



Discurso de apertura de la Jornada de XXV aniversario de la Ley del Mercado de Valores

ELVIRA RODRÍGUEZ, PRESIDENTA DE LA CNMV

Madrid, 5 de diciembre de 2013

Buenos días a todos,

Conmemoramos hoy el vigesimoquinto aniversario de la Ley del Mercado de Valores, norma que, sin lugar a dudas, ha sido esencial para el cambio experimentado por los mercados de valores españoles en las últimas dos décadas y media. Y es cierto que si echamos la vista atrás muchas cosas han cambiado desde el año 1988.

La necesidad de una reforma global del mercado de valores se había puesto de manifiesto en múltiples ocasiones y, tras intentar llevar a cabo ciertas reformas de carácter parcial, fue con la LMV como se abordó el proyecto de manera completa.

El objetivo del que partía la LMV era doble. Por una parte, hacer frente a la obsoleta y dispersa regulación española y adaptarla a las necesidades de un mercado moderno. Por otra, fortalecer nuestras estructuras ante la perspectiva de la consolidación de un mercado de capitales europeo en 1992.

Y para conseguir esos objetivos, consolidación de la normativa y fortalecimiento de los mercados, la LMV se estructuró en torno a una serie de principios de los que voy a resaltar cuatro.

En primer lugar, en el plano meramente formal, la LMV se plantea como una norma marco. Era, por tanto, una ley con múltiples remisiones a desarrollos reglamentarios, susceptible de concreciones diversas en función de las necesidades y problemas que en cada momento se manifestasen.

Y, precisamente, este carácter dinámico y flexible ha sido parte de la clave del éxito de la LMV, puesto que le ha permitido adaptarse a lo largo de estos años a un sector enormemente competitivo y en continuo movimiento.

Cabe citar como ejemplo de esta capacidad de adaptación el hecho de que, pese a lo cambiante del entorno, no haya sido necesaria una reforma global de la norma en estos 25 años.

Aunque hay que reconocer que sí que ha sido “parcheada” en bastantes ocasiones. Nuestra ley ha sido modificada en profundidad en torno a 20 veces a lo largo de este tiempo, muchas de ellas para recoger la nueva normativa comunitaria.

En segundo lugar, la Ley introduce la novedad de que los valores puedan representarse mediante anotaciones en cuenta. Se abandona la relación biunívoca existente hasta ese momento entre mercado de valores y títulos físicos, lo que conllevó, junto a la

integración de las bolsas en el mercado continuo, la necesidad de acometer cambios en el sistema de liquidación y registro.

En tercer lugar, también se introducen, por primera vez en nuestro ordenamiento, unas disposiciones generales sobre el funcionamiento de los mercados secundarios oficiales, que implican un nuevo planteamiento del marco jurídico en el que se desarrolla la negociación de valores.

Y, por último, se crea una institución, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para velar por la transparencia en los mercados, la correcta formación de precios y la protección del inversor.

Precisamente, la primera parte de la agenda de esta jornada se va a dedicar a describir el cambio que supuso la LMV, los esfuerzos de consolidación de la normativa existente y la importancia del nuevo planteamiento de los mercados secundarios oficiales con el cambio en el modelo de intermediación bursátil.

Cerrará esta primera parte la Vicepresidenta de la CNMV describiendo el papel primordial que nuestra institución ha tenido en el desarrollo del mercado de valores en estos 25 años y los significativos desafíos que quedan pendientes.

Yo ahora, brevemente, porque seguro que los expertos que van a intervenir a continuación lo cuentan con todo detalle, voy a repasar las novedades más relevantes que supuso la entrada en vigor de la LMV:

En primer lugar, la Ley introduce mayor profesionalización de la intermediación en los mercados de valores. Por primera vez, se exige que esta actividad se realice por parte de empresas con forma societaria, evolucionando desde el modelo de Agentes de Cambio y Bolsa.

Además, se requiere una autorización por parte de la CNMV para que estos intermediarios puedan realizar todas o a algunas de las funciones asociadas: asesorar, gestionar carteras, colocar valores y recibir, transmitir y, en su caso, ejecutar órdenes en los mercados secundarios.

En segundo lugar, introduce rigor en las normas sobre transparencia. La ley traspone al derecho español las obligaciones de las Directivas vigentes en ese momento sobre información a publicar por las empresas cotizadas. Sin olvidar la información acerca de las participaciones significativas en el capital de esas empresas.

Y, por último, redefine la organización del mercado y la configuración de sus infraestructuras. Los únicos mercados secundarios que existían a la entrada en vigor de la LMV eran el de Deuda Pública y las Bolsas de Comercio, reguladas exclusivamente por un Reglamento de 1967 que, por cierto, sigue parcialmente vigente.

Estas novedades son relevantes porque trajeron consigo importantes cambios en la estructura del mercado español. La aprobación de la LMV dio pie a un proceso continuado de modernización de los mercados españoles.

