

REGULACIÓN FINANCIERA: PRIMER TRIMESTRE DE 2007

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La promulgación de nuevas disposiciones de carácter financiero durante el primer trimestre de 2007 ha sido relativamente abundante en relación con el mismo período del año anterior.

En primer lugar, se han publicado las normas básicas de funcionamiento de la Sociedad Española de Sistemas de Pago, Sociedad Anónima (en adelante, SEPA), gestora del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (en adelante, SNCE).

En el área de la deuda pública, se han publicado dos normas. La primera actualiza y sistematiza las normas que rigen la contratación en el mercado de deuda pública en anotaciones, y la segunda establece las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2007 y para el mes de enero del año 2008.

En el ámbito de las entidades financieras y, sobre todo, del mercado de valores, la publicación de nueva normativa ha sido muy profusa durante este período. Así, se han modificado la regulación de recursos propios de las entidades financieras, la del régimen jurídico de las empresas de inversión, determinados aspectos de la regulación del mercado hipotecario, y la normativa en materia de abuso de mercado. Asimismo, se ha promulgado un real decreto que desarrolla reglamentariamente lo dispuesto para las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, y otro que modifica el régimen jurídico de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, de la Sociedad de Bolsas y de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, IBERCLEAR). También se han registrado modificaciones en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC), y de los fondos de titulización de activos (en adelante, FTA).

En el terreno comunitario, se ha publicado una directiva reguladora de los requisitos de transparencia de la información sobre emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

Por último, se ha promulgado un nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, que desarrolla la última ley que reformó este impuesto. Asimismo, se ha adaptado el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones a las modificaciones introducidas por la norma anterior.

Desarrollo de la normativa de los sistemas de pago y de liquidación de valores

La Ley 2/2004, de 27 de diciembre¹, de presupuestos generales del Estado para el año 2005, modificó la Ley 41/1999, de 12 de noviembre², sobre sistemas de pago y de liquidación de valores. En concreto, reguló la SEPA, que sustituyó al Servicio de Pagos Interbancarios, Sociedad Anónima, y le encomendó la gestión del SNCE. Además, estableció que la supervisión de la SEPA sería ejercida por el Banco de España, al que le correspondería autorizar los estatutos sociales y sus modificaciones, así como las normas básicas de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. Asimismo, sería de aplicación a esta

¹. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 116 a 118. ². Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», *Boletín Económico*, enero de 2000, Banco de España, pp. 67 a 69.

sociedad el régimen sancionador establecido en la Ley 26/1988, de 28 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, con las especificaciones que legalmente se determinaran.

En este contexto, se ha publicado la *CBE 1/2007, de 26 de enero* (BOE de 6 de febrero), sobre la información que debe rendir la SEPA y la aprobación de su normativa.

Así, la SEPA someterá a la autorización del Banco de España, antes de su adopción, tanto la modificación de sus estatutos sociales como la normativa básica de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. Asimismo, deberá comunicarle la regulación sobre los servicios complementarios o accesorios y las instrucciones que recojan la operativa de los sistemas y servicios gestionados por ella. Del mismo modo, deberá remitirle las cuentas anuales y el informe de gestión, así como el informe de los auditores externos, dentro del mes siguiente a su aprobación.

El Banco de España podrá recabar de la SEPA información relevante sobre los sistemas y servicios que esta gestione, así como información estadística regular para el seguimiento de su funcionamiento, y, cuando proceda, fijará, mediante *aplicaciones técnicas* que serán comunicadas a la SEPA, los límites de la cuantía de las órdenes de transferencia de fondos que puedan ser cursadas a través de los sistemas que gestione esta. Dicha fijación se hará atendiendo a los riesgos que entrañen en el procesamiento y liquidación de los pagos, estableciendo, en su caso, los cauces adecuados para las mismas.

**Modificación
de la normativa del
mercado de deuda
pública en anotaciones**

El Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado y la organización, dentro del mismo, de una Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España. Posteriormente, la Ley 24/1988, de 28 de julio³, del Mercado de Valores, en su redacción dada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre⁴, de medidas de reforma del sistema financiero, atribuyó la llevanza del registro contable, así como la compensación y liquidación, de los valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública a IBERCLEAR⁵.

