

# LA REGULACIÓN FINANCIERA ESPAÑOLA DESDE LA ADHESIÓN A LA UNIÓN EUROPEA

Juan Carlos Casado,  
Juan Alberto Campoy y Carlos Chuliá

# LA REGULACIÓN FINANCIERA ESPAÑOLA DESDE LA ADHESIÓN A LA UNIÓN EUROPEA

Juan Carlos Casado,  
Juan Alberto Campoy y Carlos Chuliá (\*)

(\*) Agradecemos los comentarios y sugerencias de Fernando Gutiérrez, Beatriz Sanz, Eloísa Ortega, Javier Priego y Víctor García-Vaquero. Los posibles errores son de nuestra responsabilidad.

Banco de España - Servicio de Estudios  
Documento de Trabajo nº 9510

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-378-2

Depósito legal: M-9041-1995

Imprenta del Banco de España

## **RESUMEN**

El objetivo de este documento es el de dar una visión pormenorizada de los acontecimientos más significativos en el campo de la regulación financiera desde 1986, fecha de la adhesión española a la Unión Europea, hasta nuestros días.

El proceso de liberalización e internacionalización del sistema financiero español, iniciado a mediados de la década de los setenta, tomó un especial impulso desde la firma del Tratado de Adhesión, de modo que la producción de disposiciones financieras ha estado marcada, entre otros factores, por la adaptación de la legislación española a la normativa comunitaria.

Asimismo, el período analizado tiene especial relevancia al coincidir en el mismo la renovación del Tratado de Roma -a raíz de la publicación del Libro Blanco de la Comisión Europea en 1985-, y el Tratado de la Unión Europea, firmado en Maastricht en 1992, que abrió una nueva etapa en la creación de un único mercado financiero, caracterizado por la libre circulación de capitales y la libre prestación de servicios financieros en el ámbito de la Unión Europea.



# **LA REGULACIÓN FINANCIERA ESPAÑOLA DESDE LA ADHESIÓN A LA UNIÓN EUROPEA<sup>1</sup>**

## **ÍNDICE**

- 1. INTRODUCCIÓN**
- 2. ANTECEDENTES Y PRINCIPIOS DE LA REGULACIÓN  
FINANCIERA COMUNITARIA**
- 3. LOS CAMBIOS REGULATORIOS MÁS RELEVANTES EN EL  
SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL**
  - 3.1. SISTEMA CREDITICIO**
  - 3.2. MERCADOS DE VALORES**
  - 3.3. OTROS MERCADOS E INSTITUCIONES**
  - 3.4. SISTEMAS DE PAGOS**
  - 3.5. MOVIMIENTOS DE CAPITAL CON EL EXTERIOR**

---

<sup>1</sup> Una exposición detallada y comentada de las novedades aparecidas en la regulación financiera desde 1986 puede encontrarse en los artículos trimestrales publicados en los boletines económicos del Banco de España de los meses de enero, abril, julio-agosto y octubre de cada año.

## ANEJO: APÉNDICE REGULATORIO

### **I. Sistema crediticio**

1. Normativa General
2. Banco de España
3. Crédito Oficial
4. Cooperativas de crédito
5. Coeficiente de caja
6. Coeficiente de inversión
7. Disciplina e intervención
8. Regulación de la solvencia y de la suficiencia de los recursos propios
9. Información contable
10. Transparencia y relaciones con la clientela
11. Fondo de Garantía de Depósitos

### **II. Mercados de valores**

1. Normativa General
2. Mercado primario
3. Mercado secundario
  - 3.1. Bolsas de Valores
  - 3.2. Mercado de deuda pública
    - a) agentes y condiciones para la negociación en el mercado secundario
    - b) condiciones para la emisión de valores públicos
  - 3.3. Mercado de bonos en pesetas emitidos por no residentes (bonos matador)
  - 3.4. Mercado de renta fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF)
  - 3.5. Mercados organizados de futuros y opciones
  - 3.6. Solvencia, supervisión, transparencia y normas de actuación de los mercados de valores

### III. Otros mercados e instituciones

1. Instituciones de inversión colectiva
2. Mercado hipotecario
3. Planes y fondos de pensiones
4. Garantía recíproca y reafianzamiento
5. Capital-riesgo
6. Entidades aseguradoras

### IV. Sistemas de pagos

1. Servicio telefónico del mercado de dinero
2. Sistema nacional de compensación electrónica

### V. Movimientos de capital con el exterior

1. Normativa general
2. Operaciones invisibles corrientes
3. Avaes y garantías con el exterior
4. Cobros y pagos entre residentes y no residentes
5. Inversiones extranjeras en España
6. Inversiones españolas en el exterior
7. Préstamos financieros recibidos del exterior
8. Préstamos financieros concedidos al exterior
9. Operatoria en moneda extranjera y mercado de divisas





## 1. INTRODUCCIÓN

Hasta 1986, fecha del ingreso de España en la Unión Europea (en adelante, UE), la regulación financiera de nuestro país mantenía un alto grado de impermeabilidad frente al exterior, aunque, durante algunos años antes, se fueron promulgando algunas reformas que, a pesar de su timidez, reflejaban una orientación más abierta.

Los compromisos internacionales contraídos por España con la firma del Tratado de Adhesión a la Unión Europea modificaron totalmente el marco de la normativa, cuyos contenidos básicos tuvieron que armonizarse con los establecidos a escala europea. Desde entonces, la actividad regulatoria en el campo financiero se ha guiado por los principios de apertura, liberalización y refuerzo de la supervisión preventiva.

Es necesario constatar que la liberalización y la apertura al exterior de nuestro sistema financiero no se debieron a la adhesión española a la Unión Europea; seguramente se hubieran producido de todos modos, pero el proyecto europeo proporcionó un calendario y un marco de referencia que guió el modelo regulatorio.

Integrados en ese nuevo marco regulatorio, los agentes han podido actuar con mucha mayor libertad. Ello, unido a los avances tecnológicos aplicados al campo financiero, ha dado lugar a una profunda modernización de las estructuras básicas de nuestro sistema financiero en poco menos de una década.

Este trabajo presenta una revisión sistemática de la normativa financiera más significativa aparecida a lo largo de los últimos años. Dada la densidad y riqueza de las disposiciones financieras promulgadas en esas fechas, el trabajo se ha organizado en cuatro epígrafes, incluyendo el introductorio. En el epígrafe segundo, se recogen los antecedentes del proceso de reforma regulatoria desarrollado a partir de 1986. En el apartado tercero, se describen los cambios regulatorios más significativos en el sistema financiero español, agrupados en cinco grandes bloques: sistema crediticio, mercado de valores, otros mercados e instituciones, sistema de pagos y movimientos de capital con el exterior. Finalmente, se

acompaña un anejo regulatorio donde se comentan las normas financieras más relevantes, clasificadas en cada uno de esos cinco apartados.

## **2. ANTECEDENTES Y PRINCIPIOS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA COMUNITARIA**

Los rasgos del modelo financiero español actual se trazaron, en sus elementos básicos, a mediados de la década de los setenta. El reconocimiento por las autoridades españolas de la necesidad de revisar la estructura de nuestro sistema financiero, para erradicar las rigideces que impedían la asignación eficiente de los recursos financieros, puso en marcha una serie de iniciativas reformadoras.

La estrategia diseñada para llevar a cabo esta revisión formaba parte de un proyecto de modernización integral de la economía española que exigía una adecuada sincronización de las diversas actuaciones sectoriales. Por tanto, las medidas de contenido financiero se incardinaron en los programas políticos y económicos formulados en 1977: El programa de actuación económica, el programa de saneamiento y reforma económica y los pactos de la Moncloa.

A partir de enero de 1986, tras la firma del Tratado de Adhesión en junio del año anterior, España se incorporó a la UE en calidad de miembro de pleno derecho, despejándose así muchas incertidumbres que pudieran haber existido sobre la orientación de su política económica. La regulación financiera española dispuso, por su parte, de un marco normativo de referencia con el que debía armonizarse, lo que se tradujo en un impulso renovado al proceso de liberalización y apertura financieras, trazado casi diez años antes.

La primera consecuencia inmediata de la incorporación de España a la UE fue la aceptación obligatoria del denominado acervo comunitario, es decir, del conjunto de su regulación jurídica, que incluye los Tratados Constitutivos, los acuerdos internacionales concluidos por la UE y las demás disposiciones de derecho derivado: reglamentos, directivas, decisiones y recomendaciones.

La incorporación de España a la UE en 1986 coincidió con un momento en el que el proyecto de creación de un mercado financiero integrado había recibido un impulso renovador. En efecto: aunque el Tratado de Roma preveía la creación de un gran mercado financiero europeo, como parte integrante del mercado común, los desarrollos subsiguientes tendentes a su puesta en práctica tuvieron un alcance limitado. Por ese motivo, y con objeto de dar un impulso renovado al proyecto, la Comisión Europea publicó en 1985 el Libro Blanco sobre el Mercado Interior, entendido como "un espacio sin fronteras interiores, donde la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estén asegurados" y cuya culminación habría de alcanzarse no más tarde del 31 de diciembre de 1992.

En la esfera financiera, la unicidad de mercado exigía el levantamiento de todos los obstáculos que impidiesen la libre circulación de capitales y la libre prestación de servicios financieros en toda la UE.

Teniendo en cuenta la gran diversidad de condiciones nacionales de partida en lo que se refiere a las legislaciones sobre control de cambios y sobre prestación de servicios financieros por entidades no residentes, todas ellas formuladas y aplicadas con una perspectiva estrictamente nacional, el Libro Blanco adoptó un enfoque pragmático, cuyos elementos básicos eran la armonización legislativa y el principio del reconocimiento mutuo. En efecto: para que cada Estado miembro aceptase la prestación de servicios financieros por parte de entidades extranjeras autorizadas y supervisadas conforme a las normas de su país de origen<sup>2</sup>, era imprescindible una previa armonización de las legislaciones respectivas que, de haber sido excesivamente escrupulosa, podía haber impedido avanzar en el camino de la unificación conforme al calendario establecido. Por ello, se diseñó una táctica de mínimos, según la cual la armonización habría de abarcar los elementos estrictamente imprescindibles para facilitar el reconocimiento mutuo, permitiéndose a cada país el mantenimiento de su idiosincrasia regulatoria en los aspectos que no interpusieran barreras a la unicidad del mercado.

---

<sup>2</sup> En esto consiste el reconocimiento mutuo.

La armonización mínima tenía que abarcar, al menos, las normas de supervisión de las entidades financieras y las de protección de los ahorradores, con el fin de no poner en peligro un funcionamiento ordenado y estable del sistema financiero europeo y, al mismo tiempo, no obstaculizar la competencia entre las entidades.

Con la firma del Acta Única Europea en 1986, se incorporaron a los tratados constitutivos de la UE los principios fundamentales recogidos en el Libro Blanco, alcanzando, con ello, el carácter de derecho primario. Consiguientemente, España, al adherirse a la Unión Europea, asumió formalmente el compromiso de llevar a cabo las reformas internas requeridas por la construcción del mercado interior y, entre ellas, las relativas al sector financiero.

Ello exigía profundizar y acelerar las transformaciones estructurales que, en la línea trazada en los programas de 1977, sirviesen de elemento indispensable para colocar a nuestras entidades y mercados en condiciones de afrontar con éxito el nuevo orden financiero europeo.

### **3. LOS CAMBIOS REGULATORIOS MÁS RELEVANTES EN EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL<sup>3</sup>**

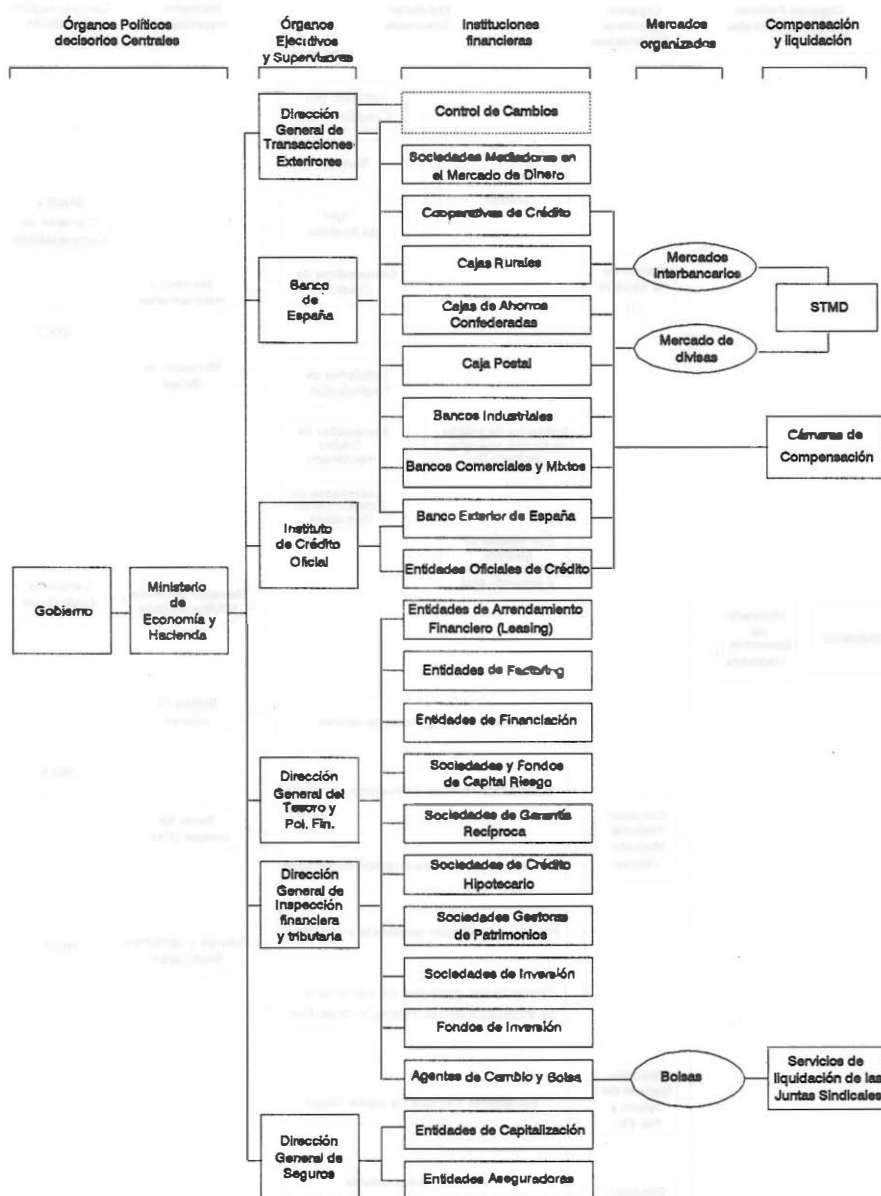
En este apartado, se revisan los cambios experimentados en la organización institucional del sistema financiero español como resultado de las transformaciones normativas en los últimos años.

Con ese fin, se realiza un ejercicio comparativo a partir de los gráficos 1 y 2, en los que se muestran dos instantáneas del organigrama del sistema financiero en 1986 y 1994, respectivamente. El gráfico 1 procede, con alguna modificación, del trabajo de Gil, G. (1984), mientras que el gráfico 2 corresponde a una ampliación actualizada del incluido en Pellicer, M. (1992).

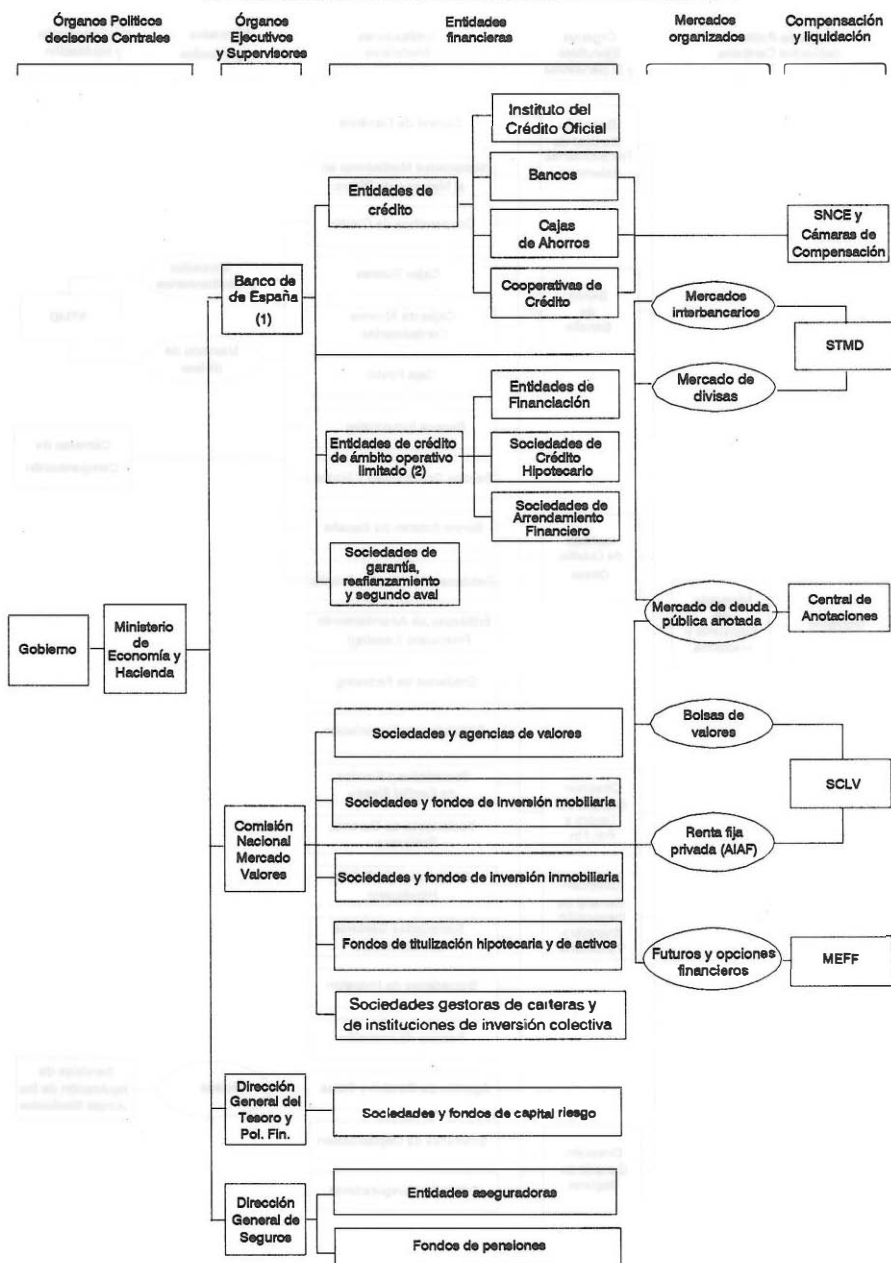
---

<sup>3</sup> Agradecemos el apoyo informático prestado por J.A. Cuenca para la confección de los gráficos 1 y 2.

# 1. ORGANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL (1986)



## 2. ORGANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL (1994)



(1) En el ámbito de la política monetaria, goza de plena autonomía desde 2-8-94

(2) Deberán transformarse en establecimientos financieros de crédito antes del 1 de enero de 1997

La situación subyacente al organigrama de 1986 se caracterizaba por la existencia de múltiples imperfecciones:

1. La existencia de controles de cambios que interponían una barrera proteccionista a las entidades nacionales frente a la competencia externa.

2. La vigencia de una gran dosis de intervencionismo administrativo, reflejado en una serie de aspectos como los siguientes:

- La fijación administrativa de algunos tipos de interés.
- La exigencia de multitud de autorizaciones administrativas previas para el ejercicio de la actividad financiera.
- La existencia de importantes limitaciones operativas e instrumentales.
- Un esquema de especialización bancaria legalista.
- Una cierta rigidez y confusión financiero-fiscal, expresada, por una parte, en la dependencia directa del Ministerio de Economía y Hacienda de diversidad de instituciones financieras, y, por otra, en la responsabilidad conjunta de dos Direcciones Generales en la vigilancia de un buen número de entidades.

3. La imposición legal de importantes ineficiencias asignativas a través de los coeficientes obligatorios y de los circuitos privilegiados de financiación, en buena parte vinculados al crédito oficial.

4. Reducida variedad de instrumentos financieros y práctica ausencia de mercados de valores abiertos, profundos, transparentes y líquidos: solamente las bolsas de valores.

5. Aunque en el organigrama se observa que había una gran variedad de instituciones financieras, casi las mismas que en la actualidad, en la práctica su cuota de mercado era bastante más pequeña que la actual.



6. No existía un organismo público encargado de la supervisión y vigilancia de los mercados de valores.

Como se aprecia en el gráfico 2, la situación cambió notablemente en el transcurso de ocho años. Su comparación con el gráfico 1 pone de relieve las diferencias existentes que, en lo fundamental, son las siguientes:

1. Los diversos cambios se han producido a niveles organizativos inferiores del plano político, es decir, no han afectado al órgano que reúne las competencias principales sobre el sistema financiero - con excepción de las prerrogativas que se le han otorgado al Banco de España, en el ámbito de la política monetaria, con ocasión de la ley de autonomía-.

2. Sin embargo, se observa una reasignación de responsabilidades competenciales muy significativa y con un sentido nítido. Los órganos dotados de personalidad jurídica propia y grandes dosis de autonomía en el ejercicio de sus funciones, se han convertido en la base del nuevo esquema de vigilancia, supervisión y control del sistema, en lugar de las Direcciones Generales del Ministerio: tres de ellas han desaparecido y la restante ha reducido su ámbito de responsabilidad directa a las sociedades y fondos de capital riesgo. Como se sabe, las Direcciones Generales no gozan de personalidad jurídica independiente de la del Ministerio al que están adscritas ni actúan con la autonomía funcional de que disponen los otros dos órganos: el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Como reflejo de la reducción gradual de la presencia directa del sector público en el sistema financiero, las antiguas entidades oficiales de crédito desaparecen y, aunque no se aprecia en el organigrama, la Caja Postal se ha desgajado del Ministerio de Transportes. Todas estas entidades han sido reconvertidas en bancos que, constituidos por varias sociedades anónimas con mayoría de capital público estatal están atravesando un proceso de privatización parcial.

4. Se aprecia el abandono del modelo de especialización legal bancaria, desapareciendo la distinción entre entidades bancarias industriales y comerciales. Además, todas las entidades de crédito disponen de una plena equiparación operativa y de una supervisión unitaria. Reflejo de ello es el hecho de que casi todas las entidades que anteriormente dependían de la Dirección General de Tesoro y Política Financiera han pasado a depender del Banco de España.

5. No se han producido muchas novedades en cuanto a la variedad de instituciones financieras no bancarias, aunque sí en lo referente a sus cuotas relativas en el mercado. Las instituciones de nueva creación son las siguientes:

- Los establecimientos financieros de crédito
- Las Sociedades y los Fondos de Inversión Inmobiliaria
- Los Fondos de titulización hipotecaria
- Los Fondos de titulización de activos
- Los Fondos de pensiones
- Las Sociedades y las Agencias de Valores
- Las Sociedades gestoras de carteras (antes gestoras de patrimonios)

6. En el terreno de los mercados organizados, se aprecian las siguientes novedades:

- El de Deuda pública anotada
- Los de Productos derivados
- La Bolsa electrónica
- El de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros

7. En cuanto a los sistemas de compensación y liquidación, se han creado dos entornos electrónicos, el primero bajo la responsabilidad del Banco de España, y el segundo en la órbita de la CNMV:

- El Sistema Nacional de Compensación Electrónica
- El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

A continuación, se presenta una exposición más detallada de los cambios regulatorios más relevantes del sistema financiero español, dividida en cinco grandes bloques:

- Sistema crediticio
- Mercados de valores
- Otros mercados e instituciones
- Sistema de pagos
- Movimientos de capital con el exterior

### 3.1. SISTEMA CREDITICIO

La importancia que tiene el sistema crediticio en el conjunto del sistema financiero español explica la gran cantidad de normas promulgadas desde 1986. El proceso normativo ha tenido un carácter dual: liberalizador y tuitivo. En efecto: al tiempo que se ha producido una clara disminución de la intervención administrativa en el sistema, se ha asistido a un proceso de refuerzo de la vigilancia sobre su funcionamiento con el fin de reforzar los mecanismos de protección de los inversores y, en última instancia, del sistema en su conjunto.

Como puede observarse en el apéndice regulatorio del epígrafe, las medidas adoptadas se han orientado, en gran medida, a consolidar la apertura de nuestro sistema financiero al exterior hasta un nivel homologable al de nuestros socios comunitarios, con el objetivo de configurar un mercado único bancario -de acuerdo con lo preceptuado en el Tratado de la Unión Europea-. Un paso esencial en esta labor exigía la completa liberalización de movimientos de capital entre los Estados miembros, que consagró la Directiva 88/361, de 24 de junio de 1988, aunque fue la publicación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria -Directiva 89/646/CEE, de 15 de diciembre de 1989<sup>4</sup>- la pieza clave para la consecución de un marco de actuación común para las entidades de crédito.

La Segunda Directiva Bancaria, traspuesta recientemente a la legislación española<sup>5</sup>, descansa, por un lado, en el principio del derecho de establecimiento o licencia única<sup>6</sup> para ejercer la actividad bancaria en

---

<sup>4</sup> Con la publicación de la Segunda Directiva, culminó un proceso legislativo orientado a constituir un mercado único bancario, que se inició con la Directiva 73/183/CEE, de 28.6, y, sobre todo, con la Primera Directiva Bancaria 77/780/CEE, de 12.12.

<sup>5</sup> véase Ley 3/1994, de 14 de abril.

<sup>6</sup> La licencia única implica que, cuando una entidad de crédito ha recibido autorización para operar en un país comunitario, queda automáticamente autorizada para operar en todo el territorio de la Comunidad, mediante la apertura de sucursales o, directamente, mediante la libre prestación de

toda la UE, y, por otro, en el principio de supervisión y control por el país de origen en el que reside la sede de la entidad, a la vez que establece una estrecha colaboración entre las autoridades de los países miembros para la supervisión de los riesgos de mercado.

Por su parte, el éxito de la Unión Monetaria Europea, pieza esencial de la Unión, depende, en última instancia, del acierto en la creación de una autoridad monetaria supranacional -el futuro Sistema Europeo de Bancos Centrales (en adelante, SEBC)-, institución integrada por el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los países de la UE, cuyo nacimiento está previsto al comienzo de la tercera fase del proyecto de la Unión Monetaria. El SEBC será el encargado de diseñar y ejecutar una política monetaria única en el conjunto del área, que según el Tratado de la Unión Europea tendrá como objetivo primario la estabilidad de precios, sin perjuicio de apoyar las políticas económicas generales de la UE. Para ello, es necesario dotar a la nueva institución de las facultades necesarias para mantener la estabilidad monetaria en toda la demarcación del futuro mercado único europeo. Así, como paso previo, se requiere una reforma de las funciones de los bancos centrales de los países miembros, que les permita ejercer el control monetario sin la interferencia de otras necesidades específicas, en especial, la financiación directa y los déficit gubernamentales, dadas sus adversas repercusiones sobre la política monetaria.

En el caso español, esto implicaba la necesidad de otorgar al Banco de España un amplio grado de autonomía. Aunque dicha autonomía hubiera podido postergarse hasta la creación del SEBC, su regulación tuvo lugar por Ley en junio de 1994, de acuerdo con el espíritu del Tratado de la Unión<sup>7</sup>. Esta Ley exige, en el ámbito de la política monetaria, que el Banco de España no esté sometido a instrucciones del Gobierno o del Ministerio de Economía y Hacienda, de forma que pueda orientar dicha política al fin primordial de lograr la estabilidad de precios, aunque, salvaguardando este horizonte, podrá apoyar la política económica general

---

servicios.