Esto afectó al catálogo existente de infraestructuras de mercado y al tipo de empresas que accedían a los mercados de valores. Además, se puede decir que la ley estableció las bases de una verdadera industria de servicios de inversión.

En cuanto a las infraestructuras, en primer lugar se elevaron a la categoría de mercados secundarios oficiales las cuatro bolsas y el mercado de deuda pública. Pero la ley

también impulsó la necesidad de rellenar los vacíos existentes con nuevos foros de negociación.

Se trataba de nuevos mercados dedicados a valores e instrumentos financieros que empezaban a ser demandados pero que no encajaban bien dentro de los modelos de negociación y liquidación existentes.

En este sentido, en 1991 se autorizaron como mercados secundarios oficiales los mercados MEFF de futuros y opciones sobre renta fija y variable y el mercado secundario de renta fija privada AIAF.

En 1992, se constituyó el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), como infraestructura de referencia para la liquidación y registro de valores bursátiles.

En el año 1999, se autorizó a Latibex como sistema organizado de negociación dedicado a renta variable latinoamericana. A este hito se unieron la plataforma SENAF, dedicada a la deuda pública, en 2001 y el Mercado Alternativo Bursátil (el MAB) en 2005.

Tampoco hay que olvidar la creación, en 2003, del Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva como mercado secundario.

Y, por último, y como ejemplo de esta innovación y adaptación constante, sólo me queda mencionar el MARF. Es un mercado recién nacido, ya que hace pocas semanas que se puso en marcha como respuesta a la necesidad de las compañías medianas de acceder a los mercados para captar financiación mediante productos de renta fija.

Viendo el catálogo de infraestructuras, se puede concluir que se ha conseguido crear un abanico muy variado de plataformas de negociación. De esta forma, es posible responder a todas las necesidades ofreciendo diversas tipologías de instrumentos financieros en entornos tecnológicos muy desarrollados.

La capacidad de las infraestructuras y sistemas amparados por la LMV ha sido puesta a prueba con el crecimiento espectacular de nuestros mercados de renta variable y renta fija. Buen ejemplo de ello son los datos de capitalización bursátil.

La capitalización actual es 10 veces superior a la que había en 1989 y, como dato más significativo, la ratio de la capitalización sobre el PIB pasó de un 9% en 1989 a más de un 80% en 2006, si bien, tras la crisis ha disminuido al 55%.

Sin embargo, y a pesar de que la LMV ha servido como elemento dinamizador de la economía ofreciendo vías de financiación a las empresas, la crisis nos ha demostrado que hay que seguir trabajando para facilitar el acceso a la financiación por parte del sector privado y el público.

Por eso es oportuno que la segunda parte de la agenda del día de hoy se vaya a dedicar a analizar la financiación de la economía española a través de los mercados de capitales.

Por otra parte, como decía hace un momento, la LMV, además de potenciar las infraestructuras de los mercados, también sentó las bases para el desarrollo de una industria de servicios de inversión sólida.

Con el cambio de un modelo de agentes de cambio y bolsa por otro más claramente empresarial se ha favorecido enormemente la vehiculización de capital hacia las bolsas y hacia los diferentes mercados que han ido creándose.

Al final del primer año de aplicación de la LMV ya había autorizadas 87 Agencias y Sociedades de Valores, cifra que se ha mantenido más o menos estable hasta hoy. Un dato que parece indicar que se acertó con el modelo.

En estos años ha habido cambios muy relevantes en la LMV respecto de la prestación de servicios de inversión. En 1998, en aplicación de la Directiva de Servicios de Inversión, se permitió a las entidades de crédito realizar estas actividades. Y, sobre todo, en 2007 se transpuso la MiFID al ordenamiento español.

Sin embargo, el sector ha sabido adaptarse a estos cambios, a los que se ha añadido una fortísima y creciente competencia exterior.

Resumiendo, la LMV fue esencial para modernizar las infraestructuras de los mercados, incentivar la financiación de las empresas por esta vía y acercar, mediante una adecuada estructura de intermediación, los mercados a los inversores.

Como he mencionado al principio, las revisiones más relevantes de la Ley han venido motivadas por los cambios en la normativa comunitaria.

En concreto, a raíz del Plan de Acción de Servicios Financieros publicado en 1999 por la Comisión Europea, se produjo un boom normativo que conllevó múltiples revisiones de nuestra Ley.

Este Plan propuso 42 medidas, en su mayoría de carácter normativo, que tenían como objetivo obtener el máximo potencial del mercado único de servicios financieros para así dinamizar las economías de la Unión Europea.

Con este propósito, se revisaron las normas comunitarias relativas a los mercados de valores. Se pueden mencionar las Directivas de folletos, de transparencia, de OPAS, de abuso de mercado y la MiFID, piedra angular de todo el sistema que actualmente, como saben, está en proceso de revisión.

Y, a medida que se aprobaban las nuevas normas comunitarias, se fue parcheando la LMV para transponer a la legislación española las novedades.

