoles.

- Adopción de medidas destinadas a orientar la actividad crediticia hacia la economía real, verdadera impulsora del crecimiento y la creación de empleo, en la que las PYME desempeñan una función vertebradora.

- Mejora de las condiciones de información y protección de los inversores y clientes.

3. El fomento de la eficiencia en un marco de innovación tecnológica y mayor competencia

El factor de cambio más potente en el entorno de la industria financiera española actual es el aumento de la competencia, que se deriva tanto de la evolución de los elementos del negocio financiero como de la orientación de la regulación. En primer lugar, la introducción del euro constituye un factor integrador esencial, al aumentar la transparencia en los precios y reducir los costes asociados al riesgo de tipo de cambio. Al mismo tiempo, la aplicación masiva de las tecnologías de la información a la prestación de servicios financieros supone una reducción de las barreras a la entrada y de los costes de transacción que tiende a ampliar el tamaño de los mercados. Por último, la aplicación del Plan de Acción de Servicios Financieros está eliminando ya muchos de los obstáculos regulatorios que todavía persisten a la competencia efectiva entre Estados miembros de la UE. Este entorno de mayor competencia lleva a las entidades y a los mercados a buscar el aumento de dimensión y el aprovechamiento de las economías de escala y de alcance.

La capacidad competitiva de la industria financiera española y su utilización de las nuevas tecnologías la colocan en una buena posición para aprovechar las oportunidades de este mercado integrado y cada vez más abierto. No obstante, el nuevo entorno demanda un esfuerzo de adaptación y supone también una amenaza para las entidades y mercados que no puedan ofrecer servicios de calidad a un coste razonable. El regulador pretende contribuir a ese esfuerzo.

En primer lugar, es necesario eliminar las disposiciones que impiden o encarecen actividades financieras importantes sin una justificación sólida. En muchos casos se trata de adaptar

normas generales a las necesidades específicas de algunos mercados financieros. En otros casos se trata de dar una cobertura legal a las innovaciones o a los nuevos instrumentos aparecidos en los mercados, para que la falta de agilidad del regulador no se convierta en una rémora para nuestra industria financiera.

El objetivo es fomentar la competencia en igualdad de condiciones con los prestadores de servicios de los EE MM de la UE. Tenemos que evitar que la regulación sea un sobre coste, pero debemos también resistirnos a utilizar la regulación para proteger a nuestra industria. Esta convicción es la que nos lleva a defender con vehemencia el proyecto contenido en el PASF desde una perspectiva integradora profunda, tratando de convencer a nuestros socios de que no habrá un mercado integrado sin legislación común en los aspectos básicos. En este empeño la Presidencia española del consejo de la UE ha sido muy fructífera, pues hemos conseguido aprovechar una mejora del clima político e institucional para dar un paso definitivo hacia el cumplimiento de los objetivos fijados por el Consejo Europeo de Barcelona.

Mercado de valores

Las medidas destinadas a fomentar la eficiencia en los mercados de valores cobran especial relevancia, dado que este sector está experimentando un proceso de transformación y consolidación para adaptarse a las nuevas condiciones y proporcionar a la economía europea los beneficios de unos mercados de capitales líquidos y profundos. Las fuerzas impulsoras de este proceso son las decisiones empresariales, que tratan de encontrar la fórmula más adecuada para sobrevivir o ser líderes en el nuevo entorno. No obstante, existen múltiples dimensiones de este proceso que son de interés público y que demandan la intervención o vigilancia de los reguladores a distintos niveles.

En España, las sociedades que gestionan los principales mercados y sistemas de compensación y liquidación han impulsado un movimiento de integración destinado a reforzar su posición competitiva y su capacidad de negociación en el mapa de mercados que se está configurando. El origen de esta decisión hay que buscarlo en la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medi-

das Fiscales, Administrativas y de Orden Social, que promovió la llamada «desmutualización» de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, es decir, permitir que sean miembros de los mercados entidades que no sean accionistas de la Sociedad Rectora y, por el contrario, que puedan ser socios quienes no sean miembros del mercado. Posteriormente, la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, ha introducido una nueva Disposición Adicional Decimoseptima en la ley del Mercado de Valores para permitir que se incorporen a un mismo grupo todas las participaciones sociales en los capitales de las distintas entidades que rigen algún sistema de negociación, de compensación o de liquidación de valores españoles, dentro de un proceso tendente a la creación de un único *holding* que llegue a ser propietario de las Sociedades Rectoras de todos los mercados secundarios oficiales de valores españoles y de los sistemas de compensación y liquidación de los mismos⁷.

