

7 Innovaciones

Como en años anteriores, la deuda pública española ha mostrado en 2007 un comportamiento positivo. La buena posición comparativa de la economía española frente a sus competidores europeos, unida a la máxima calificación crediticia otorgada por las principales agencias de calificación del riesgo de crédito, sostuvo su buena valoración por parte de los mercados financieros. De hecho, su rentabilidad, medida por la de las obligaciones del Estado a diez años, se mantuvo, en media, 2 pb por debajo de la registrada para el conjunto del área del euro.

En cuanto a la política de emisión del Tesoro en 2007, hay que destacar que, en general, las emisiones fueron sensiblemente inferiores a las previstas inicialmente en la estrategia de emisión para el conjunto del año, lo cual fue posible gracias a la favorable evolución de los ingresos públicos.

Atendiendo al tipo de instrumento, fue en el segmento de las obligaciones del Estado donde se concentró el recorte de emisiones en 2007, teniendo como principal novedad el lanzamiento de una nueva referencia a treinta años, emitida mediante el procedimiento de sindicación, con un volumen de 4.000 millones de euros. Además, la comentada buena evolución de las finanzas públicas permitió retrasar el lanzamiento de una nueva obligación a diez años hasta 2008. En el segmento de bonos del Estado, por su parte, el Tesoro optó por dar liquidez en el mercado primario a una única referencia, lanzando solamente un nuevo bono a cinco años. En el segmento de letras del Tesoro, se inició un cambio en el esquema de mercado, que se completará en 2008, al subastarse por última vez una letra a dieciocho meses en el mes de enero de 2007. Desde entonces, el Tesoro solo ha emitido regularmente letras a doce meses, marcando una nueva dinámica en este mercado, que estará regida por un núcleo formado por subastas mensuales de letras a doce meses, acompañado por subastas de letras a corto plazo a finales de año. El objetivo de esta reforma es que las letras a plazos cortos funcionen como compensadoras de la estacionalidad de la tesorería del Estado, ya que es precisamente en los últimos meses del año donde se concentran los mayores pagos del Estado y, sin embargo, las emisiones de deuda son menores. Además, se deja abierta la posibilidad de emitir letras a muy corto plazo para cubrir necesidades puntuales de tesorería. Por último, dado el descenso de las necesidades de financiación, durante 2007 no se realizaron emisiones en divisas.

En lo que se refiere a la organización de los mercados de valores españoles en general y al de deuda pública en particular, 2007 no fue un año en que se introdujeran muchos cambios. Las únicas novedades a este respecto tienen que ver con la promulgación de dos reales decretos que modificaron la estructura y el régimen jurídico de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y las sociedades que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

Por un lado, el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, desarrolló reglamentariamente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades mencionadas. Los principales cambios introducidos¹ hicieron referencia al

1. La Ley 12/2006 ya había modificado determinados artículos de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, con el objeto de dar mayor flexibilidad y aclarar el régimen de las entidades titulares del capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y las que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

establecimiento de normas especiales para los poseedores de participaciones significativas o de control en las sociedades administradoras de mercados secundarios y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. A este respecto, la Ley 24/1988 establecía que era el Gobierno el que debería autorizar la adquisición o la enajenación de una participación de control en dichas sociedades, siendo este Real Decreto el que concretó qué información sería necesario facilitar para fundamentar dicha autorización. Entre otros aspectos, se debería informar sobre otras participaciones del adquirente en sociedades análogas, sus actividades en los mercados financieros y la estrategia para el mercado en cuestión. También sería necesario un informe de la entidad o entidades propietarias hasta ese momento de la participación de control.

Asimismo, desde la entrada en vigor de este Real Decreto la participación en el capital de este tipo de sociedades está sujeta a las mismas reglas de participaciones significativas previstas en la Ley 24/1988 para las empresas de servicios de inversión, con algunas especificidades determinadas en este Real Decreto. De este modo, el ministro de Economía y Hacienda podrá oponerse a la adquisición de una participación significativa cuando el grado o el tipo de influencia del adquirente comprometa el buen funcionamiento de los mercados o para evitar distorsiones en los mismos, así como por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen del adquirente, o de quien controle, directa o indirectamente, al adquirente. Además, en la adquisición de una participación significativa en el capital de la sociedad igual o superior al 1%, pero inferior al 5%, se entenderá que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) no se opone a la misma si no se pronuncia dentro de los diez días hábiles siguientes a aquel en que haya sido informada o desde el momento en que se complete la información adicional que, en su caso, la CNMV haya requerido. También se facultó a este organismo para pedir la información que considere necesaria sobre el accionariado de estas sociedades, así como de las sociedades que ostenten una participación de control en todas o alguna de ellas. Por último, dichas entidades deberán respetar ciertas condiciones para la introducción de limitaciones a los derechos que atribuya la participación en su capital y, cuando les sean aplicables, deberán cumplir también las condiciones recogidas por la Ley 24/1988 para ofertas públicas de adquisición y comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas.