<sup>7</sup> Véase Ley 13/1994, de 1.6.

del Gobierno. Como consecuencia de ello, el Tesoro y el resto de las instituciones de carácter público (incluidos los organismos comunitarios de esta índole) no podrán recibir ningún tipo de financiación del Banco de España, ni siquiera de carácter transitorio. Al mismo tiempo, el Banco de España no podrá adquirir directamente del Tesoro valores emitidos por este, sin perjuicio de que pueda efectuar operaciones en el mercado de deuda pública con ocasión del desarrollo de sus funciones de intervención monetaria.

Junto a la adopción de estas disposiciones fundamentales, se han ido publicando otras orientadas a crear un sistema financiero **más ágil** y eficiente en un entorno más competitivo, como la **eliminación** o reducción, según los casos, de los coeficientes obligatorios, el perfeccionamiento de los esquemas de supervisión y vigilancia, la liberalización de los precios, y el reforzamiento de los requisitos de transparencia y de difusión de información.

Entre todos los componentes de la regulación financiera española, en su configuración tradicional, los coeficientes bancarios de caja e inversión constituían uno de los elementos más característicos y sometidos a mayor crítica, en tanto que implicaban una notable restricción a la libre estructuración de los balances bancarios.

El coeficiente de recursos propios es, sin embargo, un instrumento financiero de distinta naturaleza. Su función consiste en acomodar la capacidad de crecimiento bancaria fijando una relación porcentual entre los recursos propios y la estructura de riesgo del balance, con la finalidad de contribuir a la salvaguarda de la solvencia de las entidades.

Con respecto a esos tres coeficientes, la acción normativa se ha orientado en tres direcciones:

1. Minimizar su impacto distorsionador en el mecanismo de asignación de recursos, dando prioridad a los criterios de mercado y, por tanto, a los precios relativos.

2. Dar un tratamiento uniforme a todas las entidades que, a pesar de tener denominaciones diferentes y peculiaridades propias, operan en segmentos de actividad homogéneos y en condiciones análogas.

3. Perfeccionar técnicamente la regulación de los recursos propios para ajustarla a la mayor libertad operativa.

Así, a lo largo del período analizado, se ha disminuido el volumen de fondos cautivos en los balances de las entidades de crédito, situándolos en niveles mínimos, compatibles con una alta competitividad de las entidades. Mediante actuaciones graduales, el coeficiente de caja ha quedado convertido, en la práctica, en un coeficiente muy cercano al mínimo técnico de las entidades bancarias. El coeficiente de inversión, por su lado, desapareció totalmente a finales de 1992.

El coeficiente de recursos propios es el único de los tres que, lejos de desaparecer, ha experimentado una profunda revisión. Con anterioridad a 1985, el antiguo coeficiente de garantía establecía una proporción entre los recursos propios y los de terceros, lo que se correspondía con la existencia de los otros coeficientes. En efecto: si las entidades no podían invertir libremente la totalidad de sus depósitos por existir un coeficiente de inversión, quedaba establecido un cierto control sobre la estructura de riesgos del balance, y el coeficiente no era más que una medida de la estructura del pasivo.

Sin embargo, la necesidad de proteger la confianza de los ahorradores en un nuevo contexto de mayor libertad, aconsejaba reconsiderar las modalidades de vigilancia de la solvencia bancaria. En el ámbito interno de las entidades, el foco de atención se centró básicamente en el activo, es decir, en las fuentes de riesgo, exigiendo el mantenimiento de un volumen de recursos propios adecuado al nivel de riesgo implícito en el balance, de modo que dos entidades con balances de igual tamaño pueden verse sometidas a coeficientes de recursos propios diferentes en razón de su grado de exposición al riesgo. Ello se completó con la creación de un marco común de supervisión administrativa de las entidades de crédito, que conllevaba el establecimiento de una normativa

sancionadora, la tipificación de las infracciones, y un reforzamiento de las funciones de supervisión, inspección y control atribuidas al Banco de España.

Por otro lado, la creciente liberalización operativa se ha traducido en la entrada de entidades no bancarias en los campos de actuación tradicionalmente cubiertos por las entidades de depósito y en la generación de instrumentos financieros sustitutivos próximos de los depósitos tradicionales. Por ello, se ha homogeneizado el tratamiento otorgado a todas ellas en lo relativo a los aspectos básicos de la regulación financiera.

En lo relativo a la fijación de tipos de interés y comisiones, en 1987 se culminó el proceso de liberalización que se había iniciado en 1981. Para que la libertad contractual surtiese todos los efectos deseados por las autoridades y los precios financieros recuperasen plenamente su potencial informativo, era imprescindible acompañar esas medidas liberalizadoras de otras que garantizaran, en lo posible, la correcta difusión de los precios y, consiguientemente, los cauces de publicidad y la transparencia.

Así, entre otras medidas, se estableció que las entidades de depósito deberían publicar los tipos de interés, de acuerdo con una medida homogénea -coste efectivo equivalente postpagable- y una tarifa de comisiones y de otros gastos repercutibles. Igualmente, se creó un Servicio de Reclamaciones en el Banco de España con la función de recibir las quejas de los clientes de las entidades de crédito derivadas de las actuaciones de estas que eventualmente quebrantasen las normas de disciplina o las buenas prácticas y usos bancarios.

En esa línea de transparencia y difusión de información, pueden inscribirse las medidas dirigidas a facilitar a las autoridades financieras toda la información relevante para el desempeño de las tareas de supervisión y vigilancia prudencial. Dado el papel central de la actividad bancaria en el conjunto del sistema económico, los avances liberalizadores aconsejaban perfeccionar el conocimiento de la actuación de esas entidades, para lo cual se ampliaron sus obligaciones contables mediante la promulgación de diversas circulares del Banco de España.



Por lo que se refiere al ámbito de la competencia en la industria de servicios bancarios, es posible distinguir dos vías de actuación. Por una parte, se ha potenciado la ampliación del número y variedad de las entidades oferentes de servicios financieros y de su actuación efectiva, y, por otra, se ha propiciado la desaparición de ciertas barreras operativas y de actuación geográfica. Así se ha culminado la total libertad de instalación en España de entidades de crédito extranjeras, de entidades españolas en el exterior y la de expansión geográfica de las cajas de ahorros. En este campo, cabría incluir el proceso de reestructuración de la Banca Pública que ha llevado a la transformación de las Entidades Oficiales de Crédito en auténticos bancos<sup>o</sup>, con sus mismas limitaciones legales y operativas.

### **3.2. MERCADOS DE VALORES**

Mientras que la modernización del sistema crediticio ha discurrido por unos cauces de reforma, respetando, básicamente, la estructura institucional existente, en el ámbito de los mercados de valores dicha modernización ha exigido, a mediados de la década de los ochenta, un cambio global y completo, modificándose el panorama institucional y creándose una serie de entidades hasta la fecha inexistentes. Entre el mercado de valores español de nuestros días y el de los primeros años ochenta, apenas existen puntos de conexión, lo que se justifica por la imposibilidad de llevar a cabo una renovación ordenada a partir de las estructuras previas.

Como resultado, el esquema actual de circulación de valores apenas se asemeja al vigente hace diez años. De hecho, frente a una situación de práctica inexistencia de unos mercados de valores eficientes, se ha pasado en un corto espacio de tiempo a disponer de una red completa de mercados de valores organizados y, aunque independientes, altamente integrados. Efectivamente, el mercado de valores de los primeros años ochenta se limitaba a la Bolsa de valores cuyo funcionamiento obedecía a unos procedimientos muy rudimentarios. En contraste, la situación actual se caracteriza por la existencia de una mayor variedad de mercados que,

además, están dotados de una estructura institucional y de unos procedimientos técnico-operativos modernos y eficaces.

La reforma de los mercados de valores en España se enmarca en una corriente internacional de renovación. Desde que en 1975 se eliminaron las comisiones fijas en la Bolsa de Nueva York, los mercados de valores no han dejado de acometer procesos de modernización de diversa intensidad<sup>8</sup>. Nuestra ley del mercado de valores -Ley 24/1988, de 28 de julio-, cuyos principios rectores coincidieron con los de los procesos desarrollados en esos otros países, instauró las condiciones necesarias para abordar un proceso de modernización ante la perspectiva del Espacio Financiero Europeo Unificado.

Una de las características de esa reforma fue, sin duda, la del notable retraso con que se acometió, lo que obligó a imprimir un ritmo muy vivo a los desarrollos normativos posteriores. Desde que se identificaron los principales problemas que agarraban el funcionamiento de nuestro mercado de valores en 1978<sup>9</sup> hasta que se tomó la decisión de corregirlos, transcurrieron diez años, período suficientemente largo para dar una idea de las dificultades que se tuvieron que superar.

De la magnitud del proceso reformador da idea la multiplicidad de aspectos contemplados por la Ley, que se concibió como una ley marco en la que abundan las referencias a desarrollos reglamentarios posteriores y en la que se renunciaba a facilitar una regulación completa de ninguno de los temas incluidos de su ámbito de aplicación.

Con el fin de presentar ordenadamente los principales aspectos de la reforma normativa, se ha considerado útil clasificarlos en cinco agrupaciones: instituciones, mercados, instrumentos, transparencia y supervisión.

---

<sup>8</sup> Algunas fechas significativas de estos procesos son: Londres en 1986, Francia y Portugal en 1988, Alemania en 1989, Bélgica en 1990 e Italia en 1991.

<sup>9</sup> Por parte de la Comisión para el estudio de los Mercados de Valores.

Desde el punto de vista institucional, la reforma supuso la desaparición de la estructura anterior. En un primer nivel, la responsabilidad directa de supervisión y tutela de los mercados de valores pasó de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera a un órgano de nueva creación dotado de personalidad jurídica propia que funciona con autonomía bajo la dependencia directa del Ministerio de Economía y Hacienda: La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Con respecto a los mercados de valores en general, la Ley de 1988 adoptó una posición flexible, admitiendo la existencia de diversos ámbitos de negociación que, no obstante, sometió a una regulación unitaria. En concreto, distinguió los mercados secundarios oficiales de valores y los mercados secundarios organizados no oficiales. Dentro de los primeros, la Ley incluye las bolsas de valores, el mercado de deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta, y, de acuerdo con la redacción legal, otros mercados de ámbito estatal y que se refieran a valores representados mediante anotaciones en cuenta que se pudieran crear en el futuro. Por el contrario, la Ley no ofreció una lista cerrada de los posibles mercados no oficiales, dejando abierta la posibilidad de que se creasen al amparo de lo preceptuado en la misma.

Por entonces, al igual que en la actualidad, existían en España cuatro bolsas en Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia<sup>10</sup>. Cada una de ellas estaba regida por su propia Junta Sindical que era elegida por los Agentes de Bolsa de cada plaza y que actuaba con grandes márgenes de autorregulación en lo relativo a la supervisión y a la vigilancia del mercado. Como consecuencia de la reforma, las Juntas Sindicales fueron sustituidas por las Sociedades Rectoras, y las facultades de supervisión y vigilancia fueron encomendadas a la CNMV. Asimismo, se creó un nuevo ámbito electrónico de negociación bursátil: el mercado continuo interconectado. Se trata del Sistema de Interconexión Bursátil de ámbito estatal gestionado por la Sociedad de Bolsas, entidad creada expresamente con esa finalidad. Este quinto mercado bursátil está soportado por una red

---

<sup>10</sup> La Bolsa de Valencia no se crea hasta 1980, funcionando hasta esa fecha como Bolsín, y, por tanto, sus cambios no eran considerados cotizaciones oficiales.

informática y de telecomunicaciones que permite la negociación continua desde las diez de la mañana hasta las cinco de la tarde.

Los intermediarios bursátiles tradicionales eran los agentes de cambio y bolsa, personas físicas, con carácter de fedatarios públicos, que accedían al cargo por oposición. La reforma sustituyó a estos mediadores por unos nuevos intermediarios societarios especializados: las sociedades de valores y las agencias de valores, únicas instituciones con capacidad para ser miembros de las bolsas.

Por último, otro punto destacable de la reforma fue la creación de un Sistema de Compensación y Liquidación de Valores, encargado de gestionar en exclusiva la compensación de valores y de efectivo resultantes de la negociación bursátil.

Con respecto al mercado de deuda pública anotada, hay que señalar que la ley del mercado de valores resolvió la situación de provisionalidad en que se encontraba tras su creación en 1987. Este mercado está regido por el Banco de España, y en el mismo se negocian valores de la deuda pública en anotaciones en cuenta. Más adelante, se reguló un nuevo sistema de contratación y negociación de deuda pública en la bolsa de Madrid, de acuerdo con un modelo de contratación continua, quedando la supervisión del sistema a cargo de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid.

Al amparo de las previsiones legales, el primero de agosto de 1991 se autorizó el funcionamiento del mercado privado no oficial de renta fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), y, posteriormente, en diciembre del mismo año, se regularon los mercados oficiales de futuros y opciones.

Por otro lado, aunque la ley del mercado de valores no reguló aspectos concretos de la instrumentación financiera, se hizo eco de una situación que venía requiriendo una referencia legal expresa: la materialización de los valores mobiliarios. En este punto, la ley obvió la tradicional adscripción del valor al título físico como forma normal de materialización. En concreto, toda la reforma pivota sobre el concepto de

valor negociable, término que permite equiparar los titulos-valor tradicionales con las anotaciones en cuenta, innovación instrumental y operativa introducida en nuestros mercados a través del Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado -aunque se utilizaron por primera vez en la negociación de los pagarés del Tesoro- y cuyo régimen jurídico se regula finalmente en la Ley del mercado de valores.

En cuanto a la transparencia, la ley estableció el principio general de la libertad de emisión y de organización de las colocaciones de valores, concediendo un amplio margen de maniobra y una gran flexibilidad a la puesta en circulación de los valores negociables, aunque obligando a difundir información suficiente para la evaluación por el mercado de las emisiones proyectadas. Así, las entidades emisoras de valores deben cumplir con los requisitos de haber realizado una auditoría previa, de comunicación a la CNMV, de publicidad y de registro de un folleto informativo de las emisiones proyectadas.

Para las operaciones de mercado secundario, se estableció un criterio análogo, aunque incorporándose la necesidad de garantizar la transparencia operativa y la protección de los pequeños inversores. Además, de acuerdo con la regulación comunitaria, se previó la aplicación de normas de conducta aplicables a todos cuantos operasen en los mercados de valores, dando prioridad a los intereses de los inversores sobre los de los intermediarios y proscribiendo el uso de información privilegiada.

Las tareas de supervisión, inspección, control y sanción fueron encomendadas a la CNMV, excepto en lo relativo al mercado de deuda pública anotada, que corresponde al Banco de España. No obstante, con el fin de evitar posibles conflictos competenciales entre ambas instituciones, la ley 24/1988 fijó un régimen de coordinación basado en que la tutela última de la solvencia de las entidades financieras afectadas es responsabilidad del organismo que lleve el correspondiente registro de las mismas y que la supervisión del funcionamiento de los mercados de valores es función de la CNMV.

### 3.3. OTROS MERCADOS E INSTITUCIONES

Desde 1986, se han registrado algunas novedades significativas, en el ámbito de otros mercados e instituciones financieras. En algunos casos, han consistido en la simple activación de instituciones preexistentes, que subsistían con unos niveles de actividad muy bajos, como las instituciones de inversión colectiva. En otros, se ha procedido a la creación de nuevas instituciones, como los planes y fondos de pensiones, los fondos de titulización hipotecaria, las instituciones de inversión colectiva (IIC) de carácter inmobiliario, y los fondos de titulización de activos -estos últimos, pendientes de desarrollo reglamentario.

Las IIC son entidades cuyo objeto es la captación pública de fondos, bienes o derechos para gestionarlos, y en las que el rendimiento del inversor se establece en función de los resultados colectivos. La gestión profesional por una entidad especializada (la sociedad gestora) de un alto volumen de fondos permite al aportador individual o partícipe la obtención de una mejor rentabilidad con un menor nivel de riesgo, debido a la existencia de economías de escala y a la posibilidad de practicar políticas de diversificación. Las IIC se clasifican entre las que tienen carácter financiero (fondos y sociedades de inversión) y el resto (fondos de pensiones, fondos y sociedades de inversión inmobiliaria).

Tras la promulgación de la ley 46/1984<sup>11</sup>, que proporcionó el adecuado marco legal de funcionamiento, las IIC de carácter financiero han experimentado un crecimiento vertiginoso, de manera que, desde 1986 a 1994, se han multiplicado por 20 los fondos depositados por el público en las mismas<sup>12</sup>. La creciente preferencia por este tipo de inversiones se explica por la confluencia de un conjunto de factores, ya que, junto a unos niveles de rentabilidad acordes con los de los mercados monetarios y de valores- y de elevada liquidez -porque se pueden convertir las participaciones en medios de pago con cierta rapidez-, se unen las

---

<sup>11</sup> Modificada por la ley 24/1988 del mercado de valores.

<sup>12</sup> En 1986, el importe del patrimonio de los partícipes ascendía a 602 mm, y, en el primer trimestre de 1994, alcanzó 12.353 mm.

ventajas fiscales tanto para las instituciones como para los partícipes. También hay que tener en cuenta el protagonismo, cada vez mayor, de las entidades bancarias y del Tesoro (por su decidida promoción de los Fondtesoro) en la comercialización de este tipo de productos, y la eficiencia del mercado de deuda anotada, donde opera habitualmente este tipo de instituciones.

Los planes de pensiones están definidos por unas obligaciones de contribución (de los partícipes) a un patrimonio (fondo de pensiones), la administración del mismo, y unos derechos de percepción (por los beneficiarios) en determinados supuestos: jubilación, viudedad, orfandad e invalidez. La considerable amplitud de la cobertura del sistema público de Seguridad Social ha actuado en contra de la aparición de los planes y fondos de pensiones en nuestro país. No obstante, los cambios en las perspectivas demográficas y del mercado de trabajo, así como las negativas perspectivas financieras de las pensiones públicas, contribuyeron a su regulación por la Ley 8/1987, concibiéndose como instrumentos de previsión social de adscripción voluntaria y complementarios a los esquemas públicos de seguridad social. El principio básico de estas instituciones consiste en la realización de aportaciones que, mediante la aplicación de sistemas de capitalización, permiten acumular un patrimonio futuro para hacer frente a las prestaciones cubiertas. Los fondos invertidos por los partícipes a lo largo del tiempo no son susceptibles de rescate, lo que confiere a estos activos una liquidez muy baja. Este hecho facilita, por una parte, el incremento en la oferta de capital a largo plazo de la economía, y, por otra parte, permite a los partícipes la obtención de una alta rentabilidad, derivada de la vigente en los mercados financieros en los que se invierte y de la desgravación fiscal de la que se benefician.

El mercado hipotecario, en tanto que pieza fundamental de la política de vivienda, ha sido objeto de una serie de medidas de fomento. Se ha tratado, en último término, de resolver la necesidad de nuestro sistema financiero de contar con pasivos a medio y largo plazo, con los que financiar los préstamos con garantía hipotecaria. Las principales medidas adoptadas han sido: a) una normativa legal favorable a la emisión de valores del mercado hipotecario (cédulas, bonos y participaciones): tanto

desde el punto de vista fiscal (opacidad y desgravación) como con una perspectiva financiera (no computabilidad en los coeficientes de caja e inversión); b) la extensión de la posibilidad de emitir cédulas hipotecarias a todo el sistema bancario, así como a las entidades de financiación y a las sociedades de crédito hipotecario; c) la regulación de los fondos de titulización hipotecaria, y d) la creación de las nuevas instituciones de inversión colectiva inmobiliarias.

Los fondos de titulización hipotecaria surgieron en 1992 para facilitar la financiación de vivienda mediante la movilización de los créditos hipotecarios otorgados por las entidades de crédito a su clientela. Dichos fondos son agrupaciones de participaciones hipotecarias que constituyen patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, cuyo objetivo es el de transformar los conjuntos de participaciones hipotecarias adquiridos a las entidades de crédito en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y susceptibles de negociación en mercados de valores organizados.

Las IIC inmobiliarias surgieron para incentivar la inversión en viviendas y en otros bienes inmuebles. El régimen general aplicable a las mismas es similar al que se aplica a las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, aunque pueden gozar de un régimen tributario favorable si ciñen su objeto social, exclusivamente, a la inversión en viviendas y al posterior arrendamiento de las mismas.

Por otra parte, recientemente se ha facultado al Gobierno<sup>13</sup> para extender el régimen previsto en los fondos de titulización hipotecaria, con las adaptaciones oportunas, a los fondos de titulización de activos, los cuales permiten la titulización de otros préstamos -no hipotecarios-, derechos de crédito, los derivados de operaciones de leasing, y otros relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas.

En el apéndice regulatorio de este epígrafe, se ha incluido la normativa de la actividad aseguradora que, también a impulsos de la

---

<sup>13</sup> Al amparo de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se traspone la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria al ordenamiento jurídico español.



liberalización comunitaria, ha registrado profundos cambios en los ámbitos de la libertad de establecimiento y de prestación de servicios, tanto en el ramo de seguros de vida como en el de distintos del de vida.

#### **3.4. SISTEMAS DE PAGOS**

En el terreno de los sistemas de pagos, se han producido dos innovaciones muy significativas: la creación y desarrollo del servicio telefónico del mercado de dinero (STMD) y del sistema nacional de compensación electrónica (SNCE), ambos centralizados en el Banco de España.

El STMD se creó en 1976 y solo estaba abierto para los bancos y cajas de ahorros. Únicamente podía usarse para ordenar telefónicamente adeudos y abonos en las cuentas corrientes abiertas en el Banco de España, originados por la liquidación de operaciones de préstamo a plazo fijo, concertadas en el mercado interbancario de depósitos. Posteriormente, se fueron ampliando las funciones del STMD como consecuencia de las modificaciones en los mecanismos de intervención del Banco de España en los mercados monetarios y de deuda. Cabe destacar, en 1986, la creación de las cuentas de tesorería de las entidades de depósito para separar las operaciones convencionales de cuenta corriente de las resultantes de los mercados monetarios. A través de estas cuentas, el STMD realizaba la ejecución, compensación y liquidación de las operaciones negociadas en los mercados de depósitos interbancarios, las de financiación de inversiones obligatorias (coeficientes de caja y de inversión), así como para la ejecución de órdenes telefónicas de transferencias internas de cada entidad. Actualmente, son cuatro los mercados que ejecutan, compensan y liquidan sus operaciones a través de este Servicio: el interbancario de depósitos, el de certificados del Banco de España, el de anotaciones en cuenta de la deuda pública entre titulares de cuenta, y el de activos computables del coeficiente de caja.

El SNCE fue diseñado en 1987 para sustituir gradualmente a las cámaras de compensación en el ámbito de los pagos minoristas, mediante el empleo de procedimientos electrónicos. A través de dicho sistema, se

realiza la compensación de documentos, medios de pago y transmisiones de fondos apoyados en soporte electrónico o informático, presentados por las entidades miembros (Banco de España, bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito). La responsabilidad última de su funcionamiento recae en el Banco de España.

### **3.5. MOVIMIENTOS DE CAPITAL CON EL EXTERIOR**

En el terreno de los movimientos de capital con el exterior, la publicación de la directiva comunitaria de 1988 aceleró el desmantelamiento definitivo de nuestro tradicional sistema de control de cambios, al obligar la plena liberalización de todos los movimientos de capital -en el caso de España, antes del 1 de enero de 1993-. No obstante, el proceso culminó once meses antes de dicha fecha, con la entrada en vigor, el 1 de febrero de 1992, de un Real Decreto, publicado en diciembre de 1991, que liberalizó totalmente nuestras transacciones económicas con el exterior.

Esta norma vino a sustituir al régimen marcadamente intervencionista anterior, basado en el Real Decreto 2402/1980, que imponía un sistema de restricciones y controles cuya figura central era la autorización administrativa previa, de carácter discrecional. En cambio, el principio básico en el que se fundamenta el nuevo régimen del control de cambios es el de la libertad de las transacciones con el exterior y de los cobros, pagos y transferencias al o del extranjero derivadas de las mismas. Esta liberalización alcanza a las transacciones con todos los países, y, por consiguiente, va más allá de nuestros compromisos comunitarios: se prescinde del requisito de autorización previa, excepto para dos tipos de operaciones (la exportación de billetes de bancos y de cheques bancarios al portador a través de frontera, por importe superior a cinco millones de pesetas, y las inversiones en España efectuadas por estados extranjeros o en sectores específicos, cuando el inversor sea un residente no comunitario<sup>14</sup>)-, y reduce los controles administrativos

---

<sup>14</sup> Es necesario señalar que el Tribunal de Justicia de la UE ha declarado dicho trámite contrario a la normativa europea, lo que obligará a revisarlo en el futuro.

previos, aunque, para algunas operaciones reguladas, persiste la declaración previa o posterior y la verificación previa.

Hay que destacar, sin embargo, que, si bien la directiva de 1988 fue determinante de los acontecimientos posteriores, las autoridades españolas habían iniciado en 1986 un proceso de liberalización gradual, que, aun cuando no siempre siguió un curso uniforme, debido a que en algunos momentos fue preciso introducir medidas provisionales de signo restrictivo justificadas por la coyuntura cambiaria, había configurado, a finales de 1991, es decir, antes de la entrada en vigor de la nueva legislación, un esquema marcadamente liberal. En concreto, las transacciones corrientes estaban liberalizadas en su totalidad, y, en relación con los movimientos de capital, solo requerían autorización previa los préstamos financieros de residentes a no residentes, los concedidos por no residentes a residentes a medio y corto plazo, la apertura de cuentas bancarias en el extranjero, la exportación física de billetes de banco a través de frontera, y algunos supuestos de inversiones extranjeras en España.

Hasta llegar a este punto, el esquema de liberalización seguido por las autoridades españolas, y que se refleja en el apéndice legislativo de este capítulo, fue similar al desarrollado por otros países europeos: primero, se liberalizaron las transacciones por cuenta corriente, y, después, las de capital. Dentro de este grupo, la liberalización de las entradas de capital fue anterior a la liberalización de las salidas de fondos y, además, primero, se eliminaron las restricciones que afectaban a los movimientos de capital a largo plazo, y, después, las que limitaban la realización de operaciones a corto plazo. Dentro de cada una de estas categorías, la secuencia de liberalización fue: créditos comerciales, avales y garantías, inversiones directas y de cartera, y, por último, préstamos financieros y apertura de cuentas bancarias en el exterior.

Evidentemente, todo este proceso hubo de ir acompañado de una profunda liberalización en cuanto a la operatoria en moneda extranjera de las entidades, cuyo punto de partida fueron dos circulares publicadas por el Banco de España a principios de 1987, que se han ido completando, con posterioridad, con el desarrollo de la legislación sobre el mercado de divisas.

## **ANEJO: APÉNDICE REGULATORIO**



## **I. SISTEMA CREDITICIO**

### **1. NORMATIVA GENERAL**

#### **Normativa comunitaria**

La Segunda Directiva Comunitaria de Coordinación Bancaria, para la armonización de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas dentro de la UE, ha sido el instrumento básico para la consecución de un mercado bancario único, que permite un marco común de actuación de las entidades de crédito de los países miembros, bajo el doble aspecto de la libertad de establecimiento y de la libertad de prestación de servicios. Dicha Directiva descansa, por un lado, en el principio del derecho de establecimiento o licencia única para ejercer la actividad bancaria en toda la UE, es decir, que una entidad autorizada para actuar en un Estado miembro queda automáticamente autorizada para hacerlo en los restantes, y, por otro, en el principio de supervisión y control por el país de origen en el que reside la sede de la entidad. Esta directiva proponía el 1 de enero de 1993 como fecha más tardía para dar cumplimiento a sus preceptos (Directiva 89/646/CEE, de 15-12).

