

Modernización financiera y reforma del mercado de valores¹

El mercado de valores constituye una pieza esencial del sistema financiero en continua evolución. La aplicación de las nuevas tecnologías de la información aumenta la eficacia del mercado de valores como mecanismo que permite asignar el ahorro a la inversión con ventaja sobre los mecanismos bancarios tradicionales. En este ámbito de permanente innovación, es un hecho cierto que el ahorro abandona los depósitos bancarios en busca de la rentabilidad que ofrece la inversión directa en valores. La propia Banca fomenta la inversión en acciones, obligaciones y otros valores negociables. El ahorrador se convierte en inversor, al tiempo que surgen conglomerados financieros que ofrecen todo tipo de servicios de financieros. En las complejas figuras de la moderna contratación financiera se hace difícil distinguir lo bancario de lo bursátil. Este fenómeno, de *securitization* en la terminología anglosajona, no se ha visto acompañado de una modernización de nuestra legislación financiera. Aunque pueda parecer paradójico, con escasos de diez años de vida, la Ley del Mercado de Valores de 1988 requiere ser objeto de una urgente reforma en la que se recoja la reglamentación que demandan las recientes innovaciones financieras.

Por fortuna, en estos momentos se tramita en el Parlamento un proyecto de reforma de la Ley del Mercado de Valores. Sin embargo su principal objetivo no es la modernización de la legislación financiera, sino la mera adaptación de nuestro ordenamiento a las exigencias que imponen las recientes Directivas de la Unión Europea.

Con el fin de lograr un mercado único de servicios de inversión en la Unión Europea, el proyecto se propone reformar la organización del mercado de valores, el estatuto de las empresas de servicios de inversión y las operaciones que se celebran en el citado mercado. Entre las novedades que afectan a la organización del mercado destaca la ampliación del ámbito de la ordenación al conjunto de los instrumentos financieros, incluidos aquellos que tienen carácter monetario, y la consagración del principio de colaboración entre las diversas autoridades financieras. En relación con los profesionales que actúan en el

mercado, la reforma establece la categoría de empresa de servicios de inversión como aquella que integra a las entidades de valores y a las sociedades de cartera. Son estas empresas quienes aparecen como protagonistas del nuevo mercado. Y entre las novedades que afectan a los contratos tiene especial importancia la pérdida de vigor de la obligación de concentrar en el mercado las órdenes de compraventa bursátil. Las operaciones de mercado podrán ser ordinarias o extraordinarias, según se ajusten o no a las reglas de funcionamiento del mercado. Se da libertad al inversor para que decida donde comprar o vender sus instrumentos financieros: en el mercado, beneficiándose de la transparencia, o fuera del mismo. Se trata, por tanto, de una reforma técnica que adapta el Derecho español a los recientes desarrollos del Derecho comunitario.

Pero hay aspectos concretos de la reforma que alteran la estructura sobre la que se asienta nuestro sistema financiero. Por vez primera en nuestra historia legislativa, se supera el principio de especialización financiera al permitir a las entidades de crédito el acceso a la condición de miembro del mercado bursátil. En este sentido, el proyecto consagra la banca universal, permitiendo que las entidades de crédito, transcurrido un breve período transitorio, operen directamente en Bolsa, comprando y vendiendo valores sin necesidad de contar con la participación de una entidad de valores miembro del mercado. Esta medida responde a la opción comunitaria por un sistema financiero en el que concurren con total libertad empresas financieras con capacidad universal, es decir, dedicadas por su objeto a prestar todo tipo de servicios financieros.

Esta opción modifica la estructura de nuestro sistema financiero y abre nuevos problemas que deben ser resueltos. Uno de los más importantes es el que afecta a la supervisión financiera. En el régimen vigente hay un reparto funcional de las competencias de supervisión de las entidades financieras entre el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este reparto de competencias no es casual. Los criterios de supervisión de la Banca y la Bolsa tienen significativas diferencias. La supervisión banca-

ria se preocupa por la seguridad y solvencia de las entidades de crédito, previniendo sus crisis. Se confía en la existencia de un sistema de seguridad cuyo garante final es el Banco de España. Por el contrario, la supervisión del mercado de valores se orienta a vigilar la transparencia, proteger al inversor y garantizar la correcta formación de los precios. Confía más en la disciplina del mercado que en la existencia de un prestamista final.

El reconocimiento de entidades financieras con capacidad universal debe suponer una modificación de la supervisión financiera. La globalización del mercado exige la superación del actual reparto funcional de competencias. Diversos ordenamientos, entre los que se encuentran los de los principales países del mundo anglosajón, Reino Unido, Estados Unidos, Canadá y Australia, han optado, o tramitan proyectos en los que se opta, por concentrar en una única entidad las competencias de supervisión del mercado financiero bancario y bursátil. Esta autoridad puede resultar de la absorción de competencias por una de las autoridades existentes, o de la creación de un nuevo sujeto.

En España, la reestructuración de la Comisión Nacional del Mercado de Valores podría dar origen a una nueva entidad con competencias de supervisión sobre el conjunto de las entidades financieras, incluidas las de crédito. La nueva «Comisión Nacional del Mercado Financiero» tendría como principal función la supervisión en base consolidada de la actividad de las empresas de servicios de inversión y de las entidades de crédito, protegiendo la confianza en el sistema financiero. El Banco de España se concentraría en la importante función de ser el defensor de la moneda y prestar su ayuda como prestamista de última instancia en las crisis financieras. Seguiría actuando como cierre del sistema de seguridad.

Otro aspecto olvidado en el proyecto de reforma que requiere ser modernizado es el de la protección de los usuarios de los servicios financieros. Se hace necesario restablecer el equilibrio comercial entre los conglomerados financieros y su clientela. Los vigentes códigos de conducta, de carácter administrativo y profesional, deben ser completados con normas de Derecho privado que establezcan con claridad los supuestos de responsabilidad patrimonial de las entidades financieras por los perjuicios ocasionados a su clientela. A instancia de las Directivas comunitarias, se ha avanzado en la defensa del derecho a la intimidad de los clientes de las entidades financieras, a través de la protección de los datos personales, y en la tutela del usuario del crédito al consumo. Pero el sistema de la ley española sigue careciendo de un régimen de la responsabilidad patrimonial de las entidades financieras. Por citar un caso concreto, no está determinado el alcance de la responsabilidad del asesor financiero derivada del perjuicio a un cliente que, siguiendo sus consejos, compra valores que resultan averiados.

El proyecto de reforma de la Ley del Mercado de Valores además de cumplir su misión de adaptar el Derecho español a las exigencias de la Unión Europea, podría servir de medio para avanzar en la modernización de nuestro sistema financiero en, al menos, dos importantes cuestiones. De un lado, fijando las bases de la supervisión de las entidades financieras universales que surgen de la reforma. Y, de otro, estableciendo el sistema de responsabilidad patrimonial de las entidades financieras ante los perjuicios que puedan ocasionar a su clientela.

Fernando Zunzunegui,
fernando@zunzunegui.net

¹ Publicado en *Expansión*, 19 octubre de 1997.