Una vez que esta sociedad ha asumido efectivamente las funciones que se le han atribuido (en particular, en cuanto a la gestión del sistema de registro y liquidación de valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública), mediante la *CBE 2/2007, de 26 de enero* (BOE del 14 de febrero), se ha procedido a modificar la normativa hasta ahora vigente, integrando y sistematizando los aspectos relacionados con la negociación y la contratación en el mercado de deuda.

La Circular actualiza y sistematiza las normas que rigen la contratación en el mercado de deuda pública, derogando totalmente once circulares y parcialmente otra. Así, regula las obligaciones de información de los titulares de cuenta y entidades gestoras, que deberán tener a disposición del Banco de España información sobre su situación financiera y medios necesarios a su condición profesional. De igual manera, define y clarifica las operaciones de mercado, todas ellas recogidas en la normativa anterior.

3. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. 4. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 75 a 89. 5. Con el fin de favorecer la competitividad de nuestro sistema financiero, IBERCLEAR nace de la fusión del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y la Central de Anotaciones de Deuda del Estado (CADE). En dicha sociedad se podrán integrar otros sistemas ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, y podrá gestionar interconexiones y alianzas con los de otros países.

Se distingue, en primer lugar, las compraventas simples al contado y a plazo, siendo las primeras aquellas que se ejecutan como máximo en un plazo de cinco días, y las segundas, una vez transcurrido dicho período. En segundo lugar, detalla las operaciones dobles en sus diversas modalidades: compraventas con pacto de recompra (o *repos*) y compraventas simultáneas⁶. Respecto a las primeras, las clasifica en *compraventas con pacto de recompra en fecha fija*⁷ y *compraventas con pacto de recompra a la vista*⁸.

Como novedad, la Circular prohíbe la formalización de *repos* entre titulares de cuenta, permitiendo solamente las operaciones de compraventa simples (al contado o a plazo) y simultáneas, ya que aquellas, en la práctica, tenían escaso volumen de negociación. No obstante, los titulares de cuenta podrán contratar con terceros todas las operaciones mencionadas, con las siguientes particularidades.

En las operaciones de compraventa a plazo con deuda pública anotada (compraventa simple a plazo o simultáneas), el importe nominal contratado no debe ser inferior a 100.000 euros (antes eran 60.000 euros). Esta operatoria podrá estar amparada por contratos suscritos por el miembro del mercado y el tercero que participen en la contratación. No obstante, podrán realizarse las operaciones por importe inferior, siempre que se formalicen en los contratos tipo recogidos en la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, que desarrolla parcialmente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. La Circular recoge a continuación las operaciones que pueden realizar las entidades gestoras por orden conjunta de las partes contratantes, así como la normativa referente a las operaciones de segregación y reconstitución de los valores de deuda pública.

En lo referente a la transparencia y publicidad en las operaciones con terceros, cuando la entidad actúe ofreciendo contrapartida en nombre propio, deberán ser concretadas y cerradas en el momento de la contratación la totalidad de las condiciones de la operación, quedando obligada a cotizar públicamente en términos de tasa anual equivalente, e incluyendo, en su caso, las comisiones establecidas por las entidades para cada tipo de operaciones. Cuando la entidad actúe como comisionista, las condiciones de la operación se estipularán con el comitente en términos de un precio o tipo de interés de referencia, que podrá referirse a la fecha-valor de la operación, y de la comisión que sobre aquellos se convenga. En este sentido, a partir de la entrada en vigor de la Circular, que fue el pasado 1 de marzo, las entidades deberán entregar al comitente una copia del documento en que se formalice la orden de inversión en deuda pública. Además, la liquidación del efectivo deberá coincidir con la fecha-valor de transmisión de los valores.

**Deuda del Estado:
condiciones de emisión
durante el año 2007
y enero de 2008**

La Ley 42/2006, de 28 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para el año 2007⁹, autorizó al ministro de Economía y Hacienda para que incrementara la deuda del Estado en el año 2007 con la limitación de que el saldo vivo de la misma a 31 de diciembre del año 2007 no superara el correspondiente saldo a 1 de enero de 2007 en más de 10.675 millones de euros.