⁷ El 20 de junio de 2001 se firmó un protocolo para la integración de todos los mercados financieros españoles. Sus firmantes fueron los presidentes de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, de MEFF Sociedad Holding de Productos Financieros Derivados de AIAF Mercado de Renta Fija, de Sistema Electrónico de Negociación Activos Financieros (SENAF), de FC&M Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos y de la Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación (IBERCLEAR), en cuyo capital participan actualmente el SCLV y el Banco de España.

Entre las ventajas de este proyecto, cabe señalar la posibilidad de incrementar la captación de recursos financieros, así como la posibilidad de una gestión más eficiente de los recursos, con la consiguiente reducción de costes para sus miembros y para los usuarios finales de sus servicios. Asimismo, la notable dimensión de las entidades que se integran permite esperar un fortalecimiento del papel de España como centro financiero en el ámbito europeo, aumentando la capacidad de negociación de los mercados españoles ante eventuales procesos de colaboración o alianzas estratégicas con otros mercados internacionales.

El Protocolo comportará la creación, en su momento, de la sociedad «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros», que agrupará patrimonialmente a todas las entidades firmantes, mediante la puesta en común de las participaciones accionariales de sus actuales socios en la nueva compañía *holding*. La nueva sociedad será responsable de la unidad de acción, decisión y coordinación estratégica de todos los mercados financieros españoles, sin perjuicio de que las entidades individuales mantengan su identidad, capacidad operativa, órganos de administración y equipos gerenciales y humanos.

En la Ley Financiera se han introducido los cambios necesarios para acomodar esta iniciativa del sector, tratando de asegurar el equilibrio entre la búsqueda de una estructura eficiente liderada por el sector privado y el mantenimiento de la competencia. Para lograrlo se mantiene el control administrativo sobre la estructura de los mercados pero dotándolo de una mayor flexibilidad en su aplicación.

En primer lugar, se da cobertura legal a la integración de los dos principales sistemas de compensación y liquidación, la Central de Anotaciones del Banco de España que gestiona el sistema de registro, compensación y liquidación de la deuda pública, y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, SCLV) que gestiona, con carácter exclusivo, el registro, compensación y liquidación de valores admitidos a negociación en bolsa. El SCLV y el Banco de España han constituido la sociedad denominada Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A. Esta compañía es ya conocida por su marca registrada: Iberclear. La intención de los promotores es que esta integración quedara abierta a otros sistemas de compensación, liquidación y registro de valores existentes en España o incluso en los países de nuestro entorno.

La reforma se basa en el establecimiento de un régimen jurídico flexible que permita la creación de un futuro depositario central único. Se trata de un proceso abierto que permitirá la integración con otros sistemas ya existentes en España (Servicio de Compensación de la Bolsa de Bilbao, Servicio de Compensación de la Bolsa de Barcelona, Servicio de Compensación de la Bolsa de Valencia, MEFF) o de otros países.

La integración de la infraestructura de compensación y liquidación es una pieza básica en los esfuerzos por racionalizar la estructura de los mercados españoles y reforzarlos de cara a la integración europea. La fragmentación de los sistemas existente en la UE es uno de los obstáculos más importantes a la integración, por la duplicación de costes de transacción en operaciones transfronterizas.

En segundo lugar, se da nueva redacción al artículo 31.5 de la Ley del Mercado de Valores (LMV), que sujetaba a la aprobación del Gobierno la participación de gestoras de mercados

secundarios españoles en gestoras de mercados extranjeros y viceversa. Con esta norma se pretendió garantizar un régimen de control administrativo sobre las eventuales fusiones o alianzas que se pudieran producir entre mercados españoles y extranjeros. La Ley Financiera pretende dar una nueva redacción a este precepto, de manera que se mantenga la finalidad buscada (evitar riesgos para los mercados españoles) sin imponer excesivas trabas burocráticas a este tipo de operaciones.