Mucho se ha conseguido en estos años pero todavía queda mucho por hacer. Hay algunos retos que nos quedan pendientes y a los que se dedicará la última parte de esta jornada.

Se trata de áreas tan relevantes como el gobierno corporativo, la reforma de nuestro sistema de compensación y liquidación o los nuevos desafíos regulatorios en un mercado financiero global. Son materias de gran calado que están en la agenda de la CNMV de forma prioritaria.

En primer lugar, el gobierno corporativo. La crisis nos ha enseñado que una gobernanza empresarial transparente y que gestione adecuadamente los riesgos juega un papel esencial en la vuelta de la confianza. Y la confianza es un ingrediente imprescindible para la vuelta al crecimiento y a la generación de empleo.

Atendiendo a esta realidad, el Gobierno español decidió, en mayo de este año, dentro del marco de su Plan Nacional de Reformas, crear la “Comisión de expertos en materia de gobierno corporativo”, que tengo el honor de presidir y que ha tenido, como tarea inicial, elaborar propuestas de reforma de las normas aplicables en esta área.

Tras analizar en profundidad la normativa existente y las propuestas internacionales, el 14 de octubre pasado hicimos público el informe final con las reformas que consideramos imprescindibles.

Nos queda todavía pendiente la revisión de las recomendaciones contenidas en el Código Unificado de Buen Gobierno, en vigor desde 2006 y que esperamos tener listo para principios del año que viene.

Como saben, se tratará del cuarto conjunto de recomendaciones aprobado en los últimos veinte años. El primero de ellos fue el Código Olivencia, cuyo impulsor principal precisamente va a comentar hoy aquí todo lo relativo a esta área.

En cualquier caso, con las modificaciones que estamos llevando a cabo creo que situaremos a España en línea con las mejores prácticas internacionales en la materia.

Un segundo proyecto de gran calado es la reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores. Trabajo encomendado a un grupo liderado por la Vicepresidenta de la CNMV y compuesto por miembros de BME, del sector y con la colaboración del Banco de España.

Muchos expertos del mercado consideran que esta reforma podría ser la más compleja de la ley del mercado de valores desde su publicación inicial.

En mayo de este año publicamos el documento inicial que recogía los principales puntos de consenso alcanzados en el grupo de trabajo y que culminaba la fase de diseño del nuevo sistema.

Como saben, el adecuado funcionamiento y la seguridad jurídica de los mecanismos de post-contratación resultan imprescindibles para garantizar la eficiencia, la competitividad y la estabilidad del sistema.

Además, esperamos que, con los trabajos que se están desarrollando, consigamos homologar nuestros sistemas con el resto de sistemas europeos, lo que permitirá que en febrero de 2017 podamos conectarnos al sistema paneuropeo TARGET2 Securities (T2S). De este asunto les hablará más tarde nuestro Director General de Mercados, Ángel Benito.

Y, en tercer lugar, los desafíos regulatorios. En estos años hemos vivido, como he comentado antes, muchos cambios derivados de la normativa comunitaria. Las iniciativas regulatorias adoptadas hasta la fecha tenían como objetivo favorecer la competencia entre intermediarios, plataformas de negociación y sistemas de liquidación europeos.

También procuraban la exigencia de mayor rectitud en las conductas y prácticas de los participantes para prevenir fallos de mercado y mejorar los procedimientos de protección de los inversores, con especial atención a los minoristas.

La crisis financiera no ha alterado los fines pretendidos ni tampoco ha puesto en entredicho la validez del esquema conceptual seguido, pero lo que sí ha mostrado es la necesidad de profundizar en alguna de las reformas que se han planteado.

En esta línea, se prevén una oleada de cambios regulatorios que pretenden corregir los defectos que nos ha mostrado esta crisis y, al mismo tiempo, seguir favoreciendo la integración de los mercados europeos. Muchos ya los tenemos aquí. La regulación de las agencias de rating o las nuevas normas sobre las ventas en corto, son un par de ejemplos.

Desde luego, espero y deseo que todos esos cambios sean suficientes para responder a los retos que tenemos planteados hoy en día en el mercado español. De entre estos retos,

uno de los más relevantes es la necesidad de que nuestros mercados cumplan un papel activo en la financiación de nuestro tejido empresarial.

En cualquier caso, lo que es seguro es que nos obligarán a una nueva actualización y puesta al día de la ley cuyo vigesimoquinto aniversario nos ha reunido aquí.

No me quiero extender más pero, como decía al principio de mi intervención, la LMV ha sido un ejemplo de norma dinámica, en continuo movimiento, que en estos 25 años ha sabido mutar, transformarse, adaptarse a las distintas circunstancias a las que se ha enfrentado en estos años, aprovechando sus fortalezas y superando sus debilidades.

Y esto es lo que debemos seguir haciendo, adaptarnos de la mejor forma posible, para volver a superar las dificultades que se nos han presentado en estos últimos años.

Muchas gracias por su atención.