#### **Normativa nacional**

La adaptación de nuestro sistema financiero a la normativa emanada de la UE implicó dos profundas transformaciones. En primer lugar, desde el punto de vista organizativo, quedaron definidos los establecimientos de crédito, categoría financiera sustituida después por la de entidad de crédito<sup>15</sup>, bajo cuya acepción se incluye a toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito,

---

<sup>15</sup> Véase artículo 39 de la Ley 26/1988, de 29 de julio.

préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas, y que lleve aparejada la obligación de su restitución, pudiendo aplicarlos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza. En consecuencia, se conceptuaron como entidades de crédito las entidades de depósito - bancos, cajas y cooperativas-, e ICO y entidades oficiales de crédito, y las entidades de crédito especializadas -sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación, sociedades de arrendamiento financiero y las sociedades mediadoras del mercado de dinero-.

Otra de las transformaciones iniciadas en esta área consistió en coordinar y adaptar la normativa española a la comunitaria en lo que se refiere a las condiciones necesarias para acceder a la condición de entidad de crédito y al ejercicio de este tipo de actividad. Todo ello, con el fin de otorgar un tratamiento más homogéneo de las diversas entidades crediticias, evitando las disposiciones que podían suponer un cierto trato discriminatorio de las entidades originarias de países comunitarios. En especial, cabe reseñar que el acceso a la actividad bancaria se estableció de forma reglada, perdiendo su carácter discrecional, aunque, hasta el 31 de diciembre de 1992, persistiría el requisito de cumplimiento del principio de necesidad económica. Y desapareció el requisito de reciprocidad con las entidades de crédito comunitarias. A pesar de la notable liberalización que se llevó a cabo, se mantuvieron algunas limitaciones a la actividad de la banca extranjera en lo relativo a la financiación ajena no interbancaria y a la apertura de oficinas. Estas limitaciones desaparecieron, siguiendo un calendario de disminución progresiva, el 31 de diciembre de 1992 (RD-L 1298/1986 de 28-6 y RD 184/1987, de 30-1).

Una vez superada la fase inicial de adaptación de la regulación española a las directivas comunitarias, en septiembre de 1988 se inició una refundición de las normas aplicables, a través de la entrada en vigor de una nueva normativa para la creación de nuevos bancos privados y para la instalación en España de las entidades de crédito extranjeras. Hay que destacar que se mantuvieron las

políticas de reforzamiento de la solvencia y de aseguramiento de la viabilidad y estabilidad de los proyectos de creación de nuevas entidades: se elevó la exigencia de capital inicial de 750 millones a 1.500 millones, debiendo estar desembolsado totalmente en el momento de su constitución; se mantuvo la obligación de destinar a reservas los beneficios de los tres primeros ejercicios, y se conservaron las limitaciones a la transmisibilidad de la acciones. También se exigía que sus administradores y directivos fueran personas de reconocida honorabilidad comercial y profesional. Otras normas fueron orientadas a reforzar la autonomía de la gestión bancaria y la solidez de su voluntad promotora. Así se prohibió a los nuevos bancos que durante los cinco primeros años de actividad se dedicasen exclusivamente a realizar operaciones en el mercado de valores, y que asumieran riesgos con el grupo promotor o con los propios directivos del banco. Como contrapartida, se eliminaron las limitaciones iniciales para operar en moneda extranjera y se flexibilizó la apertura de oficinas, aunque continuó sometida a la autorización previa del Banco de España. En cuanto al cumplimiento del requisito de necesidad económica, se estableció que su exigencia solo tendría vigencia hasta el 31 de diciembre de 1992. En lo relativo a la autorización de las filiales y sucursales de entidades de crédito comunitarias, se establecieron requisitos similares a los de la creación de nuevos bancos españoles, reconociendo el principio de reciprocidad con respecto a las entidades originarias de países no comunitarios. Por último, se mantuvieron las limitaciones operativas para las entidades extranjeras implantadas en nuestro país, respetando el calendario de disminución antes mencionado (RD 1144/1988, de 30-9).

En abril de 1994, se traspusieron a la legislación española los preceptos de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria. La norma promulgada declaró la libertad de apertura en España de sucursales de entidades de crédito de otros Estados miembros de la UE, y reguló los procedimientos para que las entidades de crédito españolas puedan operar mediante la libre prestación de servicios, o mediante la apertura de sucursales, en los restantes países de la UE. Por otra parte, abordó una reordenación de las distintas



entidades de crédito españolas, creando una nueva categoría de intermediarios financieros -los establecimientos financieros de crédito (EFC)-, y clasificando las entidades oficiales de crédito como bancos ordinarios. En este sentido, las entidades de crédito de ámbito operativo limitado -sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación y sociedades de arrendamiento financiero- conservarán hasta el 31 de diciembre de 1996 la condición de entidad de crédito (que les había otorgado la ley de disciplina e intervención -Ley 26/1988, de 29 de julio-), si bien, a partir de esa fecha, se procederá, siguiendo la directiva comunitaria, la reordenación de estas entidades en otras instituciones denominadas establecimientos financieros de crédito. Estos son entidades financieras que no llegan a tener la consideración de entidades de crédito, y cuya actividad principal es el ejercicio de una o varias de las actividades típicas de las entidades de crédito (como son las de factoring, arrendamiento financiero, emisión y gestión de tarjetas de crédito). Asimismo, se prohíbe a estas entidades la captación de depósitos del público, y solo podrán obtener fondos mediante emisión de valores, con los requisitos y limitaciones que para estos establecimientos se determinen.

Por otro lado, se introdujeron algunas modificaciones respecto a la creación de las entidades de crédito. La autorización de las entidades de crédito españolas y de las sucursales de entidades de crédito no autorizadas en un Estado miembro de la UE, que deseen establecerse en España, corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España. En cuanto a los requisitos para su autorización, además de exigir los actualmente en vigor (capital mínimo requerido, honorabilidad y profesionalidad de los administradores y directivos), es necesario contar con una buena organización administrativa o contable que garantice una gestión sana y prudente de la entidad. Por primera vez, se incluye en la normativa española, de acuerdo con la Directiva, la posibilidad de que la autorización sea denegada, si no se considera adecuada la idoneidad de los accionistas que vayan a tener una participación

significativa<sup>16</sup>. Para apreciar dicha idoneidad, la norma señala una serie de factores como la honorabilidad comercial y profesional de los accionistas, los medios patrimoniales con que cuenten para atender los compromisos adquiridos, el grado de transparencia en la estructura del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la entidad, etc.

Por otra parte, se aprovecha para introducir en nuestro ordenamiento jurídico otro de los preceptos básicos de la Segunda Directiva: la supervisión de las entidades de crédito por la autoridad competente del Estado miembro de origen. En este sentido, el Banco de España, en el ejercicio de sus propias competencias de control, podrá inspeccionar las sucursales de entidades de crédito españolas instaladas en otros Estados miembros de la UE. Por el contrario, en lo que se refiere a las sucursales en España de entidades de crédito comunitarias, solo podrán supervisar aspectos relacionados con la liquidez de la sucursal, la ejecución de la política monetaria y el adecuado funcionamiento del sistema de pagos, así como controlar las actividades de la sucursal conforme a las normas de interés general. Asimismo, podrá colaborar con las autoridades supervisoras del Estado miembro donde esté autorizada la sucursal para la vigilancia de los riesgos que asuman en los mercados financieros españoles. Igualmente, dentro del marco de colaboración con las autoridades supervisoras de los países de la UE, podrá inspeccionar a las personas españolas que controlen entidades de crédito comunitarias. También, para el adecuado ejercicio de sus funciones, el Banco de España podrá recabar de las sucursales de las entidades de crédito comunitarias, instaladas en España, la misma información que exige a las entidades españolas (Ley 3/1994, de 14 de abril).

---

<sup>16</sup> Se considera participación significativa la posesión, directa o indirecta, del 5% o más del capital o de los derechos de voto de una entidad de crédito, o bien que, sin llegar a tal porcentaje, permita ejercer una influencia notable en la entidad.

## 2. BANCO DE ESPAÑA

Originariamente, el Banco de España, además de banquero del Estado, desarrollaba funciones como banco de bancos y banco comercial. En 1962, perdió esta última función, convirtiéndose en una entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia, y dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda. Asimismo, se concretó la mayoría de sus funciones actuales, propias de un banco central, entre las que destacaba la emisión de billetes y la puesta en circulación de la moneda metálica con arreglo a las directrices del Gobierno, así como realizar el servicio de tesorería del Estado y el servicio financiero de la deuda del Estado. Algunas de estas funciones, como la de órgano ejecutor de la política monetaria y cambiaria, quedaron poco definidas. Por otro lado, se mantuvo lo establecido en la Ley de 31 de diciembre de 1946, de Ordenación Bancaria, en lo que se refiere a la apelación del Estado al Banco de España, permitiendo que el Tesoro recabase fondos hasta el 12% del total de los gastos autorizados a la administración central y los organismos autónomos (Ley 2/1962, de 14-4, y el Decreto-ley 18/1962, de 7-6, de Nacionalización y Reorganización del Banco de España).

En 1980, las funciones del Banco de España, en lo que se refiere a la política monetaria y cambiaria, se perfilan de forma más precisa, aunque siempre dentro de su subordinación a las directrices del Gobierno, al tiempo que se dotaba a los órganos de gobierno de mayores cotas de autonomía en el desempeño de sus funciones, al limitar las causas del cese del gobernador (Ley 30/1980, de 21-6, de Órganos Rectores del Banco de España).

Posteriormente, en 1988, se creó un marco común de supervisión de las entidades de crédito, perfeccionando el régimen sancionador y de intervención del Banco de España (Ley 26/1988, de 29-7, de disciplina e intervención de las entidades de crédito).

En 1990, se limitó la apelación del Tesoro al Banco de España para financiar el déficit público, dadas sus repercusiones negativas

sobre la política monetaria. Así, se estableció un límite al endeudamiento neto del Estado en el banco emisor, de manera que, al cierre de cada ejercicio, no podía exceder del importe alcanzado el 31 de diciembre de 1989. En 1993, siguiendo los objetivos marcados en el Tratado de la Unión, se prohibió totalmente al Estado, a las Comunidades Autónomas, a las Corporaciones Locales y a cualquiera de sus Organismos Autónomos apelar al crédito del Banco de España, al tiempo que fijaba un plan de amortización para los créditos que no lo tuvieran establecido (**Ley 4/1990, de 29-6, y Ley 21/1993, de 29-12, de presupuestos generales del Estado para 1990 y 1994, respectivamente**).

En 1994, se otorgó al Banco de España un régimen de autonomía -de acuerdo con los postulados del Tratado de la Unión Europea-, trasponiendo a nuestra legislación los preceptos del mismo, relativos tanto a la política monetaria como a las relaciones con el Tesoro. La ley de autonomía configura al Banco de España como un ente de la Administración del Estado que, subordinado al Gobierno en términos generales, gozará de plena autonomía en el ámbito de la política monetaria con la finalidad primordial de alcanzar la estabilidad de precios. Ello implica, en primer lugar, que, en el ámbito de dicha política, el Banco no esté sometido a instrucciones del Gobierno o del Ministerio de Economía y Hacienda, aunque, salvaguardando este propósito, podrá apoyar la política económica general del Gobierno. En segundo lugar, prohíbe que cualquier entidad de carácter público (española o comunitaria) pueda incurrir en descubiertos en la cuenta abierta en el Banco de España, ni siquiera de carácter transitorio, y, finalmente, por los mismos motivos, el Banco no podrá adquirir directamente del Tesoro valores emitidos por este, sin perjuicio de que pueda efectuar operaciones en el mercado secundario de deuda pública, en el desarrollo de sus funciones. Al mismo tiempo, la ley introduce ciertas modificaciones a la normativa en vigor para reforzar la autonomía de la institución: se alargan los mandatos del gobernador y del subgobernador, que tienen una duración de seis años, sin posibilidad de renovación para el mismo cargo (antes eran de cuatro años prorrogables), y, además, se enumeran con precisión las

posibles causas de su cese. Finalmente, la ley expresa con claridad el régimen de incompatibilidades de los miembros del Consejo de Gobierno -incluido el gobernador y el subgobernador-, y establece un conjunto de limitaciones y cautelas durante el ejercicio de sus cargos (Ley 13/1994, de 1-6).

### 3. CRÉDITO OFICIAL

Las entidades oficiales de crédito (EOC) experimentaron, a lo largo de los años ochenta, notables transformaciones jurídicas y operativas. Con el RD Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, modificado por la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, quedaron conceptuadas como entidades de crédito. Esta última norma les extendió el régimen previsto del coeficiente de caja, el del coeficiente de inversión (ahora derogado), y el de los recursos propios, quedando también sometidas a las demás obligaciones de información a las que, hasta la fecha, estaban sujetas las demás entidades de crédito. En cuanto a su status jurídico, la Ley 33/1987, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988, configuró el Instituto de Crédito Oficial como una sociedad estatal, continuando adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, y asumiendo, a partir del 1 de enero de 1988, la propiedad y la titularidad de las acciones representativas del capital de las demás EOC.

Todo ello aconsejaba acometer un nuevo proceso de reorganización de todo el modelo del crédito oficial español, con el fin de ampliar su actividad crediticia y de eliminar algunas cortapisas que limitaban sus posibilidades de competir en el mercado financiero europeo unificado. Por este motivo, en 1991 se creó la Corporación Bancaria de España, S.A., hoy conocida con el nombre comercial de Argentaria, como sociedad anónima participada mayoritariamente por el Estado, que tiene la consideración de entidad de crédito con estatuto de banco, que aglutina a las EOC, a la Caja Postal de Ahorros y al Banco Exterior. Como paso previo, se dispuso la transformación de la Caja Postal, que pasó de ser

organismo autónomo a sociedad estatal, y la transferencia a favor del Estado de las acciones de las EOC de las que era titular el Instituto de Crédito Oficial (ICO) (RD 3/1991, de 3-5). En los últimos años, se ha procedido a la privatización parcial de Argentaria mediante dos ampliaciones de capital.

#### 4. COOPERATIVAS DE CRÉDITO

En 1993, se desarrolló reglamentariamente la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de las cooperativas de crédito, que, como aspectos más significativos, equiparó su marco normativo al de las demás entidades de crédito e incluyó los preceptos comunitarios en este campo. Esta normativa procedió a regular el proceso de creación de estas entidades siguiendo el modelo vigente para los bancos privados, aunque tomando en consideración sus propias peculiaridades (RD 84/1993, de 22-1).

#### 5. COEFICIENTE DE CAJA

El conjunto de disposiciones promulgadas sobre el coeficiente de caja ha tenido por objeto reducir el volumen de fondos inmovilizados por su aplicación, otorgar un tratamiento homogéneo a las diversas instituciones sujetas a su cumplimiento e incluir en la base de cómputo todos los pasivos bancarios con características de liquidez similares, independientemente de su denominación.

##### Nivel

El nivel del coeficiente ha registrado gran número de modificaciones a lo largo del periodo comprendido entre 1986 y 1993. Aunque, en general, estas modificaciones se orientaron a disminuir su nivel, en algunos momentos fue preciso corregir esa evolución por razones coyunturales. En este proceso, la principal norma se promulgó en 1990, modificándose sustancialmente el nivel, situado en el 17% en aquellos momentos, con la finalidad de limitar su

función a la estricta regulación de las necesidades técnicas de la liquidez de las entidades sometidas al mismo. El nuevo nivel se situó en el 5% de los pasivos computables, y, simultáneamente, para evitar los efectos no deseados que podrían derivarse de la repentina liberación de liquidez producida por esa medida, se previó la sustitución de los activos de caja liberados por unos nuevos Certificados del Banco de España amortizables por cuotas semestrales entre marzo de 1993 y septiembre del año 2000. (OM de 21-2-90 y CBE 2/1990, de 27-2). En la actualidad, su nivel está situado en el 2% de los pasivos computables (CBE 10/1993, de 17-9).

#### Base de cómputo

En un sentido amplio, la base de cómputo del coeficiente ha experimentado dos ampliaciones desde 1986: una instrumental y otra institucional. La aparición y expansión de nuevos productos bancarios de pasivo, sustitutivos cercanos de los depósitos tradicionales, aconsejó su incorporación en la base de cómputo del coeficiente para otorgar un tratamiento homogéneo a las distintas fuentes de financiación líquida de las entidades y, de ese modo, evitar desplazamientos de fondos indeseados para la instrumentación de la política monetaria. La segunda vía de actuación se orientó a erradicar las posibles situaciones de discriminación institucional que podrían surgir, de no aplicar el coeficiente a entidades operativamente equivalentes.

Así, en 1987, se abordó la inclusión de los pasivos de las entidades delegadas en pesetas convertibles y la exclusión de los endosos y las cesiones temporales de deuda pública anotada (OM 10-3-87, OM 19-5-87 y OM 21-4-87). Posteriormente, en 1989, se definieron de una forma más precisa las participaciones y las transferencias de activos, manteniéndose en la base de cómputo del coeficiente las primeras, quedando excluidas las segundas (RDL 5/1989, de 7-7; CBE 13/1989, de 7-7). En 1990, análogamente a lo hecho con respecto a las cesiones temporales de deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, se excluyeron de la base de

cómputo las operaciones realizadas por las entidades sujetas al coeficiente con la deuda emitida por las Comunidades Autónomas (OM 24-9-90 y CBE 9/1990, de 2 de octubre).

En 1992, como consecuencia de la aplicación de las nuevas normas contables y de la supresión de los controles de cambios, aún en vigor, se produjo una nueva ampliación de la base de cómputo del coeficiente de caja. Por un lado, las normas de contabilidad de las entidades de crédito establecieron una nueva clasificación del sector privado residente, incluyendo en él los Organismos Autónomos del Estado de carácter comercial e industrial, lo que implicaba que sus recursos, depositados en las entidades de crédito, debían formar parte de los pasivos computables del coeficiente de caja. Asimismo, la regulación de las operaciones de préstamo de valores dio lugar a la aparición de una cuenta pasiva en las entidades de crédito, denominada acreedores por valores, que por su naturaleza aconsejaba añadirla a su base de cómputo. Por último, la total libertad de los movimientos de capital aconsejó incluir los depósitos de residentes en moneda extranjera entre los pasivos computados en el coeficiente. Dado que la ampliación de la base no pretendía tensar el tono de la política monetaria del Banco de España, dicha ampliación fue compensada mediante una reducción de medio punto en el nivel del coeficiente -pasando del 5% al 4,5%- (OM 29-1-92; CBE 5/1992, de 31-1 y CBE 6/1992, de 28-2).

En lo relativo a la ampliación del conjunto de entidades sometidas, en 1989 se sometieron al coeficiente a las Sociedades de Arrendamiento Financiero, únicas entidades de crédito que, tras la publicación de la Ley de Disciplina e Intervención de 1988, permanecían al margen de su aplicación. Asimismo, tras la reorganización del Crédito Oficial, se sometió el coeficiente a las nuevas Entidades de Crédito de Capital Público, anteriores Entidades Oficiales de Crédito, aunque la equiparación con las restantes entidades se produjo de acuerdo con un calendario de aproximación gradual. En la actualidad, el tratamiento que reciben las entidades equiales de crédito respecto al coeficiente de caja está plenamente equiparado al del resto de las entidades de crédito (RD



**1530/1989, de 15-12; RD 527/1992, de 22-5 y CBE 10/1992, de 26-5).**

## **6. COEFICIENTE DE INVERSIÓN**

Aunque en el pasado tuvo un peso significativo entre los mecanismos de asignación de recursos financieros existente en España, su importancia relativa fue disminuyendo progresivamente hasta su total desaparición el 31 de diciembre de 1992.

En 1985, se dio un primer paso en la dirección apuntada, que redujo el tramo de inversiones especiales al nivel del 13%, y el tramo de pagarés del Tesoro, que lo situó en el 10%. Asimismo, se homogeneizó tanto la base del coeficiente de inversión -que sería la misma que la del coeficiente de caja- como la de los activos computables para todas las entidades de depósito (**RD 2254/1985, de 20 de noviembre, OM de 23-12-85 y la CBE 34/1985, de 27-12**).

En 1987, tras la adhesión de España a la Unión Europea, se redujo nuevamente el tramo de inversiones especiales, situándolo en el 1% de los pasivos computables, más un mínimo del 10% que debía continuar invertido en pagarés del Tesoro (**RD 321/1987, de 27-2; OM 29-4-87 y CBE 14/1987, de 7-5**).

Posteriormente, la Ley de Presupuestos de 1989 habilitó al Gobierno para suprimir este coeficiente. Con esta habilitación, se diseñó un calendario de reducción gradual que culminó con su plena desaparición el 31-12-92. (**Ley 37/1988, de 28-12; RD 37/1989, de 13-1**).

## **7. DISCIPLINA E INTERVENCIÓN**

En 1988, se promulgó la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito que, siguiendo la política promovida por la UE de impulsar la creación de un marco común de supervisión de las entidades financieras, pretendía adecuar el derecho sancionador en

esta materia a las normas constitucionales y afectar al conjunto más amplio posible de instituciones financieras. Los aspectos más sobresalientes de dicha ley fueron los siguientes: el establecimiento de una normativa sancionadora común para el conjunto de las entidades de crédito; la determinación sin ambages de los sujetos pasivos de la potestad sancionadora; la tipificación de las infracciones sancionables y la fijación de una gama de sanciones acomodada a la gravedad de las infracciones. Al mismo tiempo, la Ley reforzó notablemente el papel del Banco de España como institución vertebral del sistema financiero español (*Ley 26/1988, de 29-7*).

## **8. REGULACIÓN DE LA SOLVENCIA Y DE LA SUFICIENCIA DE LOS RECURSOS PROPIOS**

En 1985, se procedió a la reforma del antiguo coeficiente de garantía de las entidades bancarias, según el cual el volumen de sus recursos propios debía guardar una determinada relación con sus recursos ajenos. Entre los motivos de dicha reforma, figuraron el de establecer un criterio de recursos propios más ajustado técnicamente a sus verdaderas necesidades, tomando en consideración los niveles de riesgo implícitos en la composición del activo, y resolver el problema de la insuficiencia de los recursos propios resultante de las relaciones de grupo. Esta primera modificación del tratamiento de los recursos propios en la regulación financiera ha sido objeto de una reciente reconsideración derivada de la aplicación de las directivas comunitarias sobre esta materia.

### **Normativa comunitaria**

La normativa comunitaria relativa a los recursos propios de las entidades de crédito se encuentra distribuida en 5 directivas fundamentales, promulgadas entre 1989 y 1993.

En 1989, apareció la regulación básica sobre los recursos propios de estas entidades, mediante la publicación de sendas directivas sobre fondos propios y sobre el coeficiente de solvencia, que marcaron el comienzo de una nueva etapa en la ordenación legal de ambas cuestiones. La primera pretendía armonizar las partidas susceptibles de considerarse recursos propios computables por parte de las entidades de crédito para la cobertura de los riesgos que asumen en su actividad. Se trata de una directiva de mínimos, de modo que los Estados miembros son libres para establecer una regulación más estricta para sus propias entidades de crédito. En esta directiva, se introdujo un importante cambio en la clasificación de los recursos propios, en función de su calidad. En particular, se distingue entre recursos propios de base -elementos de primera categoría como el capital desembolsado y las reservas- y recursos propios complementarios -elementos de segunda categoría como los ajustes de valoración, las financiaciones subordinadas y los fondos para riesgos bancarios generales-. Respecto al coeficiente de solvencia, este se definió como el cociente entre los fondos propios y la suma de los activos y cuentas de orden ponderados, según su grado de riesgo. Se estableció un nivel mínimo global del coeficiente del 8%, aunque autorizando a los Estados miembros a establecer coeficientes mínimos superiores (Directiva 89/299/CEE, de 17-4 y Directiva 89/647/CEE, de 18-12).

Posteriormente, en 1992, se publicaron las directivas sobre la supervisión de las entidades de crédito en base consolidada y sobre la supervisión y el control de las operaciones de gran riesgo, es decir, aquellas cuyo valor es igual o superior al 10% de los recursos propios de la entidad de crédito. Respecto a la primera de ellas, en vigor desde el 1 de enero de 1993, establece que todos los grupos bancarios, incluyendo aquellos cuya matriz no sea una entidad de crédito, deben ser objeto de supervisión en base consolidada. Igualmente, se establece que tales grupos deberán tener unos recursos propios suficientes para cubrir los riesgos que asuma el grupo en su conjunto, para lo cual deberán cumplir el coeficiente de solvencia a nivel consolidado. Asimismo, la directiva obliga a que exista una distribución adecuada de los recursos propios dentro del

grupo, de modo que las exigencias de recursos propios a nivel consolidado pueden coexistir con el coeficiente individual para las entidades de crédito que compongan dicho grupo.

La segunda directiva mencionada establece unos límites cuantitativos a las operaciones de gran riesgo, de modo que una entidad de crédito no podrá contraer riesgos cuyo valor total supere el 25% de sus fondos propios respecto de un mismo cliente o de un grupo de clientes relacionados entre sí, ni tampoco contraer grandes riesgos cuyo valor acumulado supere ocho veces los recursos propios. El porcentaje del 25% podrá reducirse hasta el 20%, si el cliente o grupo de clientes relacionados entre sí son la empresa matriz o las empresas filiales de la entidad de crédito, aunque los Estados miembros podrán eximirlos del cumplimiento de ese límite si establecen, de forma alternativa, un control específico de esos riesgos por otros medios o procedimientos. En cuanto al calendario de aplicación de los límites, las autoridades competentes de cada Estado miembro deberán exigir un calendario de reducción de todos aquellos riesgos que los superen, que expirará, a más tardar, el 31 de diciembre del año 2001. Se excluyen de tales límites los riesgos contraídos por una entidad de crédito respecto de su empresa matriz o respecto de las filiales, siempre y cuando dichas empresas estén incluidas en la misma supervisión en base consolidada a la que estuviera sometida la propia entidad de crédito. Otras exclusiones hacen referencia a la naturaleza del riesgo contraído, estableciendo una casuística muy extensa (Directiva 92/30/CEE, de 6-4, y Directiva 92/121/CEE, de 21-12).

Por último, en 1993, vio la luz la directiva de adecuación de capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito, que establece normas armonizadoras de la definición de los fondos propios de estas entidades y desarrolla un marco común para la supervisión y el control de los riesgos de mercado y de los grandes riesgos. Unas y otras deberán calcular las exigencias de recursos propios respecto a su cartera de negociación con arreglo a lo señalado en el anejo de la directiva para los riesgos de posición, los riesgos de contraparte y los grandes riesgos. Por otro lado,

teniendo en cuenta el principio de consolidación de los grupos de entidades de crédito, se crea un marco común para establecer la supervisión en base consolidada de los grupos de entidades de crédito que incluyan empresas de inversión, haciendo las oportunas adaptaciones de la Directiva 92/30/CEE, de 6 de abril, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada. (Directiva 93/6/CEE, de 15-3).

#### Normativa nacional

En mayo de 1985, la Ley 13/1985, de 25-5 reguló el actual coeficiente de solvencia o de recursos propios, en línea con las directivas y los acuerdos contenidos en los informes sobre esta materia que estaba siendo objeto de estudio, tanto en la CE como en el seno del Comité de Supervisión, integrado por los países del Grupo de los 10. La regulación española de 1985 había concretado la definición de recursos propios, determinando un volumen mínimo para los mismos, nunca inferior al 4% de las inversiones reales y financieras. Entre 1986 y 1992, aumentaron las exigencias sobre recursos propios mínimos de las entidades y se amplió el espectro de entidades sometidas al cumplimiento de tales requisitos. Así, en octubre de 1987, se elevó el coeficiente genérico de recursos propios de las entidades de depósito hasta el 5% del total de inversiones netas de provisiones y amortizaciones; en diciembre de 1989, se extendieron a las entidades de ámbito operativo limitado las obligaciones previamente existentes para las entidades de depósito.