6. Las compraventas simultáneas son aquellas en las que se contratan, al mismo tiempo, dos compraventas de valores de sentido contrario, realizadas ambas con valores de idénticas características y por el mismo importe nominal, pero con distinta fecha de ejecución. Ambas compraventas podrán ser al contado con diferentes fechas de liquidación, a plazo, o la primera al contado y la segunda a plazo. 7. Las compraventas con pacto de recompra en fecha fija son aquellas en las que el titular de los valores los vende hasta la fecha de amortización, conviniendo simultáneamente la recompra de valores de idénticas características y por igual valor nominal, en una fecha determinada e intermedia entre la de venta y la de amortización más próxima, aunque esta sea parcial o voluntaria. 8. Las compraventas con pacto de recompra a la vista son aquellas en que, en el momento de la contratación, se estipulen el precio y la fecha de transmisión de la compraventa inicial y se fije el período durante el que el comprador-vendedor tiene la opción de exigir la recompra en las condiciones que deberán quedar establecidas en el mismo acto de contratación. 9. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006», *Boletín Económico*, enero de 2007, Banco de España, p. 103.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se han publicado la *Orden EHA/19/2007, de 11 de enero* (BOE del 16 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2007 y enero de 2008, y dos *Resoluciones de 17 de enero de 2007* (BOE de 23 de enero y de 26 de enero, respectivamente), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 2007 y el mes de enero de 2008.

En sentido amplio, se mantienen las condiciones de emisión vigentes en años anteriores. Así, el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas. Se mantienen los sistemas de años anteriores, y en particular los siguientes procedimientos de emisión: mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas) y mediante cualquier técnica que no entrañe desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los valores. La formalización de la deuda pública continuará adoptando las modalidades de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

LETRAS DEL TESORO

Se mantienen, básicamente, los criterios y procedimientos de emisión vigentes en años anteriores, al igual que la obligación de elaborar un calendario anual de subastas, que se acompaña en la Orden. Como novedades, hay que destacar, por un lado, la suspensión de las subastas de letras a dieciocho meses, manteniéndose las de doce meses; y, por otro, el reinicio a partir del mes de agosto de la emisión de las letras a seis meses (suspendidas en 2006), que tendrán periodicidad mensual y vencimiento en los meses impares del primer semestre de 2008, con el fin de reforzar la liquidez de las nuevas referencias con vencimiento en dichos meses. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales a las que se convocan, en las que se pondrían en oferta letras a más corto plazo.

Las subastas tendrán lugar el tercer miércoles de cada mes, pudiendo diferir los plazos de emisión de los señalados en el número de días necesario para facilitar la agrupación de los vencimientos, que son también mensuales y coincidiendo con las fechas de emisión para facilitar la reinversión a los tenedores. De esta forma, se mantiene la agrupación de emisiones en letras del Tesoro, con el fin de garantizar la liquidez de este instrumento y consolidar su mercado.

En cuanto a la forma de presentar las peticiones en las subastas, se considera conveniente mantener que las mismas tengan lugar en términos de *tipo de interés*, tal como cotizan las letras en los mercados secundarios, facilitándose con ello la presentación de peticiones. Así, en las ofertas competitivas se indicará el tipo de interés que se solicita y las peticiones que resulten aceptadas se adjudicarán, en cada caso, al precio equivalente al tipo de interés solicitado o al medio ponderado, según corresponda en función del resultado de la subasta.

Las subastas mantienen su configuración actual, pudiendo formularse peticiones competitivas y no competitivas. El importe nominal mínimo de las ofertas competitivas continúa siendo de 1.000 euros, y se formularán, a partir de ese importe, en múltiplos enteros de esa cantidad. Respecto a las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo también se mantiene en 1.000 euros, y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros, no pudiendo exceder de un millón de euros el importe nominal conjunto de las ofertas no competitivas presentadas por un mismo postor en cada una de las subastas. No obstante, este límite seguirá siendo de 100 millones de euros para ciertas entidades, como son: el Fondo de Ga-

rantía Salarial, el Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, el Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro, el Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, el Fondo de Garantía de Inversiones o cualquier entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Tesoro.

Por último, a las subastas les seguirá, como en años anteriores, una segunda vuelta, reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de las letras del Tesoro, y que se desarrollará según la normativa que regula dichas entidades.

BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

Los criterios y procedimientos de emisión establecidos para bonos y obligaciones del Estado son, básicamente, los vigentes en 2006, manteniéndose, al igual que en las letras, la obligación de elaborar el calendario anual de subastas, que se acompaña en la Orden, en el que se señalan las fechas de las subastas, determinándose el plazo de los bonos y obligaciones a poner en oferta trimestralmente, en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. No obstante, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación así lo aconsejan, el Tesoro podrá decidir, en la resolución mensual en la que se disponen las emisiones de bonos y obligaciones para el mes siguiente, no emitir en alguno de los plazos que se hubiesen fijado en el calendario trimestral antes citado.