La nueva redacción del artículo 31.5 establece que la CNMV debe autorizar la participación de sociedades que administren mercados secundarios oficiales españoles en sociedades que gestionen mercados secundarios fuera de España. Con esta redacción se pretende mantener el control sobre estas operaciones que establece dicho apartado en su actual tenor literal, con la salvedad de que el órgano administrativo competente pasa a ser la CNMV en lugar del Gobierno. Asimismo, se prevé que la Comisión deba, en su caso, oponerse en un plazo de dos meses, con un régimen de silencio administrativo positivo. Por otra parte, se mejora el control al establecer la autorización tanto para participaciones directas como indirectas (como sería el caso de crear una sociedad *holding* común para administrar ambos mercados).

Por otra parte, el nuevo apartado 6 del mismo artículo 31 prevé que toda participación en el capital de las sociedades que administren mercados secundarios españoles quede sujeta al régimen de participaciones significativas previsto en la Ley del Mercado de Valores para las empresas de servicios de inversión, con las adaptaciones reglamentarias necesarias habida cuenta de la diversa naturaleza de ambos tipos de sociedades.

Por último, la Ley Financiera introducirá una regulación más completa de los sistemas organizados de negociación (SON). Los SON, introducidos en nuestra legislación en el 1998, fueron la respuesta del regulador español a la proliferación en el mercado británico y norteamericano de los *Alternative Trading Systems* (ATS). Los ATS son operadores que se dedican a casar órdenes de compraventa entre los clientes o lo que es lo mismo a gestionar mercados autoregulados y al margen de los estándares de transparencia y acceso de los tradicionales mercados organiza-

dos. En España, al amparo de la vigente regulación de los SON, se ha creado el Latibex, SENAF y, recientemente, Euro-MTS.

La importancia de las ATS (o SON en la terminología española) ha llevado a la Comisión Europea a plantear su regulación en un documento (actualmente sometido a consulta) que servirá de base a la futura reforma de la Directiva de Servicios de Inversión. De hecho este documento está generando ya un rico debate en Europa sobre los ATS y su regulación. En particular sobre su impacto en el tradicional principio de concentración de órdenes en las bolsas y sobre los posibles conflictos de intereses derivados de su actuación por cuenta propia y su gestión de los mercados.

La regulación contenida en la Ley Financiera se basa en seguir garantizado su carácter flexible y autorregulado, pero imponiendo que su creación deberá ser autorizada por el Ministro de Economía, previo informe de la CNMV, sin perjuicio de las competencias de las comunidades autónomas en la materia. Se establece la obligación de constituir una sociedad rectora, con forma de sociedad anónima, cuyas funciones básicas serán la organización, supervisión y suministro de la información. También corresponderá a esta sociedad la elaboración de un reglamento de funcionamiento. Estos reglamentos deberán ser aprobados por la CNMV. Finalmente, se establece que los SON quedan sometidos plenamente al régimen de supervisión y control establecido en la LMV.

Mercado de crédito

En el mercado de crédito se introducen disposiciones de ámbito general y disposiciones destinadas a mejorar el régimen jurídico de un tipo concreto de entidades. Dentro de estas últimas, destacan las introducidas en el trámite parlamentario en relación a las cajas de ahorros.

En primer lugar, la creación de las cédulas territoriales supone la aparición de una nueva vía de refinanciación para las operaciones de préstamo por parte de las entidades de crédito a Administraciones públicas (sobre todo locales y regionales). Este nuevo valor, a imagen y semejanza de la cédula hipotecaria, persigue que nuestras entidades de crédito dispongan de una

vía de refinanciación de sus créditos frente a Administraciones públicas regionales o locales semejantes a aquéllas de las que disponen sus competidores comunitarios. De hecho, estos títulos están presentes en la regulación alemana (*Pfandbriefe*), francesa (*Credit Foncier*), irlandesa y luxemburguesa. En estos países las emisiones ya están siendo respaldadas, en algunos casos, con créditos frente a Administraciones españolas. El objetivo es dotar a las entidades españolas de un instrumento de financiación que les permita rebajar su coste de capital que se convierta además en un valor de renta fija privada de alta calidad en nuestros mercados de valores.