Sin embargo, hubo que esperar hasta 1992 para que se dictase la legislación que adaptó la normativa española a lo establecido por las directivas comunitarias. El desarrollo de esta nueva normativa comenzó con la aprobación de la ley sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, que sustituyó a la legislación de 1985, otorgando un tratamiento análogo a otras entidades financieras no de crédito, tales como las agencias y sociedades de valores y las entidades aseguradoras. En el caso concreto de las entidades de crédito, esta regulación exige el mantenimiento de ciertos niveles de recursos propios para la

cobertura de determinados riesgos de mercado como son los riesgos de crédito, los riesgos ligados a la cartera de valores de negociación y el riesgo de cambio, entre otros.

Respecto a los requerimientos de recursos propios mínimos, se establece, como norma general, el principio de suficiencia de recursos propios del grupo a nivel consolidado, sin perjuicio de los requerimientos que deben cumplir las entidades a nivel individual. En cuanto a su composición, se introducen determinados preceptos de la Directiva 89/299/CEE, relativos a su composición. Por un lado, se enumeran todos los elementos que forman parte de los recursos propios de una entidad de crédito a nivel individual y los que integran los de un grupo de entidades de crédito mediante la consolidación de sus estados contables. Por otro, se establece una clasificación de los recursos propios, similar a la comunitaria, diferenciando los básicos de los de carácter secundario. Asimismo, se limita la dimensión de los recursos de segunda categoría que deberán guardar una proporción respecto a los recursos propios básicos, de forma que, si superan esos límites, el exceso no será computable como recursos propios.

El otro gran apartado de la nueva normativa hace referencia al coeficiente de solvencia, cuyo nivel quedó fijado en el 8 %, tanto para los grupos a nivel consolidado como para cualquier entidad de crédito que no esté integrada en aquellos. No obstante, sin perjuicio del cumplimiento en base consolidada, el Banco de España podrá exigir, también de las entidades de crédito que forman parte del grupo, el cumplimiento individual del coeficiente de solvencia. Para la ponderación de los activos y demás elementos de riesgo, que forman parte del denominador del coeficiente de solvencia, se atiene a los mínimos previstos en la normativa comunitaria, evitando exigencias adicionales que pudieran poner en injustificada desventaja a las entidades españolas respecto a sus homólogas europeas.

De forma similar a la legislación anterior, la norma penaliza los déficit de recursos propios por medio de la obligatoria aplicación de

resultados a reservas. Si el déficit es superior al 20 por 100 de los mínimos requeridos, la entidad de crédito afectada o todas y cada una de las entidades del grupo consolidable deberán destinar a reservas la totalidad de los beneficios netos. Si el déficit es igual o inferior al 20 por 100, la distribución de resultados estará sometida a la autorización previa del Banco de España, que establecerá el porcentaje mínimo de resultados destinados a reservas.

En el ámbito del análisis de los riesgos de mercado, desarrollado en la CBE 5/1993 sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, y en la CBE 12/1993, que modifica la anterior, se hace una extensa valoración de los riesgos ligados a la cartera de valores de negociación, definiendo los elementos que la componen, a efectos de los requerimientos de recursos propios. Tales requerimientos vendrán determinados por la suma de los necesarios para la cobertura del riesgo de precio, del riesgo de liquidación y entrega, y de los riesgos de crédito y contraparte ligados a la cartera de negociación.

Respecto a los riesgos por posiciones en divisas, se exige que las entidades posean una infraestructura interna adecuada para su gestión, seguimiento y control. Con independencia de los sistemas internos indicados y a efectos de supervisión por el Banco de España, las entidades deberán calcular diariamente su riesgo en divisas, que no podrá ser superior al 5% de los recursos propios de la entidad (en otro caso, se deberá solicitar autorización previa al Banco de España).

Otros aspectos destacables son: los límites a la concentración de riesgos, los límites a los grandes riesgos y los límites a las inmovilizaciones materiales. En cuanto a los límites a la concentración de riesgos, se establece que el valor de todos los riesgos que una entidad contraiga con un mismo sujeto o grupo económico ajeno no pueden exceder del 25% de sus recursos propios, o del 20% si son frente a entidades no consolidadas del propio grupo económico (hasta el 31 de diciembre de 1998, se permite que ambos

limites alcancen el 40% y el 30%, respectivamente). Acerca de los grandes riesgos, son considerados como tales cuando su valor supere el 10% de los recursos propios de la entidad (hasta el 31 de diciembre de 1998, tal consideración se entenderá si supera el 15%) y establece que el conjunto de los grandes riesgos no puede superar ocho veces los recursos propios de la entidad. Finalmente, respecto de los límites a las inmovilizaciones materiales netas, estas no pueden superar el 70% de los recursos propios de los grupos consolidables o de cualquier entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos, aunque en esa limitación no se incluirán determinados tipos de inmovilizaciones. Para la aplicación de estos límites, se estableció un período transitorio que finaliza el 31 de diciembre de 1999. (Ley 13/1985, de 25-5; RD 1370/1985, de 1-8; RD 1371/1985, de 1-8; CBE 28/1985, de 29.10; CBE 1/1987, de 7-1; CBE 25/1987, de 20-10; RD 1549/1987, de 28-12; CBE 29/1987, de 22-12; Ley 13/1992, de 1-6; RD 1343/1992, de 6-11; Orden de 30 de diciembre de 1992; CBE 5/1993, de 26 de marzo, y CBE 12/1993, de 17 de diciembre).

## 9. INFORMACIÓN CONTABLE

Con respecto a los estados contables que las entidades de crédito deben elaborar y remitir al Banco de España, en 1987 se publicó una nueva normativa sobre el balance, la cuenta de resultados y otros estados financieros complementarios que refundió en un solo texto las disposiciones vigentes, y dio un tratamiento unitario a los bancos, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito. En 1991, se publicó una nueva circular sobre normas y estados contables de las entidades de crédito, inspirada en el Plan General de Contabilidad y en las Directivas comunitarias en la materia, que hacía hincapié en los principios de prudencia y de imagen fiel. Uno de sus objetivos es el de unificar los criterios contables aplicables a todas las entidades de crédito, incluidas las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, respetando las peculiaridades de cada tipo. Otro objetivo es el de homogeneizar y refundir en un solo texto algunos tratamientos contables que, en los



últimos años, habían quedado dispersos y poco coordinados, así como el de adaptar los modelos contables y la información estadística que deben suministrar al Banco de España a las nuevas exigencias derivadas de la Ley 26/1988.

En este sentido, las entidades de crédito deben confeccionar dos tipos de estados contables: los reservados, que deben rendir al Banco de España en los plazos y con la frecuencia que para cada uno se indican, y las cuentas anuales que son de carácter público.

Los estados reservados se exigen con carácter general a los bancos y a las cajas de ahorros. A las cooperativas de crédito y a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado se les exige otra versión con un número de estados más reducido. Mensualmente, deben remitir, entre otros, el balance confidencial, el balance de moneda extranjera, detalle del mercado de pagarés de empresa y de las operaciones con pacto de retrocesión. Con carácter trimestral, la cuenta de pérdidas y ganancias, la clasificación de los avales, los movimientos de la cartera de valores, la clasificación del crédito por sujetos, por plazos de origen, por plazos remanentes y por finalidades, los activos dudosos y los fondos de cobertura y el balance de negocios en el extranjero. Semestralmente, las inversiones de las filiales bancarias en el extranjero por países, y las operaciones con empresas del grupo. Y, con periodicidad anual, las regularizaciones y saneamientos del ejercicio fuera de la cuenta de resultados, la aplicación del resultado neto y la clasificación de productos y costes por sujetos.

Respecto a las cuentas anuales, estas comprenden el balance y cuenta de pérdidas y ganancias públicos, la memoria y los demás estados legalmente establecidos por la naturaleza jurídica de las entidades (CBE 22/1987, de 29-6 y CBE 4/1991, de 14-6).

Posteriormente, se produjeron algunas modificaciones de las normas de contabilidad de las entidades de crédito a la vista de las condiciones establecidas en el nuevo reglamento del mercado hipotecario. Además, se incluyó en las normas contables el

tratamiento que debía darse a los créditos fiscales derivados de dotaciones a fondos de pensiones internos (CBE 7/1991, de 13-11).

En octubre de 1992, la evolución de los mercados de valores de renta fija provocó una disminución sustancial del valor de mercado de las carteras de inversión de las entidades de crédito. Con el fin de suavizar su impacto negativo sobre la cuenta de resultados del ejercicio, se cambiaron los criterios de valoración de los títulos de la cartera de inversión. En concreto, se cambió el proceso de saneamiento trimestral, de manera que solo era necesario dotar fondos con cargo a la cuenta de resultados en los valores con plazo de vencimiento inferior a dos años, mientras que, en los valores de renta fija con vencimiento residual superior a dos años, solo se adeudaba en la cuenta de pérdidas y ganancias la parte proporcional de la dotación correspondiente al período de dos años, y el resto se registraba en una cuenta especial de activo -dentro de otras periodificaciones, que minoraba los recursos propios de la entidad (CBE 18/1992, de 16 de octubre).

En 1993, la adaptación de la normativa española a las directivas comunitarias en materia de recursos propios y supervisión en base consolidada exigió realizar algunas modificaciones en las normas de contabilidad aplicables a las entidades de crédito. Respecto a la nueva normativa sobre recursos propios y supervisión en base consolidada, ha sido conveniente regular las revalorizaciones contables que puedan surgir en los procesos de fusión. Asimismo, se incorporó en las normas contables el método de integración proporcional de las entidades multigrupo. (CBE 4/1993, de 26 de marzo).

En ese mismo año, se establecieron las características que deben reunir los valores que formen parte de la cartera de negociación, con independencia de cuál sea su clasificación en balance. Para tener la condición de negociable, es necesario que los valores coticen públicamente en mercados reconocidos oficialmente, cuya negociación sea ágil, profunda y no influenciable por agentes privados individuales, debiendo excluirse: los valores emitidos por

la propia entidad y las participaciones en el capital de sociedades o entidades del grupo; los adquiridos con pacto de retrocesión no opcional; los cedidos temporalmente o prestados por plazos superiores a tres meses, los destinados a cubrir las cesiones a cuentas financieras, y, finalmente, los valores dados en garantía. Respecto a su valoración, debe hacerse al precio de mercado del día del balance o, en su defecto, al precio de mercado del último día hábil anterior. Dentro de los criterios generales de valoración, se matiza la de los activos adquiridos por aplicación de otros activos. En cuanto a la información que las entidades de crédito han de remitir al Banco de España, las cuentas públicas anuales, a partir de ahora, deben ir acompañadas de los correspondientes informes de auditoría (CBE 11/1993, de 17-12).

En 1994, la persistencia de bruscos movimientos contables, como consecuencia de la fuerte inestabilidad de las cotizaciones de los valores de renta fija, ha llevado al Banco de España a replantear las normas de contabilización de la cartera de renta fija contenidas en la CBE 18/1992, de 16 de octubre, manteniendo estrictos principios de prudencia valorativa. En este sentido, se crea una nueva cartera -la de inversión a vencimiento-, que viene a añadirse a las ya existentes de negociación y de inversión ordinaria, y define la cartera de participaciones permanentes que se corresponde con el anterior concepto de inmovilizaciones financieras -excluidos los valores de renta fija-. Asimismo, modifica los criterios y técnicas de contabilización de la cartera de inversión.

En cuanto a la cartera de negociación, su tratamiento contable permanece inalterado respecto a la normativa anterior: inicialmente, dichos valores se contabilizarán por el precio de adquisición, y, posteriormente, al precio de mercado del día del balance, llevándose la diferencia a resultados. Incluye valores de renta fija o variable, que se adquieren con el fin de beneficiarse a corto plazo de modificaciones en los precios. Deben comercializarse en mercados ágiles, profundos y no influenciados por agentes privados.

En relación con la cartera de inversión ordinaria, se establecen nuevas reglas de contabilización de los valores que la integran. Para los valores con rendimiento implícito, se aplicarán las normas establecidas para los activos tomados a descuento. Y, para valores con rendimiento explícito, se contabilizarán inicialmente por el precio de adquisición, deduciendo, en su caso, el importe del cupón corrido, que se llevará transitoriamente a cuentas diversas. Posteriormente a la adquisición y durante la tenencia del título será necesario actualizar su valor, de acuerdo con el precio de adquisición corregido. Si los valores están cotizados, las entidades procederán, además, a su saneamiento trimestral. Para ello, se calcula la diferencia entre la cotización del último día de mercado del trimestre natural y el valor de adquisición corregido. Si existe minusvalía, dará lugar a una necesidad de saneamiento que -sin perjuicio de que la entidad de crédito decida imputar total o parcialmente esa minusvalía a resultados- la entidad de crédito puede llevar íntegramente a una cuenta activa del balance, sin incidencia alguna en la cuenta de resultados. Dicha cuenta está clasificada entre las de periodificación y debe deducirse de los recursos propios. En caso de que se originen plusvalías en valores que, pertenecientes a esta cartera, se negocien en mercados ágiles y profundos, se compensarán con las minusvalías que se hayan ido acumulando en la cuenta activa.

Respecto a la cartera de inversión a vencimiento, inicialmente se valorará al precio de adquisición. Posteriormente, hasta su vencimiento, sin necesidad de ajustes valorativos por razones de saneamiento, se irá periodificando la diferencia entre el precio de adquisición y el valor de reembolso. Para que la entidad reclasifique los valores en esta cartera, se exige que la entidad de crédito demuestre la suficiente capacidad financiera para mantener los valores hasta su amortización. En caso de que se produzcan enajenaciones en los valores de esta cartera, deberán comunicarse al Banco de España y justificar los motivos de dicha enajenación. En este sentido, se enumeran como causas justificadas los cambios en la legislación que afecten de forma profunda al marco de actuación de la entidad, las variaciones importantes en las circunstancias que

concurrir en el emisor, la ejecución de garantías constituidas, la existencia de dificultades financieras de la entidad o su grupo, u otras causas suficientes a juicio del Banco de España. No obstante, cuando se produzca la enajenación, el resultado se llevará directamente a la cuenta de resultados, aunque, en caso de beneficio, se dotará una provisión específica por el mismo importe, disponiéndose linealmente de la misma a lo largo de la vida residual del valor vendido.

Finalmente, la cartera de participaciones permanentes no presenta novedades significativas respecto a la regulación anterior. Recoge solo las participaciones o valores de renta variable que eran clasificados en la CBE 4/1991 como inmovilizaciones financieras, mientras que las inmovilizaciones de renta fija se reclasificarán, según su finalidad, en alguna de las carteras anteriores (CBE 6/1994, de 26 de septiembre).

## **10. TRANSPARENCIA Y RELACIONES CON LA CLIENTELA**

El proceso de liberalización del funcionamiento de los mercados financieros hubo de ir acompañado de una serie de medidas reguladoras de transparencia y supervisión de las entidades.

De acuerdo con esos principios, y coincidiendo con la culminación del proceso de liberalización de los tipos de interés y comisiones bancarias, a partir de 1987 se dictaron diversas normas dirigidas, fundamentalmente, a garantizar la publicidad de las condiciones de las operaciones bancarias y a facilitar a los clientes toda la documentación necesaria para el pleno conocimiento de sus operaciones. En concreto, se exigió a las entidades que las tarifas de comisiones se recogieran en un folleto, redactado de forma clara y comprensible, que debía estar a disposición de la clientela; se fijaron normas de valoración de las operaciones de activo y de pasivo a efectos de la determinación de los intereses devengados; se exigió dar publicidad de determinados tipos de interés como, por ejemplo, el preferencial, y se obligó a que los tipos de interés se

expresasen en tasas porcentuales anuales equivalentes. Como complemento de esa regulación, se creó un Servicio de Reclamaciones en el Banco de España para atender las quejas de los consumidores de servicios bancarios. (OM de 3-3-87).

Posteriormente, la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, extendió esta normativa a todas las entidades de crédito, facultando al Ministerio de Economía y Hacienda para que dictara unas normas de actuación, información y publicidad en sus relaciones con la clientela, que se llevó a cabo mediante la orden ministerial de 12 de diciembre de 1989. El ámbito de aplicación de dicha orden era muy general, ya que prestaba atención, no solo a las operaciones clásicas de las entidades de crédito, sino a otras operaciones como las cesiones de activos, operaciones en divisas, etc., a la vez que endureció las normas sobre transparencia y fechas de valoración. Posteriormente, el Banco de España desarrolló esta normativa, exigiendo a las entidades la existencia de un tablón de anuncios permanente en cada una de las oficinas abiertas al público donde figurara toda la información que debían poner en conocimiento de sus clientes (OM 3-3-87; CBE 15/1987, de 7-5; CBE 24/1987, de 21-7; OM de 16-6-88; CBE 11/1988, de 22-7; CBE 15/1988, de 5-12; OM 29-12-88; CBE 16/1988, de 29-12; OM 12-12-89, y CBE 8/1990, de 7-9).

En 1994, en un contexto de disminución importante de los tipos de interés, se promulgó una norma sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios que permite subrogarlos con otra entidad financiera o modificarlos con la misma entidad a un coste significativamente inferior al que actualmente comportan estas operaciones. En este sentido, el deudor puede subrogar a otra entidad financiera el importe vivo del préstamo sin consentimiento de la entidad bancaria acreedora. La entidad financiera que esté dispuesta a subrogarse presentará al deudor una oferta vinculante del nuevo préstamo hipotecario, y, una vez aceptada por el deudor, la nueva entidad se lo comunicará a la que hizo inicialmente la operación. La escritura que documente la operación de subrogación estará exenta en la modalidad gradual de Actos Jurídicos

Documentados sobre documentos notariales, y, para el cálculo de los honorarios notariales y registrales, se tomará como base la cifra del capital pendiente de amortizar en el momento de la subrogación. Por otro lado, en los préstamos a interés variable, se limita la cuantía de la cantidad que ha de percibir la entidad acreedora, en concepto de comisión por amortización anticipada, de forma que la cantidad máxima perceptible por dicha comisión será del 1% sobre el capital pendiente de amortizar, si bien esta cantidad podrá ser inferior en el caso de que esté pactada. Por último, se hace mención de la publicación regular, por parte del Banco de España, de determinados índices o tipos de interés de referencia que deberán ser aplicados, preferentemente, por las entidades de crédito a los préstamos a interés variable (Ley 2/1994, de 30-3).

En el mes de mayo, el Ministerio de Economía y Hacienda publicó las condiciones financieras que deben cumplir la formalización de tales operaciones, circunscribiendo su ámbito de aplicación a los préstamos hipotecarios en los que concurran las siguientes circunstancias: 1) que la garantía hipotecaria recaiga sobre viviendas, 2) que el prestatario sea una persona física, y 3) que el importe del préstamo solicitado sea igual o inferior a 25 millones de pesetas, o su equivalente en divisas. La norma obliga a las entidades de crédito a la entrega obligatoria de un folleto informativo gratuito a todos quienes soliciten este tipo de préstamos hipotecarios, donde figuren, con claridad y de la forma más estandarizada posible, las condiciones financieras de los préstamos. En el caso de préstamos a tipo de interés variable, las entidades de crédito solo podrán utilizar como índices o tipos de referencia los que no dependan exclusivamente de la propia entidad de crédito, ni sean susceptibles de influencia por ella. Los datos que sirvan de base al índice deben ser agregados de acuerdo con un procedimiento matemático objetivo (Orden de 5 de mayo de 1994).

En el mes de julio, el Banco de España adaptó determinados aspectos de la CBE 8/1990 a los preceptos de la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, y de la OM de 5 de mayo de 1994, sobre transparencia

de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios. Concretamente, en las tarifas de comisiones de las entidades, se deben ajustar la cuantía de la comisión por cancelación anticipada en los préstamos hipotecarios a interés variable que puedan ser objeto de subrogación, de forma que no sea superior al 1%. En los préstamos hipotecarios sobre viviendas, a los que hace referencia la OM de 5 de mayo, la comisión de apertura (que se devengará una sola vez) englobará cualesquiera gastos de estudio, de concesión o tramitación del préstamo hipotecario inherentes a la actividad de la entidad prestamista ocasionada por la concesión del préstamo. En el caso de préstamos denominados en divisas, la comisión de apertura incluirá cualquier comisión por cambio de moneda correspondiente al desembolso inicial del préstamo. Por otro lado, se amplía la información que deben incorporar los tablones de anuncios de las entidades, indicando la existencia del folleto informativo sobre los préstamos hipotecarios a los que alude la OM de 5 de mayo. Finalmente, se hace innecesaria la comunicación individual al prestatario de las variaciones de tipos de interés de los préstamos hipotecarios concertados a tipo variable, cuyos tipos de referencia oficiales son definidos y publicados por el Banco de España (CBE 5/1994, de 22 de julio).

## **11. FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS**

### **Normativa comunitaria**

Con el fin de reforzar la estabilidad del sistema bancario y de garantizar la protección de los ahorradores en el área de la UE, el Consejo de la UE ha publicado en 1994 una directiva que pretende establecer un nivel mínimo armonizado de garantía de depósitos. Dicha cobertura debe alcanzar los 20.000 ecus (3.000.000 pta. aprox.) para los depósitos agregados de un mismo cliente. Los Estados miembros, que en el momento de la entrada en vigor de la directiva (31 de mayo de 1994) no alcancen esa cifra, dispondrán hasta el 31 de diciembre de 1999 para hacerlo, debiendo, entretanto, mantener el importe máximo que tengan previsto en sus



actuales sistemas de garantía, que en ningún caso podrá ser inferior a 15.000 ecus (2.250.000 pta aprox.). El plazo para adaptar las legislaciones nacionales a la directiva finaliza el 1.7.95 (Directiva 94/19/CE, de 30-5).

#### Normativa nacional

En 1980, se modificó el régimen de actuación del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, con el fin de que su objeto no se limitara a ser un mero sistema de seguro de depósitos, sino también un instrumento que contribuyera a reforzar la solvencia de las entidades bancarias (RD 567/1980, de 28-3).

En 1994, se perfeccionaron determinados aspectos de dicho régimen de actuación, con el fin de hacer más viables las operaciones de saneamiento del Fondo. En primer lugar, se actualiza el RD 567/1980, de 28-3, para adaptarlo a la nueva legislación de sociedades anónimas, permitiendo al Fondo concurrir a la ampliación de capital de bancos en crisis cuando la Junta General de la entidad así lo acuerde, excluyendo total o parcialmente el derecho de suscripción preferente de los accionistas. Asimismo, una vez suscritas las acciones, el Fondo deberá ofrecerlas a la venta en el plazo máximo de un año, pudiendo concurrir a dicho ofrecimiento las entidades de crédito integradas en el mismo que, por sus condiciones de solvencia y de capacidad económica, sean capaces de asegurar el definitivo restablecimiento de la solvencia y normal funcionamiento de la entidad bancaria en saneamiento. El Fondo debe comunicárselo, en el plazo de quince días, al Ministerio de Economía y Hacienda para que pueda ejercitar, en su caso, el derecho de adquisición preferente sobre dichas acciones (RD 437/1994, de 11 de marzo).

## II. MERCADOS DE VALORES

### 1. NORMATIVA GENERAL

#### Normativa comunitaria

Lo esencial de la normativa comunitaria, en el ámbito de los mercados de valores, está recogido en seis directivas. Así, entre 1987 y 1990 vieron la luz tres directivas reguladoras del contenido de los folletos informativos que se deben confeccionar en los casos de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores, orientadas a facilitar el reconocimiento mutuo de dichos folletos por parte de las autoridades nacionales de todos los países miembros (**Directivas 87/345/CEE; 89/298/CEE y 90/211/CEE**).

Posteriormente, ya en 1993, se promulgaron otras dos directivas fundamentales: la de adecuación de capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito y la de servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. La primera de ellas contempla el establecimiento de normas básicas comunes para los fondos propios de ambos tipos de instituciones, a las que otorga un tratamiento análogo. Al mismo tiempo, crea ciertas normas comunes sobre los riesgos de mercado y proporciona un marco complementario para la supervisión de esos riesgos y de los de posición, liquidación y tipo de cambio (**Directiva 93/6/CEE, de 15-3**).

Por otro lado, la directiva de servicios de inversión, al igual que su homóloga para las entidades de crédito (la 2ª directiva de coordinación bancaria), pretende facilitar la armonización mínima necesaria de las legislaciones nacionales que garantice el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión prudencial de las empresas de inversión dentro de la UE. Sobre esa base, las empresas de inversión podrán operar en todo el territorio comunitario disponiendo de una licencia única expedida por el Estado de origen (**Directiva 93/22/CEE, de 10-5**).

En 1994, se publicó otra directiva que fija las condiciones de publicación de los folletos informativos requeridos para la admisión a cotización oficial de valores emitidos en los países miembros de la UE. La directiva pretende acelerar la integración de los mercados de valores en toda la UE, garantizando la debida protección de los inversores y el correcto funcionamiento de los mercados. También permite la aplicación de los mismos criterios para la admisión a cotización oficial si, en vez de hacerse en bolsas de valores, se realiza en mercados secundarios regulados y supervisados que imponen requisitos de información equivalentes (**Directiva 94/18/CEE, de 30 de mayo**).

#### Normativa nacional

La norma básica es la Ley del Mercado de Valores que, promulgada en 1988, supuso una profunda transformación del marco general e institucional del mercado de valores privados y públicos en España. Está orientada a alcanzar mayores niveles de eficiencia operativa y una mayor seguridad en los mercados, así como el establecimiento de mecanismos adecuados de difusión de la información y de supervisión de las operaciones y de los intermediarios del mercado. La nueva estructura de los mercados de valores se articula en torno a uno de los elementos clave de dicha reforma: la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), organismo responsable de la vigilancia del correcto funcionamiento de los mercados de valores, velando, entre otros extremos, por la transparencia, por la correcta formación de precios y por la protección de los inversores.

La ley considera separadamente el mercado primario y los mercados secundarios de valores. Respecto al mercado primario, consagra la libertad de emisión, sin necesidad de autorización administrativa, salvo algunas excepciones, al tiempo que abre la posibilidad de que todos los valores estén representados en anotaciones en cuenta.

En relación con los mercados secundarios, se contemplan tres clases: las bolsas de valores, el mercado de deuda pública anotada y aquellos otros organizados, oficiales y no oficiales, que se puedan crear. Asimismo, se prescinde de la figura del agente mediador individual, sustituyéndolo por unas entidades financieras especializadas: las sociedades y agencias de valores, con el fin de asegurar la solvencia financiera de los que desarrollan este tipo de actividades. Además, desaparece el requisito de la fe pública obligatoria que se sustituye por la mediación obligatoria de una entidad que ostente la condición de miembro del mercado.

Por último, la ley recoge unas normas mínimas de conducta de cuantos operan con los mercados de valores, inspiradas en las recomendaciones y directivas europeas, y encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores y velar por la transparencia del mercado. Finalmente, establece un régimen disciplinario y sancionador gestionado por la CNMV (Ley 24/1988, de 28-7).

## 2. MERCADO PRIMARIO

El mercado primario de los valores susceptibles de ser negociados está constituido por el total de las emisiones de valores<sup>17</sup>. Como se señaló anteriormente, la Ley del Mercado de Valores consagró la libertad de emisión sin necesidad de autorización administrativa, salvo determinadas excepciones. Desde su publicación, se han ido desarrollando sus preceptos y disposiciones que adaptan el funcionamiento del mercado primario al previsto en la normativa comunitaria. Dentro del mercado primario, cabe hacer referencia a las ofertas públicas de venta de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, la posibilidad de que los valores -no solo los de la deuda del

---

<sup>17</sup> El concepto de valor negociable se define, en general, como un derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión es susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero.

Estado- pudieran estar representados en anotaciones en cuenta, y la creación de un marco general sobre las ofertas públicas de adquisición de valores (OPA).