Los plazos de emisión en ambas modalidades de deuda serán los habituales de tres y cinco años en bonos, y de diez y treinta años en obligaciones, si bien no se descarta la opción de reanudar la emisión a quince años, cuya referencia se alternaría con la de treinta años para compaginar la moderación en el volumen total que se haya de emitir y el incremento de la liquidez de las referencias en proceso de emisión. También se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, a fin de completar el volumen necesario para garantizar su liquidez en los mercados secundarios.

Las subastas mantienen su configuración actual, pudiendo formularse peticiones competitivas y no competitivas, siguiendo las mismas características citadas en el apartado anterior. Irán seguidas, como en el caso de las letras, de una segunda vuelta, reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de los bonos y obligaciones del Estado.

Modificaciones de las normativas de recursos propios de las entidades financieras, del régimen jurídico de las empresas de inversión, del mercado hipotecario, y en materia de abuso de mercado

Se ha publicado el *Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se modifican cuatro reales decretos de ámbito financiero.

En primer lugar, y en relación con el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre¹⁰, de desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, la norma citada vuelve a incluir formalmente, dentro de la composición de los recursos propios de las entidades de crédito, la parte de los resultados del ejercicio que se prevea aplicar a reservas, hasta que tenga lugar la aplicación definitiva de resultados, en las mismas condiciones que se establecieron originariamente¹¹.

Asimismo, se modifica el régimen de solvencia de las sociedades gestoras de cartera, con objeto de equipararlo al del resto de empresas de servicios de inversión (sociedades y agencias de valores). A fin de que las sociedades gestoras de carteras puedan adaptarse a estas

10. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1992», *Boletín Económico*, enero de 1993, Banco de España, pp. 65 a 71. **11.** Nótese que la desaparición de este elemento de recursos propios se debió a un mero error de transcripción en la última modificación legal del artículo afectado.

nuevas exigencias, la entrada en vigor de estas modificaciones se difiere dos meses respecto al resto del Real Decreto, que lo hizo el 18 de marzo.

En segundo lugar, respecto al Real Decreto 867/2001, de 20 de julio¹², sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, se aclaran y se precisan las necesidades de recursos propios de una empresa de servicios de inversión cuando realice, conforme a lo previsto en su programa de actividades, el servicio de gestión discrecional de carteras.

En tercer lugar, y en relación con el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, y en concreto las condiciones de emisión de cédulas hipotecarias de interés variable, se suprime el límite superior a la variación del tipo de interés que estaba en función del rendimiento previsible de los préstamos de cobertura que tienen establecido, dado que dicha limitación había perdido su razón de ser, una vez que los créditos que formaban la cobertura de este tipo de cédulas han pasado de ser de interés fijo a serlo de interés variable.

Por último, se reforma el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre¹³, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, con el objeto de ampliar el ámbito de las personas vinculadas a los administradores y directivos de un emisor que están obligadas a comunicar las transacciones que realicen con valores de dicho emisor. Con ello se persigue una incorporación más fiel del régimen comunitario de abuso de mercado al Derecho español.

Sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores

La Ley 12/2006, de 16 de mayo, por la que se modifica el texto refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, aprobado por el Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre, y la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, entre otros aspectos, traspuso al ordenamiento jurídico español determinados extremos de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003¹⁴, sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, y de la Directiva 2004/72/CE, de la Comisión, de 29 de abril de 2004¹⁵, que desarrolló parcialmente a la anterior Directiva. La Ley 12/2006 modificó determinados artículos de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, con el objeto de dotar de mayor flexibilidad y de aclarar el régimen de las entidades titulares del capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y las que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

Recientemente se ha publicado el *Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

Los principales cambios pueden ser divididos en dos grupos. Dentro del primero, cabe reseñar el establecimiento de normas especiales para aquellos que posean una participación significativa o de control en las sociedades que administran mercados secundarios y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. Conforme a la Ley 24/1988, el Gobierno deberá autorizar la adquisición o la enajenación de una participación de control en dichas sociedades,

12. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2001», *Boletín Económico*, octubre de 2001, Banco de España, pp. 10 a 15. **13.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 129 a 132. **14.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2003», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2003, Banco de España, pp. 114 a 118. **15.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2004», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2004, Banco de España, pp. 135 y 136.

siendo este Real Decreto el que concreta la información que se facilitará en el curso de la autorización. Entre otros aspectos, se deberá informar sobre otras participaciones del adquirente en sociedades análogas, sus actividades en los mercados financieros y la estrategia para el mercado en cuestión. Se exige, además, un informe de la entidad o entidades que posean hasta ese momento la participación de control. La finalidad de estas previsiones es proporcionar al Gobierno información suficiente para que pueda fundamentar su decisión sobre la cualificación de la persona o entidad que pretende adquirir la participación de control.