En segundo lugar, se regula la emisión y funcionamiento del dinero electrónico, que será el medio de pago definitivo para el desarrollo del comercio electrónico. De hecho, puede tener como soporte no sólo una tarjeta sino la propia red. La creación de entidades de dinero electrónico podrá aumentar los servicios financieros que se ofrecen en España e incrementar el número de usuarios de la red.

Con tal objeto se otorga a las nuevas entidades de dinero electrónico el estatus de entidades de crédito, supervisadas, por lo tanto, por el Banco de España. Serán entidades de dinero electrónico aquéllas cuya actividad principal consista en emitir medios de pago en forma de dinero electrónico, entendiéndose por tal el valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor almacenado en un soporte electrónico, emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido, y aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor.

En tercer lugar, se flexibilizará el régimen jurídico aplicable a las cooperativas de crédito, con el objeto de hacerlas más competitivas en el conjunto del mercado de crédito. Para ello se acometen dos reformas concretas: en primer término, la flexibilización del régimen de participaciones en entidades no cooperativas, con el fin de incrementar las carteras industriales y favorecer un redimensionamiento de las cooperativas de crédito que beneficie su capacidad competitiva. En segundo lugar, se adoptan medidas tendentes a favorecer el acceso de estas entidades a nuevos canales de financiación, mediante mecanismos internos más ágiles.

Por último, las medidas relativas a las cajas de ahorros pretenden avanzar en la profesionalización e independencia de su gestión y hacer de las cuotas participativas un instrumento eficaz para financiar el crecimiento reforzando la solvencia. Se introducen así un conjunto de modificaciones en la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de Regulación de las Normas Básicas sobre Organos Rectores de las Cajas de Ahorros, entre las que destacan: la irrevocabilidad de los Consejeros generales y de los vocales del consejo de Administración, la limitación al 50 por 100 de los derechos de voto de la representación de las Administraciones públicas y entidades y corporaciones de derecho público en sus órganos de gobierno, así como medidas destinadas a facilitar las fusiones y la cooperación entre cajas.

Por otra parte, se establece un nuevo régimen jurídico para las cuotas participativas, creadas a finales de los años ochenta con la vocación de ser un instrumento de captación de recursos propios de calidad para las cajas. La realidad es que, a pesar del fuerte crecimiento de las necesidades de recursos propios asociado a la expansión de los últimos años, ninguna caja ha emitido individualmente cuotas, que se han convertido así en un «instrumento fantasma». Se ha recurrido a instrumentos de menor calidad como la deuda subordinada o las acciones preferentes emitidas por filiales en las Islas Caimán. Sin embargo, el legislador ha considerado que la necesidad de un instrumento de captación de recursos de renta variable es acuciante para que las cajas mantengan su capacidad competitiva. De esta forma se ha aclarado la configuración tanto mercantil como prudencial de las cuotas, que son valores que dan derecho a recibir un porcentaje de los beneficios de la entidad. Se trata así de culminar en cierta medida el proceso de equiparación entre la operativa y los instrumentos de bancos y cajas, haciendo posible que éstas últimas acudan al mercado para financiar sus proyectos asumiendo una mayor disciplina en su gestión.

Mercado de seguros

En materia de seguros, la Ley Financiera transpondrá a nuestro ordenamiento la Directiva 2000/26/CE, en virtud de la cual,

en todos los países de la UE (y también en España a través de esta Ley) se arbitrará una serie de medidas para proteger a los perjudicados de accidentes de circulación que hayan tenido lugar en un Estado de la UE distinto del de su residencia. De esta forma se refuerzan los canales para su información, así como la agilidad en la tramitación, la liquidación del siniestro y el cobro de la indemnización correspondiente.