En 1989, el Ministerio de Economía y Hacienda, en desarrollo de la ley del mercado de valores, prohibió las emisiones de valores cuyo principal o cuyos intereses fueran revisables en función de la evolución de algún índice general de precios o del precio de algún bien o servicio. Asimismo, se exigía autorización administrativa previa de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF) en los siguientes casos: a) emisiones en el mercado nacional de valores denominados en moneda extranjera; b) emisiones realizadas por no residentes en el mercado nacional; y c) emisiones con vencimiento superior a dieciocho meses que carecieran de rendimiento explícito o que tuvieran rendimiento exigible a un plazo superior a un año. La denegación o el condicionamiento de la autorización para realizar las emisiones podía basarse en su efecto perjudicial sobre balanza de pagos, el mercado de divisas o los objetivos de la política monetaria, etc. (Orden de 14-11-1989).

También se concretó el régimen fiscal de los valores emitidos en España por no residentes sin mediación de establecimiento permanente, de manera que los rendimientos de capital mobiliario y los incrementos y disminuciones patrimoniales derivados de tales valores obtenidos por no residentes, no se considerarían producidos en España a los efectos de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de sociedades, lo que implicó una exención fiscal total (RDL 7/1989, de 29 de diciembre).

En 1991, se promulgó una nueva regulación de la comunicación que debía remitirse a la CNMV relativa a las participaciones significativas en el capital de las sociedades cotizadas y a las adquisiciones de acciones propias o de la sociedad dominante del grupo. Su principal novedad radicó en que obliga a los inversores extranjeros a extender tales comunicaciones a la Dirección General de Transacciones Exteriores. Por otro lado, se mantuvo en el 5% el porcentaje de participación en el capital social a partir del cual

resultaban obligatorias estas comunicaciones. Con respecto a las comunicaciones de adquisiciones de acciones propias o de la sociedad dominante de cuantía superior al 1%, se dispuso un período de un mes para realizar las correspondientes a las adquisiciones llevadas a cabo desde el 1 de enero de 1990. Finalmente, la CNMV aprobó los modelos con arreglo a los cuales habían de realizarse tales comunicaciones (RD 377/1991, de 15-3; OM 23-4-91 y CCNMV 2/1991, de 24-4).

Ese mismo año, desarrollando lo preceptuado por la ley del mercado de valores, se renovó el régimen jurídico de las operaciones públicas de adquisición de acciones -OPAs-. En esta nueva regulación, destaca una definición más amplia de los instrumentos válidos para adquirir una participación significativa de una sociedad, a efectos de realizar una OPA. Asimismo, se contemplaba la posibilidad de modificar las características de la oferta durante su curso, siempre que fuera más favorable para los destinatarios de la misma. La autorización de la OPA corresponde a la CNMV que deberá ir acompañada de un folleto explicativo y la documentación necesaria que acredite, entre otras cosas, la finalidad y garantía de la oferta, quedando todas las personas involucradas en la misma al régimen de supervisión y sanción establecido en la ley del mercado de valores (RD 1197/1991, de 26-7).

En 1992, se estableció el régimen general de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, estableciéndose los requisitos de transformación de los títulos físicos en anotaciones. Su ámbito de aplicación se extendió a todos los valores negociados en bolsa y, en general, a todo tipo de valores cuyos emisores así lo decidieran. La representación de valores en anotaciones deberá aplicarse a todos los de la misma emisión, y será irreversible, salvo en el caso de que, tratándose de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, lo autorice la CNMV (RD 116/1992, de 14-2).

También se promulgó el desarrollo reglamentario relativo a las emisiones y ofertas públicas de venta de valores, según lo preceptuado en la Ley del Mercado de Valores, y en congruencia a las disposiciones comunitarias en la materia y, concretamente, con lo establecido en la Directiva 89/298/CEE relativa al folleto de emisión. Del amplio contenido de la norma, cabe mencionar la definición de entidades colocadoras y comercializadoras de emisiones o de ofertas públicas de venta de valores negociables, entendiéndose por tales aquellas entidades que medien, por cuenta del emisor u oferente, en la distribución al público de los valores objeto de la emisión u oferta, independientemente de que asuman o no compromiso de aseguramiento o adquisición total o parcial de los valores. Asimismo, son consideradas entidades directoras de emisiones u ofertas aquellas a las que el emisor haya otorgado mandato para que preparen y dirijan la emisión o la oferta.

Respecto a las emisiones de valores, se recoge el principio de libertad de emisión, y asume como excepciones a este principio los supuestos fijados por el Ministerio de Economía y Hacienda en la Orden de 14 de noviembre de 1989. Por otro lado, se regula el procedimiento administrativo de comunicación que los emisores de valores deben seguir ante la CNMV, previamente a la propia emisión. No obstante, algunas emisiones quedan exoneradas de este procedimiento, bien sea por la cualidad del emisor - Administraciones Públicas- o por las características de los valores: emisiones de las entidades de crédito a menos de doce meses dirigidas a la clientela, emisiones de valores con plazo de reembolso igual o inferior a doce meses que realicen las entidades de crédito dirigidas exclusivamente a inversores institucionales, participaciones de fondos de inversión, etc. También se establecen excepciones parciales al procedimiento administrativo, en el caso de algunas emisiones.

En cuanto a las emisiones realizadas por no residentes, en congruencia con las directivas comunitarias vigentes, se dispuso que los documentos acreditativos debían adaptarse a la normativa del país sede del emisor. Lo mismo sucede con el informe de

auditoría, aunque deberían mencionarse las diferencias existentes entre los criterios utilizados en el país del emisor y los generalmente aceptados en España. Sin embargo, el folleto informativo debe cumplir los requisitos establecidos en la norma, a excepción de aquellos emisores que tengan su sede en algún país de la UE, en cuyo caso bastará con que el folleto haya sido sometido al previo control de la autoridad competente en aquel país, sin perjuicio de que el Ministerio de Economía y Hacienda exija información complementaria en relación al régimen fiscal y jurídico de los valores.

Por otro lado, la norma define las ofertas públicas de venta de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial como el ofrecimiento al público de valores negociables en el territorio nacional, por cuenta del emisor o de un tercero, y cuya emisión no esté sujeta al cumplimiento de todos los requisitos previstos para las emisiones de valores, o hubiera tenido lugar con antelación superior a dos años, respecto a la fecha de la oferta pública. En general, las ofertas públicas de venta de valores quedaron sujetas a un régimen similar al establecido para las emisiones de valores, y, tanto los emisores como los oferentes de valores debían facilitar a la CNMV cuanta información requiera en relación a las emisiones u ofertas que realicen, debiendo, además, hacer pública aquella que la CNMV estime oportuna. Finalmente, se dispuso que la preparación, diseño, lanzamiento, colocación y demás actividades relacionadas con las emisiones y ofertas de venta de valores estarán sujetas a las normas de conducta y al régimen sancionador establecido en la Ley del Mercado de Valores (RD 291/1992, de 27-3 y OM de 12-7-93).

En 1994, se estableció el régimen de aplicación de tasas por la realización de actividades y por las prestación de servicios por la CNMV, precisando los sujetos pasivos y las bases imponibles aplicables, y fijando las correspondientes tarifas. Asimismo, se determinó el momento del devengo de las tasas y las especificaciones de liquidación, pago y plazo de ingreso de las mismas. Las tasas se aplican por los siguientes conceptos: 1) por registro de folletos



informativos; 2) por inscripción de entidades en los registros oficiales de la CNMV; 3) por autorización de ofertas públicas de adquisición de valores, y 4) por inspección y supervisión de determinadas entidades e instituciones (RD 647/1994, de 15 de abril).

### **3. MERCADO SECUNDARIO**

#### **3.1 Bolsas de valores**

En 1986, se creó un segundo mercado bursátil, con menores exigencias en materia de acceso, permanencia y obligaciones formales, con el fin de posibilitar el acceso a estos mercados a las pequeñas y medianas empresas. Para ello, las empresas tenían que solicitarlo a la Junta Sindical correspondiente, indicando, entre otras cosas, la naturaleza de los títulos, su nominal, clase, numeración y forma y plazos de amortización (RD 710/1986, de 4-4 y OM de 26-9-86).

En 1988, con anterioridad a la publicación de la Ley del Mercado de Valores, desapareció el régimen de cotización calificada por considerarse discriminatorio y por no haber mostrado satisfactoriamente su eficiencia, quedando un único régimen de cotización oficial en bolsa. De hecho, en la práctica, ya se prescindía de la distinción entre cotización oficial simple y calificada (RD 650/1988, de 24-6).

En 1989, se estableció el régimen jurídico relativo a la creación, autorización, capitales mínimos, coeficientes obligatorios y régimen de actuación de las sociedades y las agencias de valores. Las primeras pueden actuar por cuenta propia o por cuenta de terceros, mientras que las segundas solo pueden hacerlo por cuenta de terceros. Han de mantener un coeficiente de liquidez y de solvencia, y se concreta un régimen financiero específico que les permite tomar financiación de las entidades financieras, pero no de personas físicas o jurídicas. La normativa contable a la que deben ajustar sus estados financieros fue establecida por la CNMV,

presentando una cierta simetría a la establecida por el Banco de España respecto a las entidades de crédito. Dicha normativa está inspirada en los principios contables de prudencia valorativa y trata de que los estados contables de las sociedades y agencias de valores sean veraces y ofrezcan una imagen fiel de su patrimonio, resultados y situación financiera (RD 276/1989, de 22-3; OM 28-7-89; CCNMV 3/1989, de 2-8, y CCNMV 5/1990, de 28-11).

En abril de 1989, comenzó a funcionar el mercado continuo interconectado. Se trata de un sistema informatizado de cotización que, sustituyendo a los tradicionales corros, interconecta las bolsas en tiempo real, permitiendo la fijación de un precio único para cada valor cotizado, y da mayor fluidez y eficiencia a la negociación bursátil.

En junio, se concretó el régimen jurídico aplicable a las sociedades rectoras de las bolsas, a los miembros de las bolsas y a la sociedad de bolsas. La sociedad rectora está encargada de dirigir y organizar la contratación de la bolsa correspondiente, no tendrá la condición de miembro ni podrá realizar funciones de intermediación. Por su parte, la sociedad de bolsas -constituida por las sociedades rectoras de las bolsas de valores a partes iguales- tiene como función principal la de dirigir y administrar el sistema de interconexión bursátil, al cual podrán acceder las entidades que ostenten la condición de miembro de cualquiera de las bolsas de valores (RD 726/1989, de 23-6).

Por otro lado, a partir del 30 de julio de 1989, se declaró libre la admisión a cotización de valores extranjeros en las bolsas de valores, y se concretaron las disposiciones relativas a la admisión a negociación de estos valores (RD 726/1989, de 23-6).

En julio de ese año, se adaptó a la nueva realidad del mercado bursátil el sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado. Su funcionamiento está orientado en especial a las sociedades de valores que ostenten la condición de miembros de una bolsa de valores. Estas pueden otorgar crédito a compradores y vendedores

por operaciones bursátiles al contado (**OM 28-7-89**). Finalmente, se estableció que, a partir del 1 de enero de 1992, quedaba liberalizada la fijación de las comisiones y la repercusión de los costes y recargos en las operaciones bursátiles (**RD 949/1989, de 28-7**).

En septiembre de 1991, se reguló un nuevo sistema de contratación y negociación de renta fija y de deuda pública en la Bolsa de Madrid, de acuerdo con un modelo de contratación continua mediante tres procedimientos: órdenes, bloques y operaciones especiales -a precio convenido y aplicaciones-. Los precios se fijarán ex-cupón y podrán variar como máximo un 10% en cada sesión. La supervisión del sistema quedó a cargo de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid con la facultad para cancelar operaciones, interrumpir la contratación de algún valor en determinadas circunstancias, y paralizar la contratación cuando se acuerde la suspensión formal de la negociación (**Circular 6/1991, de 18-9 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid**).

También en ese año se abordó la regulación de las operaciones especiales, las aplicaciones y las operaciones convenidas. Respecto a las aplicaciones, se dispuso que se podría proceder a su aplicación solo si, formuladas públicamente a través del correspondiente sistema de contratación, quedaban casadas por no existir en el momento de su formulación contrapartidas al mismo precio o a otro más favorable. Entre las operaciones especiales, se recogieron las que comportan contrapartida por cuenta propia por parte de los miembros de las bolsas, y las realizadas entre miembros que no se formulen públicamente a través del correspondiente sistema de contratación. Por su parte, las operaciones convenidas directamente entre quienes no fueran miembros de las bolsas requerían para su validez la toma de razón de una entidad que ostentara la condición de miembro (**RD 1416/1991, de 27-9; OM 5-12-91, y CCNMV 3/1991, de 18-12**).

Asimismo, se autorizó un nuevo régimen específico para la contratación, compensación y liquidación de deuda pública anotada en bolsa. En su inicio, solo se contempló la negociación de bonos y

obligaciones del Estado, aunque posteriormente se incorporaron las letras del Tesoro. De esta forma, las entidades gestoras y los titulares de cuenta podían traspasar saldos de deuda pública anotada, libres de compromisos o trabas, para su contratación por parte de los miembros del mercado bursátil, cuya compensación y liquidación se efectuará directamente sobre las cuentas de valores que mantengan en la Central de Anotaciones (OM 31-10-91 y CBE 6/1991, de 13-11).

En 1992, se creó un nuevo sistema de compensación y liquidación de operaciones bursátiles, denominado Servicio de Compensación y Liquidación de Valores -SCLV-, que se encarga, en general, de gestionar la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación bursátil, y del registro contable de los valores representados en anotaciones en cuenta admitidos a negociación en las bolsas y de aquellos otros valores de los que esté solicitada o vaya a solicitarse la admisión. Las entidades adheridas al Servicio son las sociedades y agencias de valores y bolsa que sean miembros de una o varias bolsas de valores, aunque también pueden adquirir ese rango los bancos privados, las cajas de ahorros y las entidades oficiales de crédito. La liquidación de todas las operaciones bursátiles tiene lugar por compensación multilateral (RD 116/1992, de 14-2).

Poco tiempo después, se establecieron los requisitos que tienen que cumplir las entidades que no sean miembros de bolsa para poder adherirse al SCLV. Para ello, el Servicio elaboró un pliego, aprobado por la CNMV, que contenía los requisitos técnicos y funcionales que han de cumplir las entidades adheridas al mismo. Las entidades interesadas en acceder a tal condición tienen que presentar ante el Servicio su solicitud, acompañándola de una memoria detallada que incluya la forma en que se da cumplimiento a los requisitos establecidos en el pliego (OM 6-7-92).

### 3.2. Mercado de deuda pública

#### a) Agentes y condiciones para la negociación en el mercado secundario

Con el fin de facilitar el desarrollo de mercados mayoristas entre instituciones financieras que constituyen un elemento básico para la existencia de mercados al detalle sólidos y estables, se creó en 1987 el sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado -SACDE-, organizado en torno a la Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España. El sistema deja al margen a los pagarés del Tesoro, que siguieron con su sistema particular hasta su extinción en 1992. En el SACDE aparecen vinculados tres tipos de agentes: los titulares de cuentas, las entidades gestoras y los terceros no titulares y poseedores de anotaciones. Los titulares son intermediarios financieros con unos recursos propios no inferiores a 200 millones de pesetas. Las entidades gestoras son titulares de cuentas que pueden mantener en la Central de Anotaciones posiciones de terceros, además de las suyas propias. El cauce de comunicación entre la Central de Anotaciones y los titulares de cuentas es el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España (RD 505/1987, de 3-4; OM de 19-5-87; CBE 16/1987, de 19-5 y CBE 20/1987, de 9-6).

En el ámbito de los mercados exteriores, se liberalizan las compraventas simples al contado de deuda del Estado realizadas por no residentes, cualquiera que fuese el mercado donde se efectúen, e independientemente de que la deuda esté materializada en títulos-valores o en anotaciones en cuenta. Se suprimieron la verificación administrativa previa por la DGTE y la posterior declaración en el registro de inversiones extranjeras (OM 22-7-87).

En 1988, el Banco de España decidió promover la creación de dos tipos de instituciones: los creadores de mercado y los mediadores entre negociantes de deuda -ciegos- con el fin de incrementar la transparencia y la liquidez del mercado de deuda anotada. La misión básica de los creadores consiste en cotizar

continuamente precios comprador y vendedor de una gama amplia de valores de deuda, mientras que los mediadores transmiten las mejores cotizaciones vigentes en cada momento y, en su caso, cierran las operaciones entre las partes guardando el anonimato de estas (ACEBE 19-1-88).

También se regularon, en ese mismo año, las operaciones de compraventa simple a plazo sobre deuda anotada entre titulares de cuentas. Para que una operación se clasifique como tal, ha de mediar un plazo mínimo de cinco días hábiles entre la fecha de contratación y la fecha convenida para la ejecución del contrato. La contratación y liquidación de estas operaciones se realiza a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España (CBE 12/1988, de 8-9).

Por otro lado, se sentaron las bases para autorizar el establecimiento por las entidades gestoras de un sistema de compensación y liquidación que permita la creación de un mercado organizado para la contratación de futuros y de opciones sobre deuda pública. Los contratos de futuros y opciones pueden tener por objeto la compraventa aplazada, simple o con pacto de recompra, de deuda del Estado anotada; la compraventa aplazada, simple o con pacto de recompra, de un valor nacional o de una cesta de valores cuyo precio y demás características deriven de valores concretos de deuda del Estado, y el derecho de opción a exigir el cumplimiento de ambos tipos de compraventa, bien en la fecha de vencimiento o bien en cualquier momento anterior a la misma. Asimismo, se aprovechó para dar un nuevo impulso al mercado, al ampliar el conjunto de actores en operaciones a plazo a las personas físicas y jurídicas no titulares de cuenta con una entidad gestora y siempre que el importe nominal de los valores objeto de la operación no sea inferior a cien millones de pesetas (Resolución DGTPF, 21-3-89).

En 1990, se regularon las cuentas directas de deuda anotada en el Banco de España, con la finalidad de que los particulares puedan mantener directamente posiciones propias de deuda anotada

en la Central de Anotaciones, evitándose así los costes de la intermediación a través de una gestora. Para ello, se otorgó al Banco de España la condición de entidad gestora, aunque su operatividad quedó limitada al mantenimiento de saldos de deuda anotada con particulares hasta su vencimiento, y al cobro de cupones y amortizaciones (OM 22-1-90 y Resolución DGTPF de 8-3-90).

En marzo de 1990, se liberalizaron las inversiones de no residentes en repos y en operaciones a plazo con deuda del Estado (OM 12-3-90).

Más adelante, se autorizó al Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la DGTPF, para suscribir convenios de colaboración con gestoras de instituciones de inversión colectiva, relativos a fondos de inversión en deuda del Estado -Fondtesoros-. La finalidad de tales convenios fue la de contribuir a la mejor difusión y colocación de la deuda del Estado, garantizar a los inversores la liquidez de sus participaciones, y ofrecer ventajas fiscales a aquellos que inviertan con perspectivas de estabilidad. (OM 7-6-90).

En 1991, se modificaron las posibilidades de acceso a la condición de miembro del SACDE. En primer lugar, se estableció una división dentro de las entidades gestoras, distinguiéndose entre las que tienen capacidad plena y las que tienen capacidad restringida, y, dentro de estas, entre las que pueden ser titulares de cuenta y las que no. También se creó una categoría intermedia de entidades gestoras que, teniendo capacidad restringida, pueden ostentar la condición adicional de titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, ofreciendo contrapartida en nombre propio a sus clientes, solo en operaciones de compraventa simple al contado. Por su parte, el Banco de España concretó los requisitos para acceder a la condición de entidad gestora. Respecto a la revocación de la condición de entidad gestora, se ampliaron los casos en que puede ocurrir, destacando el incumplimiento de los requisitos de autorización, el advenimiento de suspensión de pagos o quiebra, el desarrollo durante un año de un volumen de actividad inferior al

que se establezca reglamentariamente, y la revocación por sanción en los casos contemplados en la Ley del Mercado de Valores (**RD 1009/1991, de 21-6; OM 31-10-91 y CBE 6/1991, de 13-11**).

Asimismo, se concedió al Banco de España la condición de entidad gestora en relación con las entidades no residentes que inviertan en deuda pública y que, sin tener establecimiento permanente en nuestro país, sean titulares de cuenta (**RD 1285/1991 de 2-8 y OM 16-9-91**).

Posteriormente, se autorizó a las entidades gestoras con capacidad plena a realizar operaciones a plazo con terceros, tanto compraventas simples como operaciones simultáneas. El importe nominal contratado no debía ser inferior a 100 millones. (**CBE 8/1991, de 26-11**).

Con la creación del SACDE, se estableció un régimen jurídico de las operaciones temporales con pacto de recompra de la deuda del Estado, aunque solo se permitía esta posibilidad operativa a las letras y pagarés del Tesoro, para lo cual el Banco de España había establecido los mecanismos complementarios de información y control de las entidades gestoras, posponiendo la aplicación de esta operativa para el resto de la deuda del Estado. Pasado el tiempo, y al haber dotado la Central de Anotaciones de los procedimientos necesarios para controlar la disponibilidad de los valores de deuda anotada adquiridos temporalmente (impidiendo su transmisión a terceros en operaciones con vencimiento superior al de su adquisición), se autorizó con carácter general las ventas con pacto de recompra, entre las entidades gestoras y sus terceros de cualquier valor de deuda anotada adquirida temporalmente por la entidad gestora (**Resolución DGTPF de 23-3-93 y CBE 6/1993, de 26-3**).

En 1994, se abogó por dotar a los creadores de mercado de una flexibilidad adicional, de acuerdo con las actuales exigencias del mercado, tanto en el reconocimiento como en la pérdida de su condición. En concreto, la pérdida de la condición de creador de



mercado puede producirse, sin esperar al cumplimiento del año natural, por los motivos ya contemplados en la Orden de 24 de julio de 1991: por renuncia voluntaria; por pérdida de la condición de entidad gestora; por acuerdo del Banco de España, previo informe o a propuesta de la DGTPF, cuando se incumplan cualesquiera de las obligaciones establecidas para este tipo de entidades, y, en especial, por aplicación de los criterios de actuación o de evaluación que tengan establecidos el Banco o la DGTPF. Otras modificaciones afectaron al estatuto de los creadores de mercado donde se especifican sus funciones y prerrogativas. Así, los creadores pierden la exclusiva en la canalización de las adquisiciones que el Tesoro efectúa en el mercado secundario, ya que este puede convenir directamente con el Banco de España la amortización anticipada de cartera a vencimiento y la adquisición de deuda por cuenta del Tesoro en el mercado secundario, o bien utilizar vías alternativas para evaluar la eficacia y el coste de unos procedimientos y otros (**Orden de 29 de marzo de 1994**).

#### **b) Condiciones para la emisión de valores públicos**

En 1987 y con el fin de ampliar la gama de instrumentos a disposición del Tesoro, se creó la letra del Tesoro, que se configura, además, como instrumento regulador de la intervención monetaria ante la pérdida progresiva de ese papel que habían desempeñado los pagarés del Tesoro, debido a las interferencias fiscales introducidas por la Ley 14/1985. Las letras del Tesoro se emiten al descuento y solamente pueden estar representadas en anotaciones en cuenta. De forma paralela, se suprimieron las subastas de pagarés del Tesoro, pasando a emitirse a un precio previamente anunciado al que habían de aceptarse todas las solicitudes presentadas (**OM 11-6-87 y CBE 21/1987, de 16-6**).

En 1989, se estableció que toda la emisión de la deuda pública esté representada exclusivamente en anotaciones en cuenta. Volvieron a programarse emisiones de obligaciones del Estado a más de cinco años, que se habían interrumpido, y se abrió la posibilidad

de emitir letras, bonos y obligaciones, mediante su oferta con condiciones fijadas en su totalidad de antemano en lugar de subasta, tal como se venía haciendo con las emisiones de pagarés del Tesoro (RD 91/1989, de 27-1; OM 11-1-89; OM 27-1-89 y OM 20-3-89).

Asimismo, se permitió la posibilidad de emitir deuda pública en ecus, con un tratamiento fiscal especial para los no residentes, ya que las rentas derivadas de bonos del Estado en ecus se entienden netas de impuestos. Además, se concretaron sus características de emisión, pudiendo realizarse mediante subasta o mediante cesión durante un período de suscripción a un precio único fijado de antemano (RD 86/1990, de 26-1; OM 27-1-90 y Resoluciones DGTPF de 29-1-90 y 23-2-90).

Por otro lado, se delegó una serie de competencias al Director General del Tesoro y Política Financiera, entre las que destaca la facultad de encargar al Banco de España que, inmediatamente después de las subastas ordinarias, abra una segunda ronda durante la cual los creadores de mercado podrán presentar solicitudes adicionales de suscripción de la misma emisión subastada, en las condiciones que se hubieran fijado (RD 86/1990, de 26-1; OM 27-1-90 y Resoluciones DGTPF de 29-1-90 y 23-2-90).

En las condiciones de emisión de deuda en 1991, se abrió la posibilidad de emitir mediante subasta entre un número restringido de entidades autorizadas a mediar en la colocación de valores, que adquirieran compromisos de aseguramiento de la emisión o de contrapartida en el mercado secundario. (RD 21/1991, de 18-1; OM 23-1-91 y OM 26-2-91).

También se permitió la admisión de peticiones no competitivas en las subastas de bonos y obligaciones. El importe máximo conjunto de las peticiones que cada suscriptor pueda presentar en la fase de suscripción pública posterior a la subasta, se dejó a la determinación, en cada caso, de la Dirección General del Tesoro y

Política Financiera (RD 21/1991, de 18-1; OM 23-1-91 y OM 26-2-91).

En junio de 1991, con la finalidad de facilitar la regularización fiscal de las inversiones en determinados activos financieros, se permitió que, hasta el 31 de diciembre de ese año, los poseedores de pagarés del Tesoro y de pagarés forales pudieran canjearlos por un nuevo tipo de deuda pública denominada deuda pública especial (DPE). La DPE se emitió al descuento y está representada en anotaciones en cuenta, tiene carácter nominativo y no transmisible, y su rendimiento efectivo es del 2%, siendo su vencimiento a los seis años de su emisión, es decir, en 1997, aunque los tenedores pueden optar cada año por su amortización anticipada. Tanto sus rendimientos como los incrementos de patrimonio procedentes de su amortización, no están sujetos al IRPF, al Impuesto de Sociedades, ni al Impuesto sobre el Patrimonio. Respecto a los pagarés del Tesoro, se dispuso que las emisiones en circulación a 31 de diciembre de 1991 conservaran hasta su completa amortización el régimen fiscal especial existente. Sin embargo, a partir de esa fecha, las nuevas emisiones no tendrán estas características y, por tanto, quedan sometidas a las obligaciones fiscales ordinarias (**Ley 18/1991, de 6-6 y OM 28-6-91**).

En 1991, se amplió la gama de instrumentos que componen la deuda del Estado, creando las letras del Tesoro con vencimiento a tres meses. Ello facilitaba el cumplimiento de la limitación del recurso del Estado al crédito del Banco de España, y se propiciaba la progresiva puesta en práctica del esquema de actuación de los creadores de mercado. La emisión es mediante subasta competitiva cuyas peticiones no pueden ser inferiores a cien millones de pesetas, y, una vez resuelta la subasta, existe una segunda vuelta para los creadores de mercado en la que se pueden presentar como máximo tres peticiones por oferente (**Resolución 5-12-91 de DGTPF**).

Al año siguiente, con esa misma finalidad, comenzaron a emitirse, mediante subasta competitiva, letras del Tesoro a seis

meses, con características similares a las de tres meses, cuya primera subasta fue el 4 de septiembre de 1992 (**Resolución DGTPF de 26-8-92**) .

De forma paralela, y una vez que los pagarés del Tesoro perdieron su función como instrumento de política monetaria, se previó su progresiva desaparición, de tal forma que los que se emitieron durante el año 1992 solo podían ser suscritos por las entidades de crédito sujetas al coeficiente de inversiones obligatorias para facilitar su cumplimiento. La amortización de todas las emisiones se produjo el 15-1-93 (**Resolución de 24 de enero de 1992 de la DGTPF**) .