La participación en el capital de este tipo de sociedades estará sujeta a las reglas de las participaciones significativas previstas en la Ley 24/1988 para las empresas de servicios de inversión, con las especialidades que se determinan en este Real Decreto. Así, el ministro de Economía y Hacienda podrá oponerse a la adquisición de una participación significativa cuando el grado o tipo de influencia del adquirente comprometa el buen funcionamiento de los mercados o para evitar distorsiones en los mismos, así como por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen del adquirente, o de quien controle, directa o indirectamente, al adquirente.

Para la adquisición de una participación significativa igual o superior al 1% —pero inferior al 5%— en el capital de la sociedad, se entenderá que la CNMV no se opone a la misma si no se pronuncia dentro de los diez días hábiles¹⁶ siguientes contados desde aquel en que haya sido informada o desde el momento en que se completó la información adicional que, en su caso, la CNMV hubiera requerido. Asimismo, se faculta a este organismo para pedir la información que considere necesaria sobre el accionariado de estas sociedades, así como de las sociedades que ostenten una participación de control en todas o alguna de las anteriores.

Dentro del segundo grupo de novedades, el Real Decreto establece ciertas reglas para las entidades titulares de participaciones de control en estas sociedades. Así, dichas entidades habrán de respetar determinadas condiciones para la introducción de limitaciones a los derechos que atribuye la participación en su capital. Además, cuando les sean aplicables, deberán cumplir las reglas contenidas en la Ley 24/1988 sobre ofertas públicas de adquisición y comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, sin perjuicio de las obligaciones contenidas en esta norma.

Modificación del régimen jurídico de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, de la Sociedad de Bolsas y de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR)

Con el fin de eliminar referencias obsoletas y de actualizar determinados aspectos del régimen jurídico de las sociedades rectoras de las bolsas de valores, de la Sociedad de Bolsas y de IBERCLEAR, se ha publicado el *Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se modifican el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio¹⁷, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva, el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre¹⁸, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero¹⁹, sobre representación de valores por medio de anotaciones y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

En primer lugar, se clarifican las causas para oponerse al nombramiento de los miembros del consejo de administración de la sociedad rectora de una bolsa de valores, de la Sociedad de Bolsas o de las sociedades rectoras de los mercados de futuros y opciones, que será la no

16. El plazo límite establecido en la Ley 24/1988 para que la CNMV se oponga a la adquisición de una participación significativa es de dos meses, entendiéndose aquella cuando se adquiera de forma directa o indirecta, al menos, el 5 % del capital o de los derechos de voto de la empresa. **17.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1989», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1989, Banco de España, pp. 120 a 122. **18.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1991», *Boletín Económico*, enero de 1992, Banco de España, pp. 63 y 64. **19.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1992», *Boletín Económico*, abril de 1992, Banco de España, pp. 68 y 69.

conurrencia de los requisitos de honorabilidad profesional y de conocimientos y experiencia que se exigen a los miembros del consejo de administración de una empresa de servicios de inversión en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

En segundo lugar, se flexibiliza el régimen económico de las sociedades rectoras de bolsas, de la Sociedad de Bolsas, de las sociedades rectoras de los mercados de futuros y opciones y de IBERCLEAR, puesto que no tendrán que someter su presupuesto anual a la aprobación de la CNMV o, en su caso, de la comunidad autónoma correspondiente, ni el organismo regulador podrá imponer modificaciones en el mismo. No obstante, la CNMV o, en su caso, la comunidad autónoma correspondiente mantienen la potestad de aprobar las tarifas de estas entidades, a las que podrán establecer excepciones o limitaciones a los precios máximos de esos servicios cuando puedan afectar a la solvencia financiera de las sociedades rectoras, provocar consecuencias perturbadoras para el desarrollo del mercado de valores o contrarias a los principios que lo rigen, o introducir discriminaciones injustificadas entre los distintos miembros de la Bolsa.