Asimismo, introducirá otro cambio importante en el sector asegurador español, se suprimirá la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras (CLEA) cuyas funciones, patrimonio y personal serán asumidos por el Consorcio de Compensación de Seguros. Esta integración permitirá aprovechar sinergias y ahorrar costes de gestión. Para facilitar la gestión de las aseguradoras en la recaudación, se permite que el recargo a favor del Consorcio se fraccione igual que las primas.

4. Facilitar el acceso a la financiación de las PYME

Otro de los fallos de mercado en el ámbito financiero que justifica la adopción de medidas por parte del regulador es el que limita el acceso de las PYME a la financiación. Las asimetrías de información generan problemas de selección adversa y riesgo moral que pueden derivar en racionamiento cuantitativo o tipos de interés muy elevados para las PYME. La dificultad para evaluar adecuadamente la rentabilidad y el riesgo de los proyectos de inversión de las PYME pueden limitar la capacidad de innovación y de creación de empleo de la economía. En la Ley Financiera se continúa una línea básica de la política financiera de los últimos años que trata de corregir estos fallos de mercado mejorando la información, ampliando los instrumentos de financiación especializados y aprovechando sistemas de puesta en común y de difusión de los riesgos.

En primer lugar se permite la utilización del *factoring* en créditos frente a las Administraciones públicas, mejorando así las posibilidades de financiación de las PYME que prestan servicios o suministros a las Administraciones públicas. Concretamente, se establece que, en caso de quiebra del cedente, no se declara la nulidad radical que predica el artículo 878.2 del Cód-

go de Comercio, siempre que las cesiones cumplan los requisitos que se determinan en el nuevo artículo 100.4 del Texto Refundido de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas. La regulación propuesta sigue los planteamientos ya establecidos por la Ley 1/1999, de 5 de enero, en su disposición adicional tercera.

En segundo lugar, se modifica la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, con la finalidad de aclarar el régimen de movilización de créditos garantizados por hipoteca a través de participaciones hipotecarias. En efecto, las participaciones hipotecarias se han convertido en un instrumento barato de cesión de créditos con garantía hipotecaria a fondos de titulización de activos (pues se pueden ceder con menores costes registrales y fiscales). No obstante, existía cierta incertidumbre sobre si se podía utilizar esta vía de cesión con participaciones hipotecarias respaldadas por créditos que no cumplieran todos los requisitos de la Sección Segunda de la Ley del Mercado Hipotecario. Esta modificación viene a aclarar que es posible ceder préstamos hipotecarios a los Fondos de Titulización de Activos a través de participaciones hipotecarias aunque los préstamos no reúnan los requisitos de la Ley del Mercado Hipotecario. Las PYME pueden ser beneficiarias de esta medida, dado que suelen recurrir con frecuencia a la financiación con garantía hipotecaria.

También se introducen cuatro modificaciones en el régimen jurídico de las entidades de capital riesgo:

— Se facilita que las entidades de capital-riesgo mantengan en su activo acciones de empresas que no cotizaban en el momento de su adquisición y que, posteriormente, han pasado a negociarse en alguna Bolsa, sin perder las bonificaciones fiscales correspondientes.

— Se posibilita que las entidades de capital-riesgo inviertan en sociedades de su grupo, bajo requisitos concretos de transparencia.

— Se mejora la operativa de estas entidades, al permitir aportaciones en especie a su capital con posterioridad a su constitución.

— Se asegura que las operaciones societarias de las entidades de capital-riesgo queden sujetas al debido control.

5. Fortalecimiento del régimen de protección de clientes e inversores

El mayor impedimento para que los clientes de los servicios financieros obtengan plena satisfacción en sus transacciones es la dificultad de acceder a la información y de interpretarla adecuadamente para conocer bien lo que están comprando. Si las entidades no informan adecuadamente sobre la naturaleza de los productos y el coste de los servicios, los clientes no podrán ejercer adecuadamente su opción fundamental de elegir. Por otra parte, en las transacciones de servicios financieros existen elevadas asimetrías de información, que hacen posible que las partes informadas obtengan beneficios privilegiados que perjudiquen a los clientes no informados.