### **3.3. MERCADO DE BONOS EN PESETAS EMITIDOS POR NO RESIDENTES (BONOS MATADOR)**

El RD 2374/1986, de 7-11, sobre inversiones españolas en el exterior, facultó al Ministerio de Economía y Hacienda para regular la emisión y cotización en España de valores emitidos por no residentes, así como la inversión exterior en valores denominados en pesetas. El Ministerio de Economía y Hacienda, mediante la facultad otorgada por dicho Real Decreto, reguló en 1987 la emisión, negociación y cotización en España de los valores denominados en pesetas emitidos por organismos internacionales multilaterales de los que España sea miembro. Estas emisiones, que tienen la consideración de fondos públicos a todos los efectos, debían ser autorizadas por la DGTPPF -aunque su adquisición por inversores españoles estaba autorizada con carácter general-, teniendo la consideración de inversión exterior. Hasta el 31 de diciembre de 1987, estos valores debían ser objeto de liquidación y compensación en España, aunque, a partir de ese momento, esta exigencia se suprimió, con el fin de impulsar el mercado secundario de valores denominados en pesetas y equiparlos con los valores denominados en otras monedas (**OM de 3-2-87**) .

En 1989, se mantuvo el sistema de autorización previa en las emisiones de valores en pesetas realizadas en España y se amplió el número de emisores posibles a todos los organismos internacionales, incluyendo aquellos de los que España no fuera miembro, a los Estados extranjeros y a las agencias e instituciones que emitieran con su garantía expresa (OM 14-11-89).

Posteriormente, con el fin de adaptar la legislación española a los compromisos comunitarios, se promulgó una nueva normativa sobre inversiones españolas en el exterior, que, entre otras cosas, declaró libre la emisión y colocación de valores en los mercados españoles efectuadas por cualquier no residente (RD 672/1992, de 2-7).

En noviembre de ese año, se suprimió el requisito de autorización previa, sometiendo estas emisiones a la normativa general sobre emisiones de valores. Asimismo, se continuaba exigiendo que las emisiones de obligaciones u otros valores en pesetas realizadas por no residentes debían ser comunicadas previamente al Ministerio de Economía y Hacienda (Orden de 18 de diciembre de 1992).

### **3.4 MERCADO DE RENTA FIJA DE LA ASOCIACIÓN DE INTERMEDIARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS (AIAF)**

En 1991, la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) presentó ante el Ministerio de Economía y Hacienda la correspondiente solicitud para promover la creación del primer mercado secundario organizado no oficial de renta fija, dentro del marco establecido por la Ley del Mercado de Valores. El control y la supervisión quedaron encomendados a la CNMV. El mercado AIAF de renta fija se estructuró en un segmento de valores de renta fija emitidos por residentes (pagarés de empresa, bonos, obligaciones y títulos hipotecarios de cualquier tipo), y en otro de valores denominados en pesetas emitidos por no residentes (bonos matador). La actividad de compensación y liquidación, para el

mercado de emisores residentes, se realiza por la sociedad Espaclear, mientras que, para los bonos matador, se realiza por Cedel y Euroclear. En ambos segmentos, la contratación se lleva a cabo por mediadores-brokers, con la particularidad de que en los bonos matador se ve reforzada por la intervención de creadores de mercado (OM 1-8-91).

### **3.5 MERCADOS ORGANIZADOS DE FUTUROS Y OPCIONES**

La Ley de presupuestos generales del Estado para 1990 modificó la Ley 24/1988, del mercado de valores, reconociendo a los mercados de futuros y opciones como mercados secundarios organizados no oficiales, permitiendo a los ya existentes la negociación de contratos relativos al tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses (Ley 4/1990, de 29-6).

En 1991, se publicó una regulación general relativa a la creación, organización y funcionamiento de los mercados de futuros y opciones financieros con la categoría de mercados secundarios organizados y oficiales. Su autorización era facultad del Ministerio de Economía y Hacienda, previa propuesta de la CNMV, pero no podían comenzar la contratación hasta que la correspondiente sociedad rectora no estuviera debidamente registrada. Se decidió que podían ser miembros de este mercado las sociedades y agencias de valores, las entidades de depósito y las sociedades mediadoras del mercado de dinero. La nueva normativa concedió un plazo de seis meses para que los mercados de futuros y de opciones financieros ya existentes se adaptaran a los nuevos requisitos y, de este modo, obtuvieran su reconocimiento oficial (RD 1814/1991, de 20-12).

En 1992, se reconoció a los mercados regidos por MEFF renta fija y por MEFF renta variable como mercados secundarios organizados oficiales de valores. (OM 8-7-92).

También se dictaron normas contables de aplicación a las sociedades rectoras de estos mercados. La CNMV extendió las

normas contables de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores a las Sociedades Rectoras de los mercados oficiales de futuros y opciones, y estableció la forma en que debían remitir a la Comisión los modelos de estados financieros públicos y reservados, la información estadística y las cuentas anuales con su correspondiente informe de auditoría (CCNMV 2/1992, de 15-7).

En 1994, se introdujeron ciertas mejoras en el régimen de garantías de los miembros y clientes de los mercados oficiales de futuros y opciones, con especial referencia a los casos en que estos estuvieran sometidos a un procedimiento concursal (**Ley 3/1994, de 14 de abril**).

### **3.6 SOLVENCIA, SUPERVISIÓN, TRANSPARENCIA Y NORMAS DE ACTUACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES**

La normativa básica sobre recursos propios de las sociedades y agencias de valores fue promulgada, por primera vez, en 1989 (RD 276/1989, de 22-3 y OM 28-7-89). En 1992, inspirándose en los directivas comunitarias, se actualizó dicha normativa siguiendo criterios similares a los establecidos en las normas sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades de crédito. En términos generales, los requerimientos de recursos propios, las ponderaciones aplicables a los diversos activos de riesgo y los límites a la concentración de riesgos, se corresponden con los mínimos previstos para las entidades de crédito. La definición de los recursos propios computables recoge partidas similares a la definición dada para las entidades de crédito, aunque con las peculiaridades jurídicas propias de las sociedades y agencias de valores.

No obstante, en la misma norma se les autorizó a utilizar una definición y composición alternativa de los recursos propios, integrada por las siguientes partidas: con signo positivo, todas las partidas positivas computables en la definición general de recursos propios, añadiendo un nuevo instrumento financiero: las financiaciones subordinadas especiales. Estas financiaciones deben

cumplir una serie de requisitos que las diferencian de las financiaciones subordinadas normales. Son los siguientes: 1.-El plazo original de dichas financiaciones no será inferior a dos años, mientras que el de las financiaciones subordinadas normales es inferior a cinco años; 2.-Se diferirá el pago de intereses en caso de pérdidas; 3.-No podrá tener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada; 4.-El pago de intereses y el reembolso del principal deberán diferirse en caso de que el nivel de recursos propios descienda por debajo del 100 por 100 de los niveles globales exigidos. Esta característica no es exigida a las financiaciones subordinadas corrientes; 5.-No podrán ser aportadas o adquiridas posteriormente por la propia entidad o por entidades pertenecientes al mismo grupo. Con signo negativo, se recogerían todas las deducciones señaladas en la definición general, pero añadiendo los activos ilíquidos, es decir, activos de difícil realización como son: la cartera de acciones permanentes y participaciones en entidades financieras; el inmovilizado material; las inversiones dudosas, morosas o en litigio; las cuentas compensadoras de pasivos y el resto de activos no reembolsables en un periodo inferior a 90 días. Asimismo, se establece un sistema similar al expuesto para las entidades de crédito, para relacionar los límites de los recursos de segunda categoría respecto a los recursos de más calidad (recursos básicos), de forma que, rebasando tales límites, no serán computables como recursos propios. No obstante la CNMV podrá autorizar, transitoriamente, a estas entidades y a sus grupos la superación de dichos límites.

Respecto al coeficiente de solvencia, estas entidades y sus grupos deben mantener en todo momento un volumen de recursos propios, proporcionado al volumen de su actividad, a sus gastos de estructura y a los riesgos asumidos. No obstante, se establecen unas exigencias de recursos propios en función de determinadas magnitudes, tanto para las sociedades y agencias de valores individuales como a nivel de grupo consolidado. Es importante reseñar que el cumplimiento por un grupo consolidable de sociedades y agencias de valores de los requerimientos de recursos



propios mínimos a nivel consolidado no exonera a las entidades financieras que lo componen de cumplirlo individualmente.

Respecto a los riesgos ligados a la cartera de valores de negociación, se definen los elementos que forman parte de la cartera de negociación, y se establecen las normas generales para el cálculo de las posiciones sometidas a riesgos ligados a la cartera de negociación. En este sentido, cabe mencionar que el riesgo de las posiciones correspondiente a la cartera de negociación se compone de un riesgo general y de un riesgo específico, proporcionando una serie de criterios a efectos del establecimiento de los coeficientes aplicables para el cálculo del riesgo específico: calidad crediticia y solvencia de los distintos emisores; la liquidez de los valores, y los plazos residuales de vencimiento en el caso de posiciones de renta fija. Por lo que se refiere al riesgo de crédito, las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables deberán mantener en todo momento un nivel de recursos propios no inferior al 8 por 100 de los elementos de riesgo ponderados. Para los límites a los grandes riesgos, se aplicarán las mismas normas que para las entidades de crédito y sus grupos, aunque los límites se calcularán en relación con la definición de los recursos propios establecida para las sociedades y agencias de valores. En cuanto al riesgo de tipo de cambio, las sociedades y agencias de valores y sus grupos deberán cubrir, en todo momento, con recursos propios suficientes el riesgo de tipo de cambio que asuman. Estos recursos serán adicionales a los requeridos por otros riesgos y obligaciones. Referente a los riesgos derivados de su nivel de actividad, estas entidades deben disponer de unos recursos propios equivalentes a un 25 por 100 de los gastos de estructura cargados en la cuenta de pérdidas y ganancias, individual o consolidada, del ejercicio anterior.

Por otro lado, si las sociedades y agencias de valores o de sus grupos consolidables tuvieran un nivel de recursos propios inferior al mínimo exigible, deberán informar de ello, inmediatamente, a la CNMV, y, al mismo tiempo, presentar un programa en el que se concreten sus planes para retornar a su cumplimiento. No obstante,

de forma similar a las entidades de crédito, si el déficit de recursos propios es superior al 20 por 100 del mínimo exigible, deberán destinar a reservas la totalidad de sus beneficios. Si el déficit es igual o inferior al 20 por 100, someterán la distribución de resultados a la autorización previa de la CNMV, que establecerá el porcentaje mínimo que se destinará a reservas, porcentaje que no será inferior al 50 por 100 de los beneficios. Finalmente, se designó a la CNMV como organismo supervisor (Ley 13/1992, de 1-6; R.D. 1343/1992, de 6-11 y OM 29-12-92 y CCNMV 6/1992, de 30-12).

En 1993, se establecieron normas mínimas de conducta de cuantos operan en los mercados de valores, inspiradas en las recomendaciones comunitarias. Están encaminadas a defender, prioritariamente, los intereses de los inversores y a velar, en todo momento, por la transparencia del mercado. En su ámbito de aplicación, se incluye a las sociedades y agencias de valores, a las entidades de crédito y a los demás intermediarios financieros que realizan actividades en el mercado de valores por cuenta propia o por cuenta de terceros, relativas a la intermediación, anotación y depósito sobre cualquier tipo de valores negociados o no en mercados organizados. Asimismo, se creó un código general de conducta que debe regir las relaciones entre las entidades operantes en el mercado y sus clientes, y, en especial, las condiciones que deben cumplir las órdenes sobre valores, las normas sobre los registros obligatorios -que las entidades receptoras de esas órdenes deben mantener-, la obligatoriedad de dar publicidad a las tarifas que tengan adoptadas las entidades respecto a sus operaciones, y los documentos que han de servir de soporte a las relaciones entre los clientes y las entidades (RD 629/1993, de 3 de mayo; CCNMV 3/1993, de 29 de diciembre).

En 1994, se actualizó el régimen sancionador de la ley del mercado de valores cuyas competencias son otorgadas a la CNMV. En primer lugar, se facultó a la CNMV para instruir expedientes sancionadores a los administradores de sociedades que hayan incurrido en infracciones en materia de negocios sobre las propias acciones, de acuerdo con lo establecido en la ley de sociedades

anónimas. En segundo lugar, se tipificaron nuevas infracciones relacionadas con el incumplimiento de los deberes de comunicación de información a la CNMV o con la difusión de información que, de forma maliciosa, pudiera inducir a error al público, u ocultara circunstancias relevantes que influyeran sobre la imparcialidad de tales informaciones o recomendaciones. Finalmente, se incrementó, de una forma importante, la cuantía de las multas por infracciones graves y muy graves (**Ley 3/1994, de 14 de abril**).

### III. OTROS MERCADOS E INSTITUCIONES

#### 1. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

##### Normativa comunitaria

En 1985, se publicó la primera directiva comunitaria relativa a las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (IIC), orientada a coordinar las distintas legislaciones nacionales que regulan estas entidades, con el fin de contribuir a la creación de un mercado europeo de capitales en la UE. Pueden revestir la forma contractual (fondos de inversión) o la forma estatutaria (sociedad de inversión). Respecto a la autorización de las IIC, se introduce el concepto de licencia única dentro de la UE. En cuanto a la política de inversiones, las IIC deberán tener invertido, al menos, el 90% de su activo en valores mobiliarios admitidos a cotización oficial de una bolsa de valores de un Estado miembro o negociados en un mercado reglamentado, regular, reconocido y abierto al público. Por otro lado, no podrán invertir más del 5% de sus activos en valores de un mismo emisor -aunque los Estados miembros pueden elevar este límite hasta el 10% o hasta el 35% como máximo, si son emitidos o garantizados por un Estado miembro-. Asimismo, el importe total de valores que tengan tal concentración en un mismo emisor no podrá superar el 40% del activo del IIC. Tampoco podrán invertir más del 5% de sus activos en participaciones de otras IIC (**Directiva 85/611/CEE, de 20-12**).

En 1988, se modificó la política de inversiones de las IIC, contemplada en la directiva anterior. Así, el límite del 5% de los activos de las IIC en valores de un mismo emisor puede elevarse hasta el 25% como máximo, si se trata de algunas obligaciones emitidas por los establecimientos de crédito con sede social en la UE. En este caso, el importe total invertido en este tipo de obligaciones que tengan tal concentración en un mismo emisor puede alcanzar el 80% del activo del IIC (**Directiva 88/220/CEE, de 22-3**).

### Normativa nacional

En 1984, se promulgó la norma básica de las IIC que derogó la legislación tradicional vigente hasta la fecha -Ley de 26 de diciembre de 1958-. Dentro de las IIC, se encuadraron tanto las sociedades y fondos de inversión mobiliaria como las personas o entidades que, cualquiera que fuese su objeto o actividad, captaran fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, de forma que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos, mediante cuentas en participación o en cualquier otra forma de comunidad de bienes y derechos (**Ley 46/1984, de 26 de diciembre**).

En 1985, se procedió al desarrollo reglamentario de la Ley 46/1984. Así se desarrollaron los principios de diversificación de riesgos, limitación de participaciones en otras empresas, transparencia operativa, obligaciones de información y auditoría externa. La parte más prolija del reglamento se dedica a las IIC de carácter financiero -sociedades y fondos de inversión-. Cabe reseñar el régimen general de las inversiones, que obliga a que el 90% del activo de las sociedades y los fondos de inversión se coloque: en deuda del Estado, del Tesoro o de las comunidades autónomas; en valores mobiliarios admitidos a cotización oficial; en títulos del mercado hipotecario, y en otros activos financieros contratados en mercados organizados, reconocidos oficialmente. Asimismo, se fijan unos coeficientes de liquidez, y se regulan detalladamente las características, las funciones de las entidades depositarias, así como de las gestoras de los fondos de inversión. El desarrollo de las restantes IIC financieras y el de las no financieras fue muy escaso. Finalmente, se establece el régimen sancionador y se encomienda a los servicios de inspección financiera del Ministerio de Economía y Hacienda su control e inspección administrativa (**RD 1346/1985, de 17 de julio**)

Con la publicación de la ley del mercado de valores, se adaptó el régimen jurídico de estas entidades a la nueva regulación de los mercados de valores, endureciéndose su normativa sobre

inversiones: se prohíbe a las instituciones de inversión colectiva la inversión de valores emitidos por sociedades de inversión mobiliaria pertenecientes al mismo grupo que la institución inversora o por un fondo de inversión gestionado por una sociedad en la que se dé la misma circunstancia. El máximo de inversión autorizada en entidades de un mismo grupo desciende del 25 al 15%, y el correspondiente a inversiones de una institución en otra desciende del 10 al 5%. Finalmente, se dispone la obligatoriedad de que el capital de las sociedades de inversión mobiliaria esté dividido en acciones nominativas (Ley 24/1988, de 28-7).

Como consecuencia de las modificaciones anteriores y de la adaptación a la regulación comunitaria, se promulgó un nuevo reglamento aplicable a las IIC, que derogó el anterior, contenido en el RD 1346/1985, de 17 de julio. Entre otras cosas, la CNMV asume competencias en diversos campos como el control de los límites generales de inversión y la realización del informe previo a la resolución de autorización de estas entidades por parte del Ministerio de Economía y Hacienda. Por otro lado, es de señalar que se declara libre la comercialización de acciones y participaciones de esas instituciones dentro de la UE. En el caso de que estuvieran domiciliadas en terceros países, deberán acreditar ante la CNMV que están sujetas en su país a una normativa específica que proteja los intereses de los accionistas o partícipes a nivel similar a la normativa española (RD 1393/1990, de 2-11).

De forma simultánea, se dictaron las disposiciones relativas a la normativa contable y los modelos de los estados contables y estadísticos reservados, las obligaciones de información, las inversiones obligatorias y el coeficiente de liquidez de las IIC. También se determinó el contenido mínimo de los informes trimestrales que deben remitir a la CNMV. En el campo tributario, el tipo de gravamen fiscal de estas instituciones se redujo pasando del 13% al 1%. (Ley 31/1990, de 27-12; OM 20-12-90; CCNMV 7, 8/1990, de 27-12 y 1/1991, de 23-1).

En julio de 1992, el Ministerio de Economía y Hacienda autorizó a las instituciones de inversión colectiva para operar en los mercados de futuros y opciones financieras, aunque se impusieron ciertas limitaciones en la realización de estas operaciones cuya finalidad no fuera la cobertura de riesgos, así como el régimen de supervisión y publicidad al que deben someterse. Las limitaciones están establecidas en porcentaje del activo diario de las entidades, y varían según el tipo de operación. Finalmente, se determinó que las operaciones de esta naturaleza son computables para la inversión del activo de las sociedades de inversión mobiliaria y de los fondos de inversión (OM 6-7-92).

En 1992, se promulgó una ley que regula, por primera vez en nuestro país, las sociedades y los fondos de inversión inmobiliaria (en adelante, SII y FII, respectivamente), con el fin de incentivar la inversión en viviendas y otros bienes inmuebles destinados a su posterior arrendamiento. En cuanto a su régimen jurídico, ni los socios o partícipes, ni las personas vinculadas con ellos podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integran el activo o el patrimonio de estas entidades, ni ser titulares de otros derechos sobre los mismos, distintos de los derivados de su condición de socios o partícipes. Respecto a su régimen fiscal, gozarán de un tratamiento especial tanto en el impuesto sobre sociedades como en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, si tienen por objeto social exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento (Ley 19/1992, de 7-7).

En 1993, se publicó el reglamento de las IIC de carácter inmobiliario. El objeto social de las SII y de los FII debe ceñirse, fundamentalmente, a la explotación de inmuebles, y, en especial, al arrendamiento de viviendas si aspiran a gozar de un régimen tributario especialmente favorable. En cuestiones fiscales, la novedad más reseñable es la posibilidad de aplicar un régimen tributario especial a aquellos socios o partícipes de las entidades de nueva creación. Asimismo, se detalla su régimen de inversiones, las normas de valoración de sus activos, orientadas a garantizar la transparencia y prudencia valorativa, y las operaciones que

realicen en régimen de mercado. Finalmente, se adjudicó a la CNMV el papel fundamental de inspeccionar y supervisar a estas instituciones inmobiliarias para velar por el correcto cumplimiento de todas sus obligaciones. La CNMV puede, en este contexto, recabar toda la información que estime oportuna para llevar a cabo su cometido con eficacia (RD 686/1993, de 7 de mayo; Orden de 24 de septiembre de 1993).

Por otro lado, se concretó la información que las IIC extranjeras -que deseen comercializar sus productos en España- deben remitir a la CNMV. Al mismo tiempo, quedaron obligadas a poner a disposición de los partícipes o accionistas españoles, al menos, la información exigida por la legislación vigente, y, en todo caso, el informe anual y los informes de contenido económico (CCNMV 2/1993, de 3-3).

En julio de 1993, se publicaron las normas de funcionamiento y obligaciones de las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (en adelante, SIMCAV), con especial consideración de las normas generales sobre su capital y el régimen de su intervención en bolsa. Finalmente, se señala el modo de cálculo del valor teórico de sus acciones, que deberá ser publicado diariamente en el boletín oficial de las bolsas (OM de 6-7-93).

Por último, a principios de 1994, la CNMV ha fijado el plazo y las condiciones de presentación de los folletos actualizados, que era una de las obligaciones de información de las IIC, una vez que se dispusiera del informe de auditoría de cuentas del ejercicio anterior. (CCNMV 1/1994, de 16 de marzo).

## 2. MERCADO HIPOTECARIO

En 1991, el Ministerio de Economía y Hacienda, facultado por el reglamento de las IIC (Véase RD 1393/1990, de 2 de noviembre), consideró que los títulos hipotecarios negociados en el fondo público de regulación del mercado hipotecario -previsto en la Ley 2/1981, de 25-3 y en el RD 685/1982, de 17-3- eran aptos para las



inversiones de las IIC, las cuales debían tener invertido, al menos, el 90% de su activo en valores mobiliarios admitidos a cotización oficial de una bolsa de valores de un Estado miembro o negociados en un mercado reglamentado, regular, reconocido y abierto al público. Ello implicaba el reconocimiento del fondo público de regulación del mercado hipotecario como mercado organizado de funcionamiento regular y reconocido (OM 26-2-91).

En ese año, se abordó una revisión parcial de las normas reglamentarias del mercado hipotecario, con el fin de flexibilizar su regulación, eliminando las disposiciones que dificultaban la expansión de este mercado, y adaptando su funcionamiento al recogido en las directivas comunitarias vigentes. En primer lugar, se permitió que las cédulas hipotecarias pudieran ser representadas mediante anotaciones en cuenta. En segundo lugar, para poder emitir cédulas, se rebajó, y, en su caso, se eliminó, la exigencia de un determinado porcentaje de créditos hipotecarios sobre el total de créditos en cartera de las entidades autorizadas para emitirlos. También se suprimió la obligación de reinversión en créditos hipotecarios del producto de las emisiones realizadas. En cuanto al régimen financiero de estos valores, resalta como novedad que podrán ser admitidos en la composición de las inversiones de los Fondos de Pensiones en las mismas condiciones que los valores cotizados en bolsa. Finalmente, se modificaron los requisitos que deben cumplir las entidades especializadas en tasación, concretándose que deberán limitar su objeto social a la valoración de todo tipo de bienes, y habrán de figurar inscritas en el Registro Oficial del Banco de España, en lugar de estarlo en el Registro Oficial que llevaba el Ministerio de Economía y Hacienda como hasta entonces (RD 1289/1991, de 2-8).

En 1992, se regularon los fondos de titulización hipotecaria con la finalidad de abaratar la financiación de la vivienda, mediante la movilización de las participaciones y de los créditos hipotecarios otorgados por las entidades de crédito a su clientela. Los fondos son agrupaciones de participaciones hipotecarias que constituyen patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad

jurídica, cuyo objetivo es el de transformar los conjuntos de participaciones hipotecarias adquiridos a las entidades de crédito en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y susceptibles de negociación en mercados de valores organizados. Las participaciones hipotecarias agrupadas en los fondos deben corresponder a préstamos que reúnan los requisitos establecidos en la ley del mercado hipotecario, y deben tener un vencimiento igual al de los préstamos participados. En cuanto a los valores de renta fija emitidos por los fondos, deben representarse exclusivamente en anotaciones en cuenta. Posteriormente, se estableció que los rendimientos de las participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de los fondos de titulización hipotecaria no estarán sometidos a retención (**Ley 19/1992, de 7-7, y RDL 3/1993, de 26-2**).

En 1994, de acuerdo con las previsiones de la Ley 19/1992, de 7 de julio, antes citada, y la Orden de 12 de julio de 1993, se elaboró un modelo específico de folleto informativo para la constitución de los fondos de titulización hipotecaria. Dichos folletos deben ser verificados y registrados por la CNMV como requisito previo a la constitución del fondo. (**CCNMV 2/1994, de 16 de marzo**).

Este mismo año, se facultó al Gobierno, previo informe de la CNMV y del Banco de España, para extender el régimen previsto en la Ley 19/1992, de 7 de julio, para la titulación de participaciones hipotecarias, a la titulación 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. Los nuevos fondos se denominarán fondos de titulación de activos, siéndoles de aplicación el régimen previsto en la ley de regulación del mercado hipotecario para las participaciones hipotecarias con las adaptaciones oportunas. Todos los rendimientos derivados tanto de las participaciones hipotecarias como de préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso en los citados fondos de titulación quedan sujetos al régimen fiscal de determinados activos financieros establecido en la Ley 14/1985, de

29 de mayo, y, por tanto, no sujetos a retención a cuenta (**Ley 3/1994, de 14 de abril**).

### **3. PLANES Y FONDOS DE PENSIONES**

En 1987, se publicó el régimen general de los planes y fondos de pensiones. Los planes de pensiones son instituciones de previsión voluntaria y libre, cuyas prestaciones pueden o no ser complemento del sistema público de la Seguridad Social. Estas prestaciones se refieren a percepciones de capitales o rentas por contingencias de jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez. Intervienen tres sujetos: el promotor, los partícipes o personas físicas en cuyo interés se crea el plan, y los beneficiarios o personas físicas con derecho a prestaciones, que pueden o no ser partícipes. Deben permitir el acceso al plan a cualquier persona física que reúna las condiciones exigidas. El funcionamiento de estas instituciones consiste en la realización de aportaciones -siendo 750.000 pta la aportación anual máxima fiscalmente deducible- que, mediante la aplicación de sistemas de capitalización, permiten acumular un patrimonio futuro para hacer frente a las prestaciones cubiertas. La supervisión de cada plan se encomienda a una comisión de control integrada por representantes del promotor, partícipes y beneficiarios.

Por su parte, los fondos de pensiones se conciben como instituciones sin personalidad jurídica vinculadas al cumplimiento de los fines de uno o varios planes de pensiones, y pueden ser abiertos, si canalizan las inversiones de otros fondos de pensiones, o cerrados, en caso contrario. Son administrados por una entidad gestora y un depositario, y se encomienda la supervisión a una comisión de control formada por los representantes de las comisiones de control de todos los planes que integre. También se regulan las características de las entidades gestoras y depositarias de los fondos de pensiones, y se tipifican las infracciones y sanciones que les son aplicables y se establece un régimen de inspección administrativa dependiente del Ministerio de Economía y

Hacienda (**Ley 8/1987, de 8-6; RD 1307/1988, de 30-9; OM 7-11-88 y disp.adic. 3ª de Ley 39/1988, de 28-12**).