Respecto al Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, se introducen modificaciones en los mecanismos de aseguramiento de la entrega de valores, y, en concreto, en el régimen de los préstamos de valores vinculados de IBERCLEAR, para evitar el efecto de inflación transitoria de títulos que puede darse en ciertos supuestos de liquidación de operaciones de compraventa de valores.

Por otro lado, IBERCLEAR deberá establecer los procedimientos de prevención de demoras en la entrega de aquellos valores cuyas características, número y tipo de operaciones, incidencias surgidas y otras circunstancias relevantes así lo aconsejen. Esos procedimientos podrán incluir plazos y requisitos especiales para la tramitación y liquidación de las operaciones sobre esos valores, registros diferenciados de los valores cuya entrega se haya comprometido y, de ser necesario, los sistemas de resolución de las discrepancias que puedan surgir en la liquidación de las operaciones, incluyendo las prestaciones sustitutorias de las obligaciones incumplidas y las indemnizaciones a las entidades perjudicadas con cargo al efectivo de las operaciones en cuestión y a las penalizaciones que se impongan a las entidades incumplidoras. Igualmente, podrá establecer sistemas diferenciados para asegurar la entrega de los valores que figuren en las cuentas de las entidades participantes en el Registro Central y de aquellos otros anotados en las cuentas de los registros contables de detalle a cargo de tales entidades.

Por último, se actualizan el régimen económico y jurídico de las entidades adheridas a IBERCLEAR y los requisitos de adhesión al sistema, que serán determinados por el ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, por la CNMV.

**Modificación
del Reglamento de las
instituciones de inversión
colectiva (IIC)**

El Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre²⁰, aprobó el desarrollo reglamentario de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre²¹, de IIC, cuyos objetivos básicos son la flexibilización del marco de actuación de las IIC, el incremento de la protección de los inversores y la mejora del régimen de intervención administrativa.

Recientemente, se ha publicado el *Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se modifica el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, en lo que afecta a las IIC

20. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 124 a 129. **21.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82 a 85.

de inversión libre y a las IIC de IIC de inversión libre (es decir, el régimen de los *hedge funds* y los fondos de *hedge funds*, respectivamente).

El objeto fundamental de esta reforma es flexibilizar el régimen de estas IIC, especialmente en lo referente al régimen de reembolsos, para facilitarles un mayor crecimiento e implantación en el mercado. De este modo, se permite a estas IIC establecer un límite máximo del importe que se debe reembolsar en una determinada fecha, debiéndose aplicar reglas de prorrata cuando las peticiones de reembolsos superen ese límite máximo. Asimismo, estas instituciones pueden establecer períodos mínimos de permanencia para sus accionistas o participes, y un régimen de preavísos para las suscripciones y reembolsos, cualquiera que sea su cuantía, más flexible que el régimen general, aunque ambas circunstancias, deberán constar, en su caso, en el folleto de la institución.

Por otro lado, tienen la posibilidad de no otorgar reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo, aunque esta flexibilidad se ve compensada con una mayor exigencia de información en el folleto.

Las IIC de inversión libre no podrán realizar actividades de comercialización dirigidas a clientes que no tengan la consideración de cualificados (como son los inversores minoristas), si bien no se prohíbe que estos inversores puedan adquirir acciones y participaciones de IIC de inversión libre.

En relación con las IIC de IIC de inversión libre (fondos de *hedge funds*), se dispone que el uso de las opciones de establecer períodos mínimos de permanencia, el régimen de preavisos y la posibilidad de no otorgar reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo estén condicionados a que lo exijan las IIC en las que puedan invertir, y, además, se deberá tener en cuenta la política de comercialización de estas instituciones.

Fondos de titulización de activos: convenios de promoción (FTPymes)

El Real Decreto Ley 3/1993, de 26 de febrero, sobre medidas urgentes en materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, y la Ley 3/1994, de 14 de abril²², por la que se adaptó a la legislación española la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, en sus disposiciones adicionales, regularon los fondos de titulación hipotecaria (FTH) y las adaptaciones oportunas para la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas, que se instrumentarían a través de los denominados fondos de titulación de activos (FTA). El Real Decreto 926/1998, de 14 mayo²³, desarrolló los FTA y sus sociedades gestoras, estableciendo el marco de referencia de la titulización de activos en nuestro país. Por su parte, la Orden Ministerial de 28 de mayo de 1999 estableció el régimen y contenido de los convenios de promoción que podrían suscribir el MEH —a través del Tesoro— con las sociedades gestoras de los FTA, con el objeto de promover la creación de FTA, que, bajo la denominación comercial «FTPymes», pudieran beneficiarse del aval del Estado para garantizar los valores de renta fija que emitan con el fin de favorecer la financiación empresarial.