El regulador español ha sido consciente desde hace años de la necesidad de proteger a los clientes con medidas de transparencia en los ámbitos bancario y de seguros y normas de conducta en el mercado de valores. No obstante, la observación y el análisis del funcionamiento del sistema financiero, en particular de la creciente complejidad de los productos y del acceso universal a los mercados de valores, nos ha llevado a concluir que es preciso reforzar los instrumentos públicos destinados a proteger a los clientes.

Un primer bloque de medidas pretende perfeccionar los mecanismos administrativos y contractuales de atención y resolución de quejas por parte de los clientes. Se crean en primer lugar nuevos órganos administrativos *ad hoc* para la protección de la clientela de todos los servicios financieros. El «Defensor del Ahorrador», el «Defensor del Inversor» y el «Defensor del Asegurado y el Partícipe en Planes de Pensiones», bajo la denominación y naturaleza de «Comisionados», resolverán las consultas, quejas y reclamaciones de los clientes de servicios bancarios, de inversión y de seguros, respectivamente, integrándose en los actuales Servicios de Reclamaciones del Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros. Los Comisio-

nados para la Defensa de los Clientes de Servicios Financieros, que serán nombrados por el Ministro de Economía, estarán adscritos orgánicamente al Banco de España, la CNMV o la DG Seguros, según corresponda.

Asimismo, cualquier consulta o reclamación formulada por los clientes de servicios financieros, podrá ser presentada ante cualquiera de los Comisionados, con independencia de su contenido, mediante un servicio de ventanilla única.

Como medida complementaria, se impone a todas las entidades financieras la obligación de atender y resolver las quejas y reclamaciones que los usuarios de sus servicios puedan presentar relacionadas con sus intereses y derechos legalmente reconocidos. A tal fin, las entidades financieras deberán contar con un departamento de atención al cliente. Además, dichas entidades, bien individualmente, bien agrupadas, podrán designar un Defensor del Cliente, que habrá de ser un experto o entidad independiente, y que atenderá y resolverá las quejas y reclamaciones que se sometan expresamente a su decisión. Las resoluciones del Defensor del Cliente favorables a la reclamación vincularán a la entidad.

Con esta medida se pretende garantizar que los consumidores dispongan de mecanismos rápidos, ágiles y gratuitos para defender sus intereses frente a las entidades sin necesidad de acudir a los tribunales. Además, debe subrayarse que estos nuevos mecanismos no excluyen el acceso a otros sistemas de protección previstos en la legislación vigente sobre arbitraje o consumo.

Un segundo bloque de disposiciones actualiza el régimen de sanciones aplicables tanto a las entidades de crédito, como a las aseguradoras y empresas de servicios de inversión. En los dos primeros casos, los importes de las multas se actualizan, de forma que se equiparan los regímenes sancionadores correspondientes a todos los sectores financieros. En el área del mercado de valores se incorporan dos previsiones concretas. En primer lugar, se extiende a las infracciones graves el régimen de publicación de sanciones ya existente para las muy graves (publicación en el Boletín Oficial del Estado, una vez la sanción sea firme en vía administrativa). En segundo término, se crea un registro oficial y público en el que se hará constar las sancio-

nes impuestas en los últimos cinco años por la comisión de infracciones graves y muy graves.

La Ley pretende además que se recoja en norma de rango apropiado la posibilidad de sancionar el incumplimiento de las obligaciones sustantivas vigentes relativas a la concurrencia de buena organización administrativa y controles internos adecuados, por lo que, siguiendo el esquema habitual mediante el que se tipifican otras conductas irregulares, se propone la inclusión en la Ley de Disciplina, en la Ley del Mercado de Valores y en la Ley de Seguros Privados, de dos tipos sancionadores específicos al efecto (uno como infracción muy grave, y otro como grave) aplicables en función de la gravedad de las deficiencias detectadas, atendiendo a los efectos perniciosos de las mismas para la entidad en cuestión.