En 1989, se estableció que las entidades de previsión social, las fundaciones laborales, los fondos de previsión del personal y entidades similares se transformen en fondos de pensiones (**OM 27-7-89**), y, en 1990, se delimitaron las normas actuariales aplicables a los planes de pensiones: el contenido de las bases técnicas y, en especial, los métodos para la aplicación de las valoraciones actuariales en orden a cuantificar el coste de cobertura de los riesgos en los mismos, concretando los criterios generales relativos a las hipótesis demográficas, financieras y económicas contenidas en las valoraciones (**Ley 6/1990, de 2-7**).

#### **4. GARANTÍA RECÍPROCA Y REAFIANZAMIENTO**

Con la ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito, las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) y las Sociedades de Reafianzamiento (SR) se sometieron a la supervisión del Banco de España, aun no teniendo el carácter de entidades de crédito (**Ley 26/1988, de 29-7**).

A primeros de 1994, vio la luz una nueva regulación de las SGR y de las SR (la normativa en vigor databa de 1978), adaptando su funcionamiento al actualmente en vigor en los países de la UE, y adecuando su texto legal a la nueva legislación española sobre sociedades anónimas. Entre las novedades que se recogen, figura la calificación de las SGR y de las SR como entidades financieras, siéndoles de aplicación lo dispuesto en la ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito. Por otro lado, se amplió el objeto social de las SGR, ya que, además de otorgar garantías personales a favor de sus socios, pueden prestar servicios de asistencia y asesoramiento financiero. Respecto a su constitución, la nueva normativa exige, en cualquier caso, autorización administrativa del Ministerio de Economía y Hacienda. También cabe reseñar la desaparición del fondo de garantía -orientado a reforzar la solvencia de las sociedades- que es sustituido por un fondo de

provisiones técnicas con una finalidad similar (**Ley 1/1994, de 11 de marzo**).

## **5. CAPITAL-RIESGO**

En 1986, se regularon, por primera vez, las sociedades y los fondos de capital-riesgo. Su objeto social es la promoción o fomento de empresas no financieras mediante la participación temporal de su capital. Deben cumplir determinados requisitos en cuanto a su constitución y en cuanto a la inversión de sus activos, y disfrutan de ventajas fiscales. En 1987, se modificó parcialmente su normativa, simplificándose los requisitos para su creación. La participación máxima -directa o indirecta- de un único socio o partícipe no puede ser mayoritaria (**RD-L 1/1986, de 14-3; OM de 26-9-86 y Ley 33/1987, de 23-12**).

En 1994, se introdujeron determinadas mejoras técnicas en su regulación que van desde una definición más precisa de sus objetivos y de su política de inversiones, así como de su tratamiento fiscal. En este sentido, su objetivo se ciñe, exclusivamente, a la promoción o fomento de empresas pequeñas o medianas, de carácter no financiero, que desarrollen actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza, mediante la adquisición de participaciones temporales en su capital. En cuanto a su política de inversiones, ambas instituciones deberán mantener, al menos, el 50% de su activo en acciones o participaciones de las citadas empresas, sin perjuicio de que en el posterior desarrollo reglamentario puedan establecerse las condiciones para adquirir acciones o participaciones de empresas de otra naturaleza. También pueden establecerse limitaciones a la concentración del activo en una misma empresa o grupo de empresas. En el campo fiscal, las modificaciones que se introducen son más restrictivas que en la regulación anterior. En este sentido, la deducción establecida del 100% de los dividendos solo se aplica a los provenientes de las acciones y participaciones de las empresas que son objeto de promoción o fomento. También son más restrictivos los beneficios fiscales derivados de los incrementos de patrimonio que obtengan

de la enajenación de acciones y participaciones de esas empresas<sup>18</sup>. Finalmente, se facultó al Gobierno para que realice el desarrollo reglamentario, pudiendo establecer las reglas o períodos especiales de adaptación a la nueva normativa de las sociedades y fondos de capital-riesgo actualmente existentes, así como autorizar, con las adaptaciones que estime oportunas, la creación de sociedades y fondos que provengan de la transformación de entidades ya existentes (**Ley 3/1994, de 14 de abril**).

## **6. ENTIDADES ASEGURADORAS**

### Normativa comunitaria

En 1973 y en 1979, se publicaron la primera directiva de seguros directos distinto del seguro de vida y la primera directiva relativa al seguro directo de vida que sentaron las bases para facilitar el ejercicio efectivo de la libre prestación de servicios en el marco de la UE (**73/239/CEE, de 24 de julio, y 79/267/CEE, de 5 de marzo**).

En 1988, se publicó la segunda directiva de seguros distintos del seguro de vida, que contribuyó en gran medida a la realización del mercado interior comunitario en materia de seguros distintos del de vida, completando la libertad de acceso al mercado de seguros, y facilitando el ejercicio efectivo de la libre prestación de servicios de esta naturaleza. Del mismo modo, en 1990 se publicó la segunda directiva de seguros directos de vida. Esta directiva estableció la completa libertad de acceso de los tomadores de seguro al mercado de seguros directos de vida en toda la UE. (**88/357/CEE, de 22 de junio, y 90/619/CEE, de 8 de noviembre**).

En 1992, se promulgan las terceras directivas de seguros distintos del de vida y del seguro directo de vida. El objetivo

---

<sup>18</sup> Las exenciones parciales de los incrementos patrimoniales se hacen de acuerdo con una escala de coeficientes que varía según el año de enajenación computado desde el momento de la adquisición.

fundamental de ambas es el de llevar a cabo la armonización básica en todos los países de la UE para el acceso a la actividad de seguros, con el fin de llegar al reconocimiento mutuo de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión en los Estados miembros. En primer lugar, se establece una única autorización administrativa (licencia única), concedida por las autoridades del Estado miembro en el que la empresa de seguros tenga su domicilio social, para poder ejercer su actividad en toda la UE, al tiempo que se pretende llevar a cabo la aplicación del principio de control y supervisión por el Estado de origen, garantizando la vigilancia de la solidez financiera de la empresa de seguros y, en particular, su estado de solvencia. Respecto a los sistemas de supervisión y control de la empresa de seguros -incluido el control de las actividades que ejerza a través de sucursales-, será competencia exclusiva del Estado miembro de origen, y el control financiero deberá consistir en la comprobación, para el conjunto de actividades de la empresa de seguros, del estado de solvencia y de la constitución de provisiones técnicas, así como de los activos que las representan, con arreglo a las normas o a las prácticas establecidas en el Estado miembro de origen, y de acuerdo con las disposiciones adoptadas a nivel comunitario. Por otro lado, los Estados miembros deben imponer a cada empresa de seguros la obligación de constituir provisiones técnicas suficientes para el conjunto de sus actividades, aunque establece las reglas relativas a la diversificación, a la localización y a la congruencia -es decir, equivalencia entre compromisos en una moneda y los activos de esa moneda- de los activos representativos de las provisiones técnicas, con el fin de facilitar el reconocimiento mutuo de los Estados miembros. Se establece una amplia lista de activos en los que podrán invertir tales provisiones y unas reglas de comportamiento, a fin de reducir riesgos. Estos activos podrán estar localizados en cualquier Estado miembro de la UE. Aunque las directivas definen normas mínimas, el Estado miembro de origen puede dictar reglas más estrictas respecto de las empresas de seguros autorizadas en ese país. Finalmente, se estableció un plazo hasta el 31 de diciembre de 1993 para que los Estados miembros dicten las disposiciones legales y reglamentarias necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en

esta norma comunitaria, debiendo ponerla en vigor, como máximo, el 1 de julio de 1994, aunque la aplicación de algunos aspectos de la misma se pospone hasta el 1 de enero de 1997 (**Directiva CEE 92/49/CEE de 18-6**, y **Directiva CEE 92/96/CEE de 10-11**).

#### Normativa nacional

En 1984, se promulgó la ley de ordenación básica del seguro privado, con el objetivo de tutelar los derechos del asegurado e impulsar y encauzar el ejercicio de la actividad aseguradora. Sus principios se orientan en una doble vertiente: ordenación del mercado de seguros en general y control de las empresas aseguradoras en concreto. Respecto al primer punto, la ley pretende normalizar el mercado, dando a todas las entidades aseguradoras las mismas posibilidades de concurrencia y sometiéndolas, al tiempo, al mismo control de solvencia. En cuanto al aspecto del control, la función de vigilancia por parte de la Administración se basa en regular las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad, en sanear el sector privado evitando que las entidades incurran en insolvencia, y adoptando las medidas correctoras que produzcan el mínimo perjuicio para los asegurados y empleados (**Ley 33/1984**, de 2 de agosto).

Ese mismo año, se establecieron medidas urgentes para el saneamiento del sector de seguros privados y para el reforzamiento del organismo de control -la Dirección General de Seguros- (**Decreto-Ley 10/1984**, de 11-7).

En 1985, se aprobó el reglamento del seguro privado. Respecto a las provisiones técnicas, se enumeran las siguientes: matemáticas; para riesgos en curso; para prestación o siniestros pendientes de declaración, liquidación o pago; de desviación de la siniestralidad, y para primas pendientes de cobro. A diferencia de la regulación anterior, estas provisiones pueden invertirse, en general, libremente en numerosos activos reales y financieros cuyas condiciones fija el reglamento. Respecto a la solvencia de las entidades aseguradoras, además del control administrativo, el



reglamento detalla los márgenes mínimos de solvencia por cada tipo de seguro y los correspondientes fondos de garantía (RD 1348/1985, de 1 de agosto).

En 1986, se dictaron las disposiciones necesarias para proceder a la adaptación del reglamento de ordenación del seguro privado de 1 de agosto de 1985 a los compromisos derivados del tratado de adhesión de España a la vigente en la UE (RDL 1255/1986, de 6-6; RDL 1300/1986, de 28-6; y RD 2021/1986, de 22-8). También se aprobó el reglamento de funcionamiento de la Comisión de Liquidación de entidades aseguradoras (RD 2020/1986, de 22-8).

En 1987, se autorizaron algunas operaciones de seguro en moneda extranjera, así como su reaseguro. En concreto, se autorizó, con carácter general, la contratación en moneda extranjera o pesetas convertibles únicamente de determinados seguros de mercancías. Las restantes operaciones en moneda extranjera o pesetas convertibles requieren autorización expresa (RD 483/1987, de 13-2).

En 1988, se desarrolló el reglamento de la producción de seguros privados, facilitando el libre establecimiento y la prestación de servicios a nivel europeo y el libre acceso a la actividad mediadora a personas jurídicas a través de la constitución de agencias y corredurías (RD 690/1988, de 24-6).

También se hizo obligatoria la auditoría anual de cuentas, entre otras, para las entidades que tengan por objeto social cualquiera de las actividades sujetas a la ley de ordenación del seguro privado: entidades aseguradoras y reaseguradoras (Ley 19/1988, de 12-7).

A continuación, con la publicación de la ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito, se sometió a las entidades aseguradoras a un régimen disciplinario y sancionador similar al de aquellas, modificando en este aspecto la ley de ordenación del seguro privado. También extendió a estas entidades la obligación

de que, si están constituidas como sociedades anónimas, las acciones deben ser nominativas, así como la obligación de comunicar a la Dirección General de Seguros las tomas de capital iguales o superiores al 5% (**Ley 26/1988, de 29-7**).

Asimismo, se elevó la cifra de capital social o fondo mutual de las entidades aseguradoras en aras de reforzar la solvencia de estas entidades y fortalecer la confianza del público y proteger los intereses de los usuarios del seguro privado. La cifra de capital social o fondo mutual pasó de 320 a 1.500 millones (**RD 1390/1988, de 18-11**).

Ese mismo año, se adaptó a la normativa comunitaria la regulación del coaseguro comunitario. La liberalización de las operaciones de coaseguro comunitario permite a las entidades aseguradoras españolas cubrir parte de sus grandes riesgos actuando como abridoras del coaseguro y participar en la cobertura de grandes riesgos de entidades aseguradoras domiciliadas en algún país comunitario. En cualquier caso, es necesaria la comunicación de las operaciones a la Dirección General de Seguros (**RD 1545/1988, de 23-12**).

En 1989, con el fin de disminuir las perturbaciones que sobre la instrumentación de la política monetaria estaban introduciendo un conjunto de operaciones que, calificadas como operaciones de seguros, equivalían en la práctica a operaciones financieras típicas de la actividad bancaria, se prohibió a las entidades aseguradoras realizar operaciones de seguro a prima única que impliquen recibir del público fondos reembolsables cuando la finalidad aseguradora quede desvirtuada. Asimismo, se calificaron las operaciones de seguro sobre la vida con capital diferido a prima única como activos financieros y se les sometió a retención a cuenta sobre sus rendimientos, cuando quede probado que se trata de una colocación de capitales retribuida financieramente con ausencia de un verdadero riesgo asegurado (**RDL 5/1989, de 7-7; RD 1203/1989 de 6-10-89 y Resolución Secretaría General de Hacienda de 14-11-89**).

En ese año también, se levantó parcialmente el monopolio que ostentaba la Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación (CESCE) en el ámbito del seguro de crédito a la exportación, de modo que cualquier aseguradora autorizada en el ramo del seguro de crédito o en el de caución podrá cubrir los riesgos derivados del comercio exterior e internacional en las diferentes modalidades del seguro de crédito a la exportación. En compensación, se autorizó a la CESCE a operar en cualquier ramo de seguro directo, excepto vida. Asimismo, se modificó el régimen jurídico de las mutuas de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales, endureciéndose las condiciones para su constitución y funcionamiento (**Ley 4/1990, de 29-6**).

En 1990, se adaptó el derecho español a la primera y segunda directiva de seguros distintos del de vida, introduciendo profundas modificaciones en la Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado. La liberalización de la prestación de servicios en seguros distintos del de vida de acuerdo con la normativa comunitaria exige, entre otras cosas, un régimen de control administrativo adicional a las aseguradoras que operan en España desde el resto de la UE y, por lo tanto, el régimen de reciprocidad ya no será de aplicación a las entidades aseguradoras y reaseguradoras pertenecientes a la UE. Asimismo, se modificaron las condiciones para el ejercicio de la actividad aseguradora y se autorizaron, con ciertas condiciones, el aseguramiento de determinados riesgos con entidades situadas en la UE. Finalmente, se creó un nuevo ramo de seguros de defensa jurídica, por el cual el asegurador se obliga a hacerse cargo de los gastos en que pueda incurrir el asegurado como consecuencia de su intervención en un procedimiento administrativo o judicial, y a prestarle los servicios de asistencia jurídica derivados de la cobertura del seguro (**Ley 21/1990, de 19-12**).

Las normas reguladoras de mediación en la actividad aseguradora privada han tendido a adaptarse a las directivas comunitarias, inspiradas en el principio de libertad de prestación de servicios. Así, en 1992, se promulgó una nueva ley de mediación

en seguros privados estableciendo los principios de su organización y funcionamiento; los requisitos exigibles para el acceso al ejercicio de dicha actividad; las normas a las que han de sujetarse quienes la desarrollen; y el régimen de supervisión y disciplina administrativa que les resulte de aplicación. Se fundamentó en dos principios generales: 1) la separación de los mediadores de seguros en dos categorías, agentes y corredores de seguros, y la liberalización de la red de agencias de las entidades aseguradoras; y 2) la liberalización y flexibilidad en la actividad de distribución de seguros privados. (Ley 9/1992, de 30-4).

Ese año, se publicó una nueva normativa de recursos propios y supervisión en base consolidada, cuyo ámbito de aplicación se extendió a todos los grupos de entidades que ejercieran actividades de carácter financiero y, en particular, a los grupos de entidades aseguradoras, al quedar estas incluidas dentro de la clasificación de entidades financieras.

Los recursos propios de las entidades aseguradoras hacen referencia al patrimonio propio no comprometido, modificando, en este sentido, el reglamento de ordenación del seguro privado para precisar algunas cuestiones que en la anterior redacción originaban dificultades de interpretación. Asimismo, se detallan minuciosamente las partidas que componen dicho patrimonio, a efectos del margen de solvencia, tanto a nivel individual como de la consolidación de sus grupos. Las exigencias de recursos propios se traducen, dadas sus peculiaridades, en mantener en todo momento como margen de solvencia de un patrimonio propio no comprometido suficiente en relación a los riesgos asumidos por la totalidad de las operaciones en España y fuera de ella. Además, el margen de solvencia se exige en todo momento de la vida de la entidad y no solo en la fecha de cierre del ejercicio económico, y, por último, se mantuvieron sujetas a la supervisión de la Dirección General de Seguros (Ley 13/1992, de 1-6 y RD 1343/1992, de 6-11).

También se establecieron las normas de valoración contable para los valores negociables de renta fija en poder de las entidades

aseguradoras, siguiendo los criterios del plan general de contabilidad (PGC), y se precisó el procedimiento de dotación de provisiones por depreciación de los mismos, tanto en el caso de que se negocien en mercados secundarios organizados como en el supuesto de que no estén admitidos a cotización. (**Orden de 28 de diciembre de 1992, y Resolución de 31 de diciembre de 1992**).

#### Consortio de compensación de seguros

En 1987, se aprobó un nuevo reglamento del consorcio de acuerdo con la nueva normativa aplicable a la actividad aseguradora (**RD 731/1987, de 15-5**).

En 1990, se promulgó su nuevo estatuto legal, convirtiéndolo en entidad de derecho público, frente a su anterior carácter de organismo autónomo. Su finalidad es la de cubrir los riesgos extraordinarios sobre las personas y los bienes, los riesgos nucleares, los riesgos agrícolas, pecuarios y forestales, etc. También compete la gestión y recaudación del recargo del 5 por mil sobre las primas recaudadas por las entidades aseguradoras en todos los ramos, destinado a contribuir a la financiación de la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras (**Ley 21/1990, de 19-12**).

### IV. SISTEMAS DE PAGOS

#### **1. SERVICIO TELEFÓNICO DEL MERCADO DE DINERO**

El Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD) fue creado en 1976 (CBE a la Banca Privada 118/1976, de 29-4 y CBE a las Cajas de Ahorros 171/1976, de 29-4. La ordenación de este Servicio fue actualizada posteriormente en la CBE 32/1981, de 20-10, cuyo texto ha sido objeto de frecuentes actualizaciones. En mayo de 1986, el Consejo Ejecutivo del Banco de España de 27 de mayo aprobó un nuevo texto refundido para adaptarlo a las circunstancias actuales. A finales de este año, se introdujeron numerosas modificaciones, como la creación de las cuentas de tesorería, destinadas a separar, por un lado, las operaciones

convencionales de cuenta corriente, y, por otro, las resultantes de la actuación en los mercados monetarios y de deuda, y las derivadas de la intervención del Banco de España en dichos mercados. Este servicio se diseñó para gestionar la compensación y la liquidación de las operaciones de los mercados interbancarios de depósitos, de los de financiación de las inversiones obligatorias (hoy solo del coeficiente de caja) y de los de deuda pública anotada. Además, canaliza la intervención en ellos del Banco de España. Las órdenes u operaciones, que tienen carácter irrevocable, se comunican telefónicamente al Banco de España, que las ejecuta si hay saldo suficiente en las cuentas de tesorería afectadas (CBE 16/1986, de 2-12).

En 1990, se actualizó y se reordenó el marco normativo de funcionamiento del STMD: se amplió el conjunto de entidades adheridas, se permitió la liquidación de operaciones con certificados del Banco de España, se aumentaron las posibilidades de suscribir convenios de compensación de descubiertos entre entidades adheridas, y se precisó el alcance jurídico del contrato de adhesión (CBE 5/1990, de 28-3).

En 1992, se creó un nuevo marco operativo para los depósitos interbancarios, que permite desarrollar un mercado de depósitos transferibles (DIT) y reducir los riesgos diarios de liquidación en el servicio. En los DIT, el depósito y sus intereses pueden ser objeto de sucesivas cesiones, bien en la misma fecha de su constitución, bien en cualquier fecha anterior a la del vencimiento del mismo. Respecto a su régimen operativo, las cesiones deben formalizarse en firme, exclusivamente a través del STMD, por el importe y precio que convengan las partes contratantes. En ningún caso pueden contratarse DIT por plazo superior a doce meses ni inferior a un mes, salvo autorización previa del STMD en este último caso (CBE 14/1992, de 26-6).

## **2. SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA**

El sistema nacional de compensación electrónica (SNCE) se creó en 1987, basado en la utilización de soportes informáticos, bajo la gestión del Banco de España. A través de dicho sistema, se realiza la compensación de documentos, medios de pago y transmisiones de fondos apoyados en soporte electrónico presentados en el SNCE por las entidades miembros. Pueden ser miembros del sistema: las entidades de crédito y el Banco de España, que atenderán los gastos del sistema proporcionalmente al uso que hagan del mismo. El proceso de liquidación de saldos se hace a través de cuentas corrientes que dichas entidades deben tener abiertas en el Banco de España. No obstante, las cámaras de compensación tradicionales siguen funcionando, pero limitándose a los documentos, transmisiones de fondos y medios de pago que no dispongan de soporte electrónico (RD 1369/1987, de 18-9).

En 1988, se encargó al Banco de España el registro de los miembros del Sistema y se amplió la gama de documentos susceptibles de ser compensados electrónicamente. También se promulgó el reglamento del sistema, que recoge minuciosamente los aspectos funcionales y operativos del sistema, así como el régimen de infracciones y sanciones aplicables. En dicho reglamento, se concretaron las obligaciones de las entidades que forman parte del mismo y las causas de pérdida de la condición de entidad miembro (OM 29-2-88 y CBE 8/1988, de 14-6).

Una vez desarrollada satisfactoriamente la fase experimental, en la que quedó demostrada la viabilidad técnica del SNCE, el 13 de marzo de 1990 entró en funcionamiento efectivo el subsistema de ámbito general sobre cheques y pagarés de cuenta corriente (OM 20-2-90 y CBE 1/1990, de 2-2).

Por otro lado, se establecieron las normas de criptografía y seguridad, basadas en procedimientos automatizados que residen en los centros de proceso de las entidades asociadas al SNCE, como medio para garantizar la confidencialidad e inviolabilidad en la

transmisión de la información dentro del sistema (CBE 6/1990, de 28-3).

Más adelante, se publicaron las normas de funcionamiento del Sistema Nacional de Intercambios (SNI), integrado dentro del subsistema general de cheques y pagarés de cuenta corriente. Su finalidad es la de dotar de niveles máximos de celeridad y seguridad a la fase de intercambio de los documentos tomados y librados sobre cualquier plaza del territorio nacional. El SNI intercambia los datos representativos de los documentos que se transmiten electrónicamente, distinguiendo entre documentos truncables (solo se transmite la información representativa del documento) y no truncables (se transmite el documento original) (CBE 11/1990, de 6-11).

En 1991, se adoptó una serie de normas destinadas a reforzar la seguridad del sistema, endureciéndose los criterios para acceder a la categoría de entidad asociada. Además, se incorporaron a la compensación prácticamente todos los cheques, resaltando la inclusión de los cheques-nóminas cuya fecha de emisión es posterior en más de cuarenta y cinco días naturales a la fecha de compensación. Finalmente, se regularon las normas de funcionamiento del subsistema general de transferencias, que son similares a las ya establecidas para el subsistema general de cheques y de pagarés de cuentas corrientes, aunque con las particularidades operativas propias de aquel medio de pago (CBE 5/1991, de 26-7).

Por último, en 1992, se estableció un nuevo sistema de comunicación de las operaciones mediante la interconexión de ordenadores como medio habitual para efectuar los procesos de liquidación, quedando como alternativo el utilizado hasta ahora para los casos en que las comunicaciones informáticas no sean posibles. Las instrucciones técnicas y operativas para el nuevo sistema de comunicación las recibirán las entidades participantes a través de los servicios administrativos del SNCE (CBE 13/1992, de 26-6).



## **V. MOVIMIENTOS DE CAPITAL CON EL EXTERIOR**

### **1. NORMATIVA GENERAL**

#### **Normativa comunitaria**

La Directiva 88/361/CEE sobre la libre circulación de capitales en el ámbito de la Comunidad Europea suprimió las restricciones a los movimientos de capitales que tienen lugar entre los residentes de los Estados miembros, con el fin de contribuir a la creación de un espacio sin fronteras interiores, en el que la libre circulación de capitales posibilite el buen funcionamiento del mercado interior y la realización progresiva de la Unión Económica y Monetaria.

En cuanto al caso español, se reconoció un período transitorio para la plena aplicación de la directiva, que finalizaba el 31 de diciembre de 1992. Sin embargo, su promulgación abrió un proceso de desregulación que culminó con la publicación del RD 1816/1991, de 20-12, que entró en vigor en febrero de 1992, y puso en marcha una serie de desarrollos que redefinieron los sistemas de información estadística y el papel de las entidades registradas en este proceso.

#### **Normativa nacional**

### **2. OPERACIONES INVISIBLES CORRIENTES**

Estas operaciones conocieron una total liberalización en 1991, que incluyó la de los cobros, los pagos y las transferencias derivados de las mismas. Sin embargo, las operaciones debían canalizarse a través de cualquier entidad registrada, cumpliendo con el requisito de la justificación documental con fines estadísticos y de seguimiento administrativo (OM 13-6-91).

### **3. AVALES Y GARANTÍAS CON EL EXTERIOR**

En 1989, se autorizó la prestación de garantías por no residentes con respecto a obligaciones contraídas entre residentes y la de garantías concedidas por residentes con respecto a obligaciones contraídas por no residentes frente a residentes y relativas a transacciones comerciales que estén liberalizadas. Posteriormente, en 1990, se liberalizó la constitución de garantías exteriores entre residentes y no residentes (OM 16-2-89; OM 19-6-90).

### **4. COBROS Y PAGOS ENTRE RESIDENTES Y NO RESIDENTES**

En 1988, se dictó una nueva regulación sobre cobros y pagos exteriores relacionados con las exportaciones, autorizándose a los exportadores a mantener cuentas de divisas en España, aunque con algunas limitaciones. Tales cuentas se nutrían con el 25% de los importes procedentes del cobro de sus exportaciones, mientras que el 75% restante debía cederse al mercado español de divisas en un plazo máximo de 15 días. En 1989, se liberalizaron los cobros y los pagos exteriores relacionados con las importaciones, equiparando su tratamiento con el de las exportaciones, y, en ciertas condiciones, las operaciones triangulares (OM 10-5-88; OM 29-5-89).

Posteriormente, en 1989, se autorizó a los exportadores a mantener los cobros en moneda extranjera depositados en cuentas en divisas fuera o dentro de España durante tres meses, desapareciendo la obligación que tenían de cederlas a las entidades delegadas en el plazo de 15 días. Asimismo, se elevó la cuantía de los cobros por exportaciones que se pueden mantener indefinidamente en cuentas en divisas en entidades delegadas hasta el 50% de su importe y se autorizó la compensación de los cobros y los pagos exteriores por cuenta corriente, siempre que exista intervención de entidad delegada (OM 29-6-89).

## 5. INVERSIONES EXTRANJERAS EN ESPAÑA

En virtud de los compromisos asumidos con nuestra adhesión a la UE, en 1986 se adaptó la normativa en esta área al derecho comunitario. Los cambios más importantes introducidos fueron dos: en primer lugar, se incorporó el criterio de control efectivo de la sociedad (vinculado, generalmente, a la compra de una participación superior al 20% de capital social) como elemento fundamental para la distinción entre inversiones directas y de cartera. En segundo lugar, se introdujo una ampliación importante en el tipo de operaciones que tenían consideración de inversión directa, mientras que, hasta 1986, solo la adquisición de participaciones en empresas españolas era considerada inversión directa. A partir de ese momento, pasaron, además, a tener esta consideración: el establecimiento de sucursales, la concesión de financiación a largo plazo entre matrices y sucursales, y la reinversión de los beneficios obtenidos por una empresa con capital extranjero. Por otro lado, se formuló una nueva definición de las modalidades de inversión que quedaron reducidas a cuatro tipos de inversión: directas, de cartera, en bienes inmuebles y otras formas de inversión. En relación con el reglamento anteriormente en vigor (que provenía de mediados de la década de los setenta), las inversiones directas y en cartera experimentaron una liberalización muy importante. Las inversiones en inmuebles, aunque liberalizadas con carácter general, fueron sometidas en determinados casos al trámite de verificación administrativa previa. Finalmente, las inversiones que pretendiesen realizar los gobiernos y entidades oficiales de soberanía extranjera, así como las realizadas en sectores específicos, necesitaban una autorización especial (**RD-L 1265/1986, de 27-6 sobre inversiones extranjeras en España; RD 2077/1986, de 25-9, por el que se aprueba el reglamento de inversiones extranjeras en España**).