La experiencia acumulada tras varios años en esta área ha recomendado introducir ciertas modificaciones en el procedimiento administrativo de concesión de los avales y añadir algunos nuevos requisitos en el ámbito de la constitución de los FTA. Todo ello se ha llevado a cabo mediante la Orden Pre/3/2007, de 10 de enero (BOE del 12), sobre los convenios de promoción de FTA para favorecer la financiación empresarial.

22. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 92 a 96. 23. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1998», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1998, Banco de España, pp. 94 a 96.

**Requisitos de
transparencia relativos
a la información sobre
los emisores cuyos
valores se admiten
a negociación en un
mercado regulado**

En concreto, se modifica el plazo de presentación de las solicitudes de formalización de los convenios (de 15 días a un mes) y se habilita al director general de Política de la Pequeña y Mediana Empresa para que lo modifique cuando las condiciones de emisión en los mercados así lo aconsejen. Asimismo, se introduce la posibilidad de que la CNMV pueda incluir en la propuesta de concesión del aval una comisión a favor del Estado, cuya cuantía se fijaría en función del valor nominal de los valores de renta fija avalados y su calificación crediticia, que deberá satisfacer la sociedad gestora del FTA. Por último, se introducen ciertas mejoras técnicas en el desarrollo del procedimiento.

La Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, estableció los principios generales para armonizar los requisitos de transparencia respecto a la posesión de derechos de voto o de instrumentos financieros que den derecho a adquirir acciones que lleven aparejados derechos de voto.

Recientemente, la *Directiva 2007/14/CE, de la Comisión, de 8 de marzo de 2007* (DOUE del 9), ha establecido disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE.

La Directiva tiene la finalidad de asegurar que, mediante la divulgación de información exacta, completa y puntual sobre los emisores de valores, se fomente y se mantenga la confianza del inversor. Asimismo, se obliga a los emisores a estar informados de los movimientos que afecten a participaciones importantes en las empresas y, a su vez, mantener informado al público. Las normas de aplicación de las prescripciones deberán elaborarse de manera que aseguren un elevado nivel de protección de los inversores, fortalezcan la eficiencia del mercado y se apliquen de manera uniforme.

El contenido mínimo del resumen de los estados financieros semestrales, cuando no haya sido preparado de conformidad con las normas internacionales de contabilidad, deberá evitar una imagen engañosa de los activos, de los pasivos, de la situación financiera y de los resultados del emisor. Asimismo, el contenido de los informes semestrales deberá asegurar una transparencia adecuada para los inversores mediante un flujo regular de información sobre los resultados del emisor, presentándose la información de manera que sea fácil de comparar con la proporcionada en el informe de gestión del año anterior. En concreto, se incluirá la siguiente información comparativa: el balance al final de los primeros seis meses del ejercicio en curso, el balance comparativo al final del ejercicio inmediatamente anterior, y la cuenta de pérdidas y ganancias para los primeros seis meses del ejercicio en curso con información comparativa respecto al período comparable del ejercicio anterior²⁴.

Respecto a las operaciones importantes con partes vinculadas, los emisores harán públicas, como mínimo, las siguientes: las operaciones con partes vinculadas que hayan tenido lugar en los seis primeros meses del ejercicio en curso y que hayan afectado sustancialmente a la situación financiera o los resultados de la empresa durante ese período, y cualquier cambio en las operaciones con partes vinculadas descritas en el último informe anual que puedan haber tenido un efecto sustancial en la situación financiera o los resultados de la empresa en los primeros seis meses del ejercicio en curso.

En cuanto a los mecanismos de control de los creadores de mercado por las autoridades competentes, la Directiva precisa el modo en que dicha autoridad pueda verificar si se cum-

24. Esto último, a partir de los dos años siguientes a la entrada en vigor de la Directiva, que fue el pasado 29 de marzo.

plen las condiciones para la exención concedida a los creadores en cuanto a la notificación de información sobre las participaciones importantes. Además, las actividades del creador de mercado se llevarán a cabo con total transparencia, por lo que, cuando la autoridad competente se lo solicite, deberá ser capaz de especificar las actividades realizadas en relación con el emisor en cuestión y, en particular, las acciones o instrumentos de mercado que posea para llevar a cabo actividades de creación de mercado.