El tercer bloque de medidas perfecciona la regulación vigente destinada a preservar la integridad del mercado. La pérdida de integridad de los mercados ocasionada por prácticas tales como la utilización de información privilegiada, la difusión de información falsa o engañosa, la no difusión u ocultación de información relevante o la manipulación de cotizaciones, provoca la falta de confianza de los inversores. Esta falta de confianza tiene una consecuencia inmediata en los mercados de valores por cuanto los pequeños inversores reducen la colocación de sus ahorros en los valores cotizados, lo que tiene a su vez otra consecuencia negativa como es el encarecimiento de la financiación empresarial y un claro obstáculo al desarrollo de los mercados de capitales.

Entre las medidas incorporadas en el Proyecto destacan:

— Se faculta al Ministro de Economía para establecer la obligatoriedad de incluir en los reglamentos internos de conducta de las entidades de valores medidas concretas tendentes a garantizar el cumplimiento de las «Normas de Conducta» de la LMV.

— Se extiende el concepto de información privilegiada a otros instrumentos financieros distintos de los propios valores negociables.

— Se faculta al Ministro de Economía para establecer medidas concretas de salvaguarda de la información privilegiada adaptadas a las diferentes categorías de entidades de valores y a las distintas operaciones que se realizan en el mismo.

— Se define el concepto de información de carácter relevante que es obligado comunicar al mercado, señalándose que la comunicación debe realizarse de forma universal, sin conceder prioridades particulares. El primer interesado es el mercado, no admitiéndose asimetrías entre inversores.

— Se especifican medidas de organización de las entidades que prestan servicios en los mercados de valores, de forma que se impida la comunicación de información entre las distintas áreas de una entidad o entre entidades de un mismo grupo.

— Se tipifican como infracciones muy graves o graves los incumplimientos de las obligaciones derivadas de la nueva regulación.

La reforma de la LMV en materia de manipulación de las cotizaciones se encuadra en la Propuesta de Directiva comunitaria sobre «abuso de mercado» y en el previo documento de FESCO, organización de los organismos supervisores de los mercados de valores europeos.

En primer lugar, se formula el mandato genérico de abstenerse de preparar o realizar prácticas que falseen la libre formación de los precios, y se concreta el alcance de dichas prácticas. Adicionalmente, se faculta al Ministro de Economía o la CNMV para desarrollar una relación y descripción no exhaustiva de las prácticas concretas contrarias a la libre formación de los precios. Por último, se tipifica como infracción muy grave o grave (según los daños ocasionados a los inversores) el incumplimiento de las obligaciones establecidas.

También se regula la transparencia de las operaciones vinculadas, en la línea de las iniciativas internacionales encaminadas a obligar a las entidades emisoras de valores, a hacer públicas las transacciones realizadas por la entidad dominante y su grupo con accionistas significativos, con directivos y con personas vinculadas o controladas por aquéllos

Mediante la reforma del artículo 31 LMV se establece la obligación de informar de todas las operaciones que realice una sociedad emisora de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial con personas a ella vinculadas. La información se debe incluir tanto en la memoria de las cuentas anuales, como en la información pública semestral a que se refie-

re el párrafo segundo del mismo artículo 35 LMV, en los términos que reglamentariamente se determinen. También se establece el deber de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial de hacer públicas determinadas informaciones trimestrales y semestrales.

Entre estas últimas se deberá incluir información cuantificada de las operaciones vinculadas que se hayan efectuado durante el semestre a que se refiera el correspondiente informe.

Por último, se ha introducido en el Proyecto durante el trámite parlamentario una reforma de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, destinada a garantizar la calidad del servicio y la independencia de los auditores. Sin lugar a dudas, la distorsión interesada de la información financiera ha sido el problema más grave que se ha manifestado en la crisis de los mercados americanos. Si los directivos pueden manipular dicha información (que afecta directamente a su remuneración) con la complicidad de los auditores, entonces la integridad del funcionamiento del mercado de capitales se desmorona. De hecho, los tres primeros Títulos de la Ley Sarbanes-Oxley están dedicados al control de los auditores, su independencia y a la responsabilidad de los directivos respecto a la información financiera.