En 1992, fue preciso adaptar la normativa sobre inversiones extranjeras en España a la total liberalización de movimientos de capital realizada ese año, estableciéndose un régimen general de libertad, sin más excepciones que las relativas a inversiones

extrañeras no comunitarias en los sectores con regulación especial (juego, televisión, radio, transporte aéreo y actividades relacionadas con la defensa nacional) y las inversiones efectuadas por Estados extrañeros, entes públicos de soberanía extrañera, entidades e instituciones oficiales o públicas extrañeras y empresas públicas extrañeras pertenecientes a Estados no miembros de la UE. La inversión en sectores específicos quedó sometida a la regulación específica del sector y su realización continuó exigiendo autorización previa. Esta restricción no se aplica a los residentes en Estados miembros de la UE (**Ley 18/1992, de 1-7 y RD 671/1992, de 2-7**).

## **6. INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR**

En 1986, como consecuencia de la progresiva adaptación al régimen de liberalización de los movimientos de capital vigente en la UE, se introdujeron modificaciones de signo liberalizador en la legislación anterior. Se distinguen cuatro clases de inversiones en el exterior: directas; de cartera; en inmuebles, y otras formas de inversión. Las inversiones directas, en general, se podían efectuar libremente, salvo las inversiones en sociedades cuyo objeto social fuera la adquisición y tenencia de valores, o la adquisición, tenencias y explotación de bienes inmuebles que requieren autorización administrativa previa. Las inversiones en cartera también pasaron a ser libres, aunque se establecieron limitaciones cuantitativas en relación con el patrimonio del inversor. Las inversiones en inmuebles continuaron precisando verificación administrativa previa estableciéndose también unos límites máximos. En relación con las otras formas de inversión, la adquisición de activos financieros con plazo inferior a un año se sometió a autorización administrativa previa (**RD 2374/1986, de 7-11**).

En 1988, dando cumplimiento a los plazos previstos en el Tratado de la UE, se levantaron algunas de las limitaciones establecidas en 1986. Las inversiones directas, las inversiones en sociedades extrañeras de tenencia de valores y las inversiones en inmuebles pasaron a ser libres, requiriendo solo verificación

administrativa previa. Para las inversiones en cartera, se suprimieron las limitaciones cuantitativas en relación con el patrimonio del inversor, aunque se requería que los valores adquiridos estuvieran denominados en divisas admitidas a cotización en el mercado español y se negociaran en mercados organizados. Para las inversiones en inmuebles, desaparecieron los límites máximos, aunque continuaron precisando verificación administrativa previa. En la rúbrica otras formas de inversión, se liberalizaron las compras y ventas de futuros y de opciones sobre valores, u otros activos, siempre que se realicen a través de bolsa o mercado organizado (OM de 19 de diciembre de 1988).

En 1990, se introdujo un nuevo paquete liberalizador que permitió, sin necesidad de verificación previa, la adquisición por residentes de valores e instrumentos de mercado monetario emitidos en el extranjero, siempre que tales valores estuvieran denominados en divisas admitidas a cotización en el mercado español y se negociaran en mercados organizados (OM 12-3-90).

En ese año, también se liberalizaron, con carácter general, las inversiones en cartera y las denominadas otras formas de inversión (a condición de que los valores correspondientes se negocien en mercados organizados), y, en particular, la compra o venta en el extranjero de opciones sobre valores, futuros u otros activos cuya adquisición esté liberalizada, y la adquisición de títulos o instrumentos del mercado monetario (OM 27-12-90).

En 1992, se produjo la adaptación de la normativa sobre inversiones españolas en el exterior a la total liberalización de movimientos de capital de 1991. De forma similar al régimen de las inversiones extranjeras, se estableció un régimen general de libertad, sin más excepciones que las relativas a determinadas inversiones en países no comunitarios. Además, quedaron liberalizadas, con carácter general, las aplicaciones del producto de la liquidación y de los rendimientos obtenidos de inversiones españolas en el exterior para la realización de nuevas inversiones españolas. Asimismo, se ampliaron los supuestos en los que no se

exige control administrativo previo, y se simplificaron las comunicaciones y los trámites a seguir ante la Dirección General de Transacciones Exteriores. Las inversiones directas son libres. En determinados casos, han quedado sometidas al trámite de verificación administrativa (cuando el importe efectivo de la operación sea igual o superior a 250 millones; cuando la entidad extranjera objeto de la inversión tenga como actividad la tenencia de participaciones en el capital de otras sociedades; y cuando el destino de la inversión sean países calificados como paraísos fiscales). Las inversiones en cartera son libres, no requiriendo verificación previa. En cuanto a las inversiones en inmuebles, solo se someterán al trámite de verificación previa si el importe de la operación supera los 250 millones. Por otro lado, se exige autorización previa a las inversiones realizadas en países no comunitarios mediante aportaciones de bienes inmuebles sitos en España, acciones y otros valores que otorguen derecho a participación en el capital de sociedades españolas. Si estas inversiones se desean realizar en países comunitarios, solo necesitan verificación previa (RD 672/1992, de 2-7 y Resolución de DGTE de 7-7-92).

## **7. PRÉSTAMOS FINANCIEROS RECIBIDOS DEL EXTERIOR**

En el proceso de liberalización de estos préstamos, hay que mencionar dos normas: la CBE 6/1986, 4-3 y la CBE 6/1987, de 13-3. Mediante la primera, se liberalizaron los préstamos financieros de cuantía inferior a 750 millones de pesetas y de plazo superior a un año. Posteriormente, la CBE de 1987 elevó el importe de los préstamos liberalizados hasta los 1.500 millones de pesetas. Posteriormente, la publicación de la CBE 6/1988, de 10 de junio, sometió nuevamente al requisito de autorización previa los préstamos de periodo de vencimiento comprendido entre uno y tres años. Este requisito se mantuvo hasta febrero de 1992.

## **8. PRÉSTAMOS FINANCIEROS CONCEDIDOS AL EXTERIOR**

Al igual que en el caso anterior, este tipo de operación experimentó un proceso de liberalización gradual que se inició con la supresión de la verificación administrativa previa en el caso de los créditos concedidos a no residentes para el pago de exportaciones. Posteriormente, se liberalizó la concesión de préstamos hipotecarios en pesetas para la compra de inmuebles en España, y, por último, a partir de 1989, se autorizó, con carácter general, la concesión de préstamos financieros a sociedades extranjeras por parte de compañías españolas y se permitió a las entidades delegadas que concediesen libremente préstamos y créditos en pesetas a no residentes (OM 27-12-90; OM 16-4-91; OM 10-5-88; OM 31-7-89 y Resolución DGTE 23-10-89).

## **9. OPERATORIA EN MONEDA EXTRANJERA Y MERCADO DE DIVISAS**

En 1987, se autorizó a las entidades delegadas (actualmente, entidades registradas) a mantener, dentro de ciertos límites, posiciones abiertas en moneda extranjera, cortas o largas. Las entidades pudieron, por primera vez, asumir riesgos cambiarios por razones diferentes de las estrictamente operativas. No obstante, hasta septiembre de 1992, estuvieron en vigor, por motivos de tipo de cambio, límites a la posición corta vencida de divisas (CBE 1/1987, de 7-1, sobre riesgo de cambio).

También se permitió a las entidades endeudarse libremente en moneda extranjera y colocar dichos recursos entre residentes y no residentes, aunque debían respetarse las normas de dotaciones de recursos propios por categorías de activos. Los tipos de interés activos y pasivos aplicables a estas operaciones eran libres, y se especificaba que las operaciones entre entidades delegadas operantes en España y sus filiales o matrices en el extranjero debían contratarse a tipos de mercado (CBE 5/1987, de 13-3, sobre toma y captación de recursos en moneda extranjera).

En octubre de 1987, se introdujo una importante flexibilización en la actuación de las entidades en el mercado de contado y de plazo. En el mercado de contado, se otorgó a las entidades delegadas la libertad para contratar tipos de cambio con la clientela no bancaria, aunque se mantuvo la obligación de aplicar el fixing para operaciones de pequeña cuantía. En el mercado a plazo, se ampliaron las operaciones de cobertura de riesgos a cualquier concepto de la balanza de pagos. También se posibilitó la celebración de contratos a plazo superior a doce meses y se permitió la libre modificación de la fecha del contrato sin solicitar autorización al Banco de España (CBE 27/1987, de 20-10).

En 1988, se autorizó a las entidades delegadas a realizar ventas de divisas a plazo a no residentes por un plazo no inferior a siete días hábiles, en lugar del mínimo de treinta días establecido anteriormente. No obstante, se mantuvo la obligación de que tales ventas se correspondieran con cualquier concepto de balanza de pagos (CBE 5/1988, de 8-4).

En junio de ese año, se autorizó a las entidades delegadas para comprar y vender opciones, tanto de compra como de venta, sobre divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado español, siendo libres las condiciones (plazo, precio, tipo de cambio, etc.) y el sistema de la opción (europeo o americano). En concreto, quedó totalmente libre la venta de opciones a residentes contra pesetas ordinarias por operaciones de balanza de pagos; la compra y venta de opciones a otras entidades delegadas, y la compra de opciones a no residentes. Las compras de opciones a residentes quedaron permitidas con algunas limitaciones (CBE 9/1988, de 28-6).

En 1989, se autorizó a las entidades delegadas a comprar y vender libremente divisas contra pesetas convertibles a no residentes en el mercado de divisas de contado. En el caso de las operaciones a plazo, desaparecieron las limitaciones que existían para las ventas a no residentes, quedando liberalizadas tanto las compras como las ventas a plazo de divisas a no residentes con



contrapartida en pesetas ordinarias efectuadas por dichas entidades (CBE 14/1989, de 27-7).

En julio de ese año, se permitió el mantenimiento de posiciones abiertas en los instrumentos de cobertura FRAs y futuros financieros, y se ampliaron las posibilidades operativas de los convenios de tipo de interés futuros. Así, se suprimió la obligación que tenían las entidades delegadas de cerrar diariamente su posición abierta; se permitió formalizar convenios de tipos de interés futuros para la cobertura de riesgos surgidos de créditos comerciales, y los derivados de préstamos y créditos en los que el residente fuera acreedor, y se autorizó, bajo ciertas limitaciones, a las entidades delegadas a suscribir contratos de tipos de interés futuros sin una finalidad específica de cobertura (CBE 15/1989, de 17-7).

En 1991, al revisar y unificar la regulación de las operaciones del mercado de divisas, se actualizó la normativa de opciones sobre divisas, permitiendo la venta de opciones a los no residentes, y se introdujeron las permutas financieras y la compra y venta de futuros sobre divisas. También se estableció la posibilidad de suprimir la sesión oficial para la determinación del fixing, de modo que los cambios oficiales pudieran tomar como referencia el mercado interbancario, de acuerdo con un procedimiento establecido por el Banco de España. Dicha supresión tuvo lugar, finalmente, en febrero de 1993, eliminándose la obligación de aplicar los cambios oficiales a las operaciones de contado de 20 millones de pesetas o menos, que realicen las entidades registradas con su clientela (CBE 1/1991, de 22-1 y CBE 22/1992, de 18-12).

En 1993, en lo referente a la cobertura de riesgo de cambio y con ocasión de la nueva regulación de los recursos propios de las entidades de crédito, se establecieron unos requerimientos mínimos de recursos propios del 8% de la posición global neta en divisas, realizando algunos cambios en la definición de la posición en moneda extranjera, incluyendo las inversiones permanentes o en participaciones en inmovilizado en el exterior (CBE 5/1993, de 26-3).

## **BIBLIOGRAFÍA**

ALEJANO, A: "El proceso de liberalización del mercado de divisas y la intervención del Banco de España". Banco de España; Documento interno EC/1994/4, de 27 de enero.

ÁLVAREZ, L. (1988): "Sector exterior y actividad bancaria". Banco de España; Centro de Formación.

EGUIDAZU PALACIOS, F: " La nueva legislación sobre liberalización de movimientos de capital", Información Comercial Española, Boletín ICE económico del 2 al 8 de diciembre de 1991.

GARCÍA-VAQUERO, V. (1990): "Evolución reciente del mercado bursátil. Desarrollo y resultados de la reforma". Banco de España. Boletín Económico; marzo.

GIL, G. (1986): "Sistema financiero español". Banco de España. Estudios Económicos; n. 29.

GUTIÉRREZ, F. (1993): "El sistema financiero y la integración europea". En: Perspectivas del sistema financiero; n. 43.

ORTEGA, R. (1993): "Crónica de doce años de cambio". En: Papeles de Economía Española; n. 54.

PELLICER, M. (1992): "Mercados financieros organizados en España". Banco de España. Estudios Económicos; n. 50.

PLANASDEMUNT, J. (1988): "La reforma de las bolsas de valores". En: Noticias C.E.E.; n. 38; marzo.

TERMES, R. (1989): "Consecuencias de la adhesión sobre nuestro sistema financiero". En: Papeles de Economía Española; n. 25.



## DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 8607 **José Viñals:** La política fiscal y la restricción exterior. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 8608 **José Viñals and John Cuddington:** Fiscal policy and the current account: what do capital controls do?
- 8609 **Gonzalo Gil:** Política agrícola de la Comunidad Económica Europea y montantes compensatorios monetarios.
- 8610 **José Viñals:** ¿Hacia una menor flexibilidad de los tipos de cambio en el Sistema Monetario Internacional?
- 8701 **Agustín Maravall:** The use of ARIMA models in unobserved components estimation: an application to spanish monetary control.
- 8705 **Agustín Maravall:** Descomposición de series temporales, con una aplicación a la oferta monetaria en España: comentarios y contestación.
- 8706 **P. L'Hotellerie y J. Viñals:** Tendencias del comercio exterior español. Apéndice estadístico.
- 8707 **Anindya Banerjee and J. Dolado:** Tests of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis the Presence of Random Walks: Asymptotic Theory and Small-Sample Interpretations.
- 8708 **Juan J. Dolado and Tim Jenkinson:** Cointegration: A survey of recent developments.
- 8709 **Ignacio Mauleón:** La demanda de dinero reconsiderada.
- 8801 **Agustín Maravall:** Two papers on ARIMA signal extraction.
- 8802 **Juan José Camio y José Rodríguez de Pablo:** El consumo de alimentos no elaborados en España: Análisis de la información de MERCASA.
- 8803 **Agustín Maravall and Daniel Peña:** Missing Observations in Time Series and the «DUAL» Autocorrelation Function.
- 8804 **José Viñals:** The EMS, Spain and macroeconomic policy.
- 8806 **Antoni Espasa:** El perfil de crecimiento de un fenómeno económico.
- 8807 **Pablo Martín Aceña:** Una estimación de los principales agregados monetarios en España: 1940-1962.
- 8808 **Rafael Repullo:** Los efectos económicos de los coeficientes bancarios: un análisis teórico.
- 8901 **M.ª de los Llanos Matea Rosa:** Funciones de transferencia simultáneas del índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos.
- 8902 **Juan J. Dolado:** Cointegración: una panorámica.
- 8903 **Agustín Maravall:** La extracción de señales y el análisis de coyuntura.
- 8904 **E. Morales, A. Espasa y M. L. Rojo:** Métodos cuantitativos para el análisis de la actividad industrial española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9001 **Jesús Albarracín y Concha Artola:** El crecimiento de los salarios y el deslizamiento salarial en el período 1981 a 1988.
- 9002 **Antoni Espasa, Rosa Gómez-Churrua y Javier Jareño:** Un análisis econométrico de los gresos por turismo en la economía española.
- 9003 **Antoni Espasa:** Univariate methodology for short-term economic analysis.
- 9005 **Juan J. Dolado, Tim Jenkinson and Simon Sosvilla-Rivero:** Cointegration and unit roots: A survey.
- 9006 **Samuel Bentolila and Juan J. Dolado:** Mismatch and Internal Migration in Spain, 1962-1986.
- 9007 **Juan J. Dolado, John W. Galbraith and Anindya Banerjee:** Estimating euler equations with integrated series.
- 9008 **Antoni Espasa y Daniel Peña:** Los modelos ARIMA, el estado de equilibrio en variables económicas y su estimación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

- 9009 **Juan J. Dolado and José Viñals:** Macroeconomic policy, external targets and constraints: the case of Spain.
- 9010 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and John W. Galbraith:** Recursive and sequential tests for unit roots and structural breaks in long annual GNP series.
- 9011 **Pedro Martínez Méndez:** Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria.
- 9103 **Juan J. Dolado:** Asymptotic distribution theory for econometric estimation with integrated processes: a guide.
- 9106 **Juan Ayuso:** Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9107 **Juan J. Dolado y José Luis Escrivá:** La demanda de dinero en España: definiciones amplias de liquidez. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9109 **Soledad Núñez:** Los mercados derivados de la deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento.
- 9110 **Isabel Argimón y José M.ª Roldán:** Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9111 **José Luis Escrivá y Román Santos:** Un estudio del cambio de régimen en la variable instrumental del control monetario en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9112 **Carlos Chuliá:** El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera.
- 9113 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas.
- 9114 **Miguel Sebastián:** Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas: evaluación del período 1989-91 y perspectivas a medio plazo.
- 9115 **Pedro Martínez Méndez:** Intereses y resultados en pesetas constantes.
- 9116 **Ana R. de Lamo y Juan J. Dolado:** Un modelo del mercado de trabajo y la restricción de oferta en la economía española.
- 9117 **Juan Luis Vega:** Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990).
- 9118 **Javier Jareño y Juan Carlos Delrieu:** La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución.
- 9119 **Juan Ayuso Huertas:** Intervenciones esterilizadas en el mercado de la peseta: 1978-1991.
- 9120 **Juan Ayuso, Juan J. Dolado y Simón Sosvilla-Rivero:** Eficiencia en el mercado a plazo de la peseta.
- 9121 **José M. González-Páramo, José M. Roldán and Miguel Sebastián:** Issues on Fiscal Policy in Spain.
- 9201 **Pedro Martínez Méndez:** Tipos de interés, impuestos e inflación.
- 9202 **Víctor García-Vaquero:** Los fondos de inversión en España.
- 9203 **César Alonso y Samuel Bentolila:** La relación entre la inversión y la «Q de Tobin» en las empresas industriales españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9204 **Cristina Mazón:** Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado en las empresas españolas.
- 9205 **Cristina Mazón:** El margen precio-coste marginal en la encuesta industrial: 1978-1988.
- 9206 **Fernando Restoy:** Intertemporal substitution, risk aversion and short term interest rates.
- 9207 **Fernando Restoy:** Optimal portfolio policies under time-dependent returns.
- 9208 **Fernando Restoy and Georg Michael Rockinger:** Investment incentives in endogenously growing economies.

- 9209 **José M. González-Páramo, José M. Roldán y Miguel Sebastián:** Cuestiones sobre política fiscal en España.
- 9210 **Ángel Serrat Tubert:** Riesgo, especulación y cobertura en un mercado de futuros dinámico.
- 9211 **Soledad Núñez Ramos:** Fras, futuros y opciones sobre el MIBOR.
- 9213 **Javier Santillán:** La idoneidad y asignación del ahorro mundial.
- 9214 **Maria de los Llanos Matea:** Contrastes de raíces unitarias para series mensuales. Una aplicación al IPC.
- 9215 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Ahorro, riqueza y tipos de interés en España.
- 9216 **Javier Azcárate Aguilar-Amat:** La supervisión de los conglomerados financieros.
- 9217 **Olympia Bover:** Un modelo empírico de la evolución de los precios de la vivienda en España (1976-1991). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9218 **Jeroen J. M. Kremers, Neil R. Ericsson and Juan J. Dolado:** The power of cointegration tests.
- 9219 **Luis Julián Álvarez, Juan Carlos Delrieu y Javier Jareño:** Tratamiento de predicciones conflictivas: empleo eficiente de información extramuestral. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9221 **Fernando Restoy:** Tipos de interés y disciplina fiscal en uniones monetarias. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9222 **Manuel Arellano:** Introducción al análisis econométrico con datos de panel.
- 9223 **Ángel Serrat:** Diferenciales de tipos de interés ONSHORE/OFFSHORE y operaciones SWAP.
- 9224 **Ángel Serrat:** Credibilidad y arbitraje de la peseta en el SME.
- 9225 **Juan Ayuso y Fernando Restoy:** Eficiencia y primas de riesgo en los mercados de cambio. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9226 **Luis J. Álvarez, Juan C. Delrieu y Antoni Espasa:** Aproximación lineal por tramos a comportamientos no lineales: estimación de señales de nivel y crecimiento.
- 9227 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad, estructura de mercado y situación financiera.
- 9228 **Ángel Estrada García:** Una función de consumo de bienes duraderos.
- 9229 **Juan J. Dolado and Samuel Bentolila:** Who are the insiders? Wage setting in spanish manufacturing firms.
- 9301 **Emiliano González Mota:** Políticas de estabilización y límites a la autonomía fiscal en un área monetaria y económica común.
- 9302 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and Ricardo Mestre:** On some simple tests for cointegration: the cost of simplicity.
- 9303 **Juan Ayuso y Juan Luis Vega:** Agregados monetarios ponderados: el caso español. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9304 **Ángel Luis Gómez Jiménez:** Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español.
- 9305 **Ángel Estrada y Miguel Sebastián:** Una serie de gasto en bienes de consumo duradero.
- 9306 **Jesús Briones, Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** Evaluación de los efectos de reformas en la imposición indirecta.
- 9307 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9308 **Cristina Mazón:** Regularidades empíricas de las empresas industriales españolas: ¿existe correlación entre beneficios y participación?

- 9309 **Juan Dolado, Alessandra Gorio and Andrea Ichino:** Immigration and growth in the host country.
- 9310 **Amparo Ricardo Ricardo:** Series históricas de contabilidad nacional y mercado de trabajo para la CE y EEUU: 1960-1991.
- 9311 **Fernando Restoy and G. Michael Rockinger:** On stock market returns and returns on investment.
- 9312 **Jesús Saurina Salas:** Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo, María Jesús Martín y José María Roldán:** Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 **Fernando Ballabriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.ª Jesús Martín:** Serie de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **P. Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **P. Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 **Pablo Antolín and Olympia Bover:** Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 **Samuel Bentolila y Juan J. Dolado:** La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 **Luis Julián Álvarez, Javier Jareño y Miguel Sebastián:** Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 **Ana Revenga:** Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 **María Pérez Jurado y Juan Luis Vega:** Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 **Juan J. Dolado, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 **Juan Ayuso y José Luis Escrivá:** La evolución del control monetario en España.
- 9326 **Alberto Cabrero Bravo e Isabel Sánchez García:** Métodos de predicción de los agregados monetarios.
- 9327 **Cristina Mazón:** Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.
- 9328 **Esther Gordo y Pilar L'Hotellerie:** La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 **Ana Buisán y Esther Gordo:** El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 **Miguel Pellicer:** Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 **Carlos Ocaña, Vicente Salas y Javier Vallés:** Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 **P. G. Fisher and J. L. Vega:** An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 **J. Ayuso, A. G. Haldane and F. Restoy:** Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 **Gabriel Quirós:** El mercado británico de deuda pública.

- 9405 **Luis J. Álvarez and Fernando C. Ballabriga:** BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.
- 9406 **Juan José Dolado, José Manuel González-Páramo y José M.ª Roldán:** Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989).
- 9407 **Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 **Ángel Estrada García, M.ª Teresa Sastre de Miguel y Juan Luis Vega Croissier:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.
- 9409 **Pilar García Perea y Ramón Gómez:** Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 **F. J. Sáez Pérez de la Torre, J. M.ª Sánchez Sáez y M.ª T. Sastre de Miguel:** Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 **Olympia Bover and Ángel Estrada:** Durable consumption and house purchases: Evidence from Spanish panel data.
- 9412 **José Viñals:** La construcción de la Unión Monetaria Europea: ¿resulta beneficiosa, en dónde estamos y hacia dónde vamos? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9413 **Carlos Chuliá:** Los sistemas financieros nacionales y el espacio financiero europeo.
- 9414 **José Luis Escrivá y Andrew G. Haldane:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés en España: estimación basada en desagregaciones sectoriales. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9415 **M.ª de los Llanos Matea y Ana Valentina Regil:** Métodos para la extracción de señales y para la trimestralización. Una aplicación: Trimestralización del deflactor del consumo privado nacional.
- 9416 **José Antonio Cuenca:** Variables para el estudio del sector monetario. Agregados monetarios y crediticios, y tipos de interés sintéticos.
- 9417 **Ángel Estrada y David López-Salido:** La relación entre el consumo y la renta en España: un modelo empírico con datos agregados.
- 9418 **José M. González Mínguez:** Una aplicación de los indicadores de discrecionalidad de la política fiscal a los países de la UE.
- 9419 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** ¿Se ha incrementado el riesgo cambiario en el SME tras la ampliación de bandas? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9420 **Simon Milner and David Metcalf:** Spanish pay setting institutions and performance outcomes.
- 9421 **Javier Santillán:** El SME, los mercados de divisas y la transición hacia la Unión Monetaria.
- 9422 **Juan Luis Vega:** ¿Es estable la función de demanda a largo plazo de ALP? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9423 **Gabriel Quirós:** El mercado italiano de deuda pública.
- 9424 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Inversión privada, gasto público y efecto expulsión: evidencia para el caso español.
- 9425 **Charles Goodhart and José Viñals:** Strategy and tactics of monetary policy: Examples from Europe and the Antipodes.
- 9426 **Carmen Melcón:** Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación. Las experiencias de Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido y Suecia.
- 9427 **Olympia Bover and Manuel Arellano:** Female labour force participation in the 1980s: the case of Spain.
- 9428 **Juan María Peñalosa:** The Spanish catching-up process: General determinants and contribution of the manufacturing industry.
- 9429 **Susana Núñez:** Perspectivas de los sistemas de pagos: una reflexión crítica.
- 9430 **José Viñals:** ¿Es posible la convergencia en España?: En busca del tiempo perdido.



- 9501 **Jorge Blázquez y Miguel Sebastián:** Capital público y restricción presupuestaria gubernamental.
- 9502 **Ana Buisán:** Principales determinantes de los ingresos por turismo.
- 9503 **Ana Buisán y Esther Gordo:** La protección nominal como factor determinante de las importaciones de bienes.
- 9504 **Ricardo Mestre:** A macroeconomic evaluation of the Spanish monetary policy transmission mechanism.
- 9505 **Fernando Restoy and Ana Revenga:** Optimal exchange rate flexibility in an economy with intersectoral rigidities and nontraded goods.
- 9506 **Ángel Estrada and Javier Vallés:** Investment and financial costs: Spanish evidence with panel data. (The Spanish original of this publication has the same number.)
- 9507 **Francisco Alonso:** La modelización de la volatilidad del mercado bursátil español.
- 9508 **Francisco Alonso y Fernando Restoy:** La remuneración de la volatilidad en el mercado español de renta variable.
- 9509 **Fernando C. Ballabriga, Miguel Sebastián y Javier Vallés:** España en Europa: asimetrías reales y nominales.
- 9510 **Juan Carlos Casado, Juan Alberto Campoy y Carlos Chuliá:** La regulación financiera española desde la adhesión a la Unión Europea.

---

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

**Información:** Banco de España  
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión  
Teléfono: 338 51 80  
Alcalá, 50. 28014 Madrid