Otros apartados de la Directiva contemplan los requisitos para la divulgación de información de los emisores a los medios de comunicación, de manera que lleguen a los inversores de una manera uniforme y transparente, así como asegurarse que los que estén situados en un Estado miembro distinto del Estado miembro del emisor tengan igual acceso a dicha información. Todo ello, sin perjuicio del derecho del Estado miembro de solicitar a los emisores la publicación total o parcial de la información regulada en los medios de comunicación, en su propio sitio web o en otros accesibles a los inversores.

**Nuevo Reglamento
del Impuesto sobre la
Renta de las Personas
Físicas y modificación
del Reglamento de Planes
y Fondos de Pensiones**

La Ley 35/2006, de 28 de noviembre²⁵, del IRPF y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, abordó una reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) con la que se pretendía, fundamentalmente, disminuir la carga tributaria que soportan las rentas del trabajo, recuperar la igualdad en el tratamiento fiscal de las circunstancias personales y familiares, establecer un trato fiscal neutral entre las distintas colocaciones del ahorro financiero y reordenar los incentivos fiscales destinados a la previsión social para atender tanto a las situaciones de envejecimiento como, por primera vez, a las situaciones de dependencia.

Recientemente, se promulgó el *Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo* (BOE del 31), por el que se aprueba el Reglamento del IRPF, aprobado por la Ley 35/2006, y se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero²⁶. El Reglamento del IRPF se ajusta a la sistemática de la Ley 35/2006, respetando la estructura del texto normativo, a la vez que deroga el anterior Reglamento del IRPF, aprobado por el Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio. A continuación se reseñan los principales cambios efectuados, sobre todo, en el ámbito financiero.

En lo que se refiere a los rendimientos de capital mobiliario, se adapta la regulación como consecuencia de la no aplicación de la reducción por obtención de rendimientos con período de generación superior a dos años u obtenidos de forma notoriamente irregular en el tiempo a aquellos rendimientos que forman parte de la base imponible del ahorro.

Por lo que respecta a las ganancias y pérdidas patrimoniales, a efectos de la aplicación de la exención por transmisión de la vivienda habitual por mayores de sesenta y cinco años o personas en situación de dependencia severa o gran dependencia, así como para la exención por reinversión en vivienda habitual, se permite considerar como vivienda habitual aquella que reúna tal condición en el momento de la venta o hubiera tenido tal consideración hasta cualquier día de los dos años anteriores a la fecha de transmisión. De esta forma, se permite que el contribuyente pueda dejar de residir efectivamente en dicha vivienda, disponiendo de un plazo adicional para su venta sin la pérdida de la correspondiente exención.

25. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006», *Boletín Económico*, enero de 2007, Banco de España, pp. 98 a 101. 26. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, p. 92.

En otro orden de cosas, se han incorporado nuevas obligaciones formales de información para las entidades aseguradoras que comercialicen seguros de dependencia, planes de previsión asegurados o planes individuales de ahorro sistemático, y se ha desarrollado la obligación de información a cargo de los contribuyentes que sean titulares de patrimonios protegidos. Además, es relevante la incorporación de una nueva disposición adicional que permite a los tomadores de los planes individuales de ahorro sistemático movilizar su provisión matemática a otro plan individual de ahorro sistemático del que sean tomadores.

Dentro de las disposiciones transitorias, entre otros aspectos, se mantiene el régimen de reinversión de beneficios extraordinarios operando de la misma forma que en la actualidad, y se amplía lo dispuesto en la actual regulación para sociedades transparentes a las sociedades patrimoniales.

Por último, se efectúan las modificaciones pertinentes en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, para adaptarlo a las modificaciones que ha introducido la Ley 35/2006 en el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre²⁷. Asimismo, se establece un período transitorio de adaptación de las especificaciones de los planes de pensiones a los cambios introducidos en su normativa reglamentaria, que será de doce meses desde la entrada en vigor de esta norma.

El Real Decreto entró en vigor el pasado 1 de abril, salvo las modificaciones introducidas tanto en el Reglamento del IRPF como en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, relativas a la movilización de la provisión matemática a otros planes de previsión o a otros planes de pensiones, que lo harán el 1 de enero de 2008.

10.4.2007.

27. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 89 y 90.