La Ley Financiera va a hacer obligatoria para las sociedades cotizadas la creación de un Comité de Auditoría presidido por un consejero independiente, que elija a los auditores externos y centralice las relaciones con ellos de la sociedad auditada. También se han introducido nuevas incompatibilidades para impedir la aparición de conflictos de interés que puedan afectar a la veracidad del trabajo del auditor. La búsqueda de independencia se completa con las medidas sobre rotación forzosa de los socios y equipos de auditoría y con la transparencia en las remuneraciones percibidas de los auditados. Esta reforma se completa con una adaptación del régimen sancionador que ayude al cumplimiento efectivo de las normas.

La introducción de estas medidas relativas a la información financiera en el Proyecto es el primer paso de un nuevo programa de actuación en materia de regulación y supervisión que está ya en marcha a distintos niveles, cuyo objetivo es perfeccionar los instrumentos actuales para garantizar la protección

de los inversores minoritarios y el buen gobierno de las empresas cotizadas. Se trata de un objetivo de gran trascendencia económica, pues la pérdida de confianza en los mercados de capitales puede suponer una huida de la renta variable que reduciría la oferta de fondos para proyectos de inversión innovadores y productivos⁸.

6. Conclusión

Tanto la investigación académica como las experiencias económicas de la última década subrayan la importancia que tiene el buen funcionamiento del sistema financiero para la eficiencia y el crecimiento de la renta. También está cada vez más claro que dicho «buen funcionamiento» requiere un sistema de normas que asegure la transparencia, limite los conflictos de interés y preserve la estabilidad financiera, así como una supervisión eficaz que incentive las mejores prácticas y un régimen sancionador que promueva el respeto a las normas.

La Ley Financiera es una nueva manifestación de la voluntad del legislador español de seguir implicándose activamente en el fortalecimiento del sistema financiero como pilar de nuestro sistema económico. El texto incorpora los elementos para fomentar la competencia en el marco de la integración financiera europea y facilitar a nuestra industria el seguir afrontándola con éxito, además de robustecer el sistema de protección a los clientes e inversores. Supone además una innovación en el plano de la técnica legislativa en materia financiera que puede consolidarse en el futuro como fórmula para elevar la coherencia y evitar la dispersión normativa.

No obstante, la aprobación definitiva de la Ley no va a suponer una interrupción o una pérdida de empuje en la actividad del regulador y de los supervisores españoles. La propia Ley

tendrá que ser desarrollada reglamentariamente en múltiples aspectos. Asimismo, existen ya varias actuaciones en marcha destinadas a asegurar la calidad de la información financiera, proteger a los inversores minoristas y promover el buen gobierno de la empresa. Por último, el avance en el cumplimiento de las medidas del Plan de Acción de Servicios Financieros (que ha sido muy notable durante la Presidencia española en el primer semestre de 2002) requerirá la transposición al ordenamiento jurídico español de la legislación común adoptada.

Referencias bibliográficas

- [1] BECK, T. y LEVINE, R. (2002): «Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence», Working Paper 9082, National Bureau of Economic Research.
- [2] BOLETIN OFICIAL DE LAS CORTES GENERALES (2002): «Dictamen de la Comisión de Economía sobre el Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero», número 69-17, 11 de junio.
- [3] COMISION EUROPEA (1999): «Servicios financieros: aplicación del marco para los mercados financieros: plan de acción» Comunicación de la Comisión Europea http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/acciones.pdf
- [4] COMMITTEE OF WISE MEN ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS (2001): «Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets» febrero, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf
- [5] SHLEIFER, A. y WOLFENZON, D. (2000): «Investor Protection and Equity Markets» Working Paper 7974, National Bureau of Economic Research.
- [6] UNITED STATES CONGRESS: *The Sarbanes-Oxley Act of 2002*.
- [7] URÍA, R. y MENENDEZ, A. (1999): *Curso de Derecho Mercantil*, Ed. Civitas, Madrid.

⁸ SHLEIFER Y WOLFENZON (2000) presentan un modelo que confirma que los países donde el nivel de protección a los accionistas minoritarios es mayor tienen mercados de acciones más líquidos y amplios, lo que permite a las empresas más productivas captar un mayor volumen de recursos.