Por otro lado, el Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo, surgió con el objetivo de actualizar el régimen jurídico de las sociedades rectoras de las bolsas de valores, de la Sociedad de Bolsas y de Iberclear. Para ello modificó el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva; el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones; y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. El resultado de estas modificaciones fue el siguiente:

- (i) Quedaron clarificados los motivos para oponerse al nombramiento de los miembros del consejo de administración de las sociedades afectadas, concretándolos en la no concurrencia de los requisitos de honorabilidad profesional y de conocimientos y experiencia que se exigen a los miembros del consejo de administración de una empresa de servicios de inversión en la Ley 24/1998.
- (ii) Se flexibilizó el régimen económico de las sociedades afectadas, que no tendrían que volver a someter su presupuesto anual a la aprobación de la CNMV o,

en su caso, de la comunidad autónoma correspondiente, ni el organismo regulador podrá imponer modificaciones en el mismo².

- (iii) Se introdujeron modificaciones en los mecanismos de aseguramiento de la entrega de valores y, en concreto, en el régimen de los préstamos de valores vinculados de Iberclear, para evitar el posible efecto de inflación transitoria de títulos en ciertos supuestos de liquidación de operaciones de compra-venta de valores.
- (iv) Se encomendó a Iberclear el establecimiento de los procedimientos de prevención de demoras en la entrega de aquellos valores cuyas características, número y tipo de operaciones, incidencias surgidas y otras circunstancias relevantes así lo aconsejasen. Dichos procedimientos podrían incluir tanto plazos y requisitos especiales para la tramitación y liquidación de las operaciones sobre esos valores como registros diferenciados de los valores cuya entrega se hubiese comprometido, o sistemas de resolución de las discrepancias que pudieran surgir en la liquidación de las operaciones, incluyendo las prestaciones sustitutorias de las obligaciones incumplidas y las indemnizaciones a las entidades perjudicadas con cargo al efectivo de las operaciones en cuestión y a las penalizaciones impuestas a las entidades incumplidoras. Del mismo modo, se podrían establecer sistemas diferenciados para asegurar la entrega de los valores que figurasen en las cuentas de las entidades participantes en el Registro Central y de aquellos otros anotados en las cuentas de los registros contables de detalle a cargo de dichas entidades.
- (v) Se actualizó el régimen económico y jurídico de las entidades adheridas a Iberclear, así como los requisitos de adhesión al sistema, que serían determinados por el ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, por la CNMV.

Por último, en 2007 tuvo lugar otra modificación de la regulación del mercado español de deuda pública. El Banco de España, con su Circular 2/2007, de 26 de enero, del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, dio respuesta a la disposición transitoria primera de la Ley 44/2002, de medidas de reforma del sistema financiero. En este sentido, una vez que Iberclear había asumido sus funciones, entre ellas la gestión del sistema de registro y liquidación de valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública, esta Circular vino a integrar y sistematizar aquellos aspectos relacionados con la negociación y contratación en dicho mercado. Para ello, derogó totalmente once circulares y parcialmente otra, y reguló las obligaciones de información de los titulares de cuenta y entidades gestoras, que deberían tener a disposición del Banco de España información sobre su situación financiera y medios necesarios a su condición profesional. De igual manera, definió y clarificó las operaciones de mercado, todas ellas recogidas en la normativa anterior. Así, distinguió, en primer lugar, las compraventas simples al contado y a plazo, siendo las primeras aquellas que se ejecutan como máximo en un plazo de cinco días, y las segundas, en un plazo superior. En segundo lugar, distinguió las modalidades de operaciones dobles: compraventas con pacto de recompra (*repos*) y compra-

2. No obstante, la CNMV o, en su caso, la comunidad autónoma correspondiente mantienen la potestad de aprobar las tarifas de estas entidades, a las que podrán establecer excepciones o limitaciones a los precios máximos de esos servicios cuando puedan afectar a la solvencia financiera de las sociedades rectoras, provocar consecuencias perturbadoras para el desarrollo del mercado de valores o contrarias a los principios que lo rigen, o introducir discriminaciones injustificadas entre los distintos miembros de la bolsa.

ventas simultáneas³. Respecto a las primeras, las clasificó en compraventas con pacto de recompra en fecha fija⁴ y compraventas con pacto de recompra a la vista⁵.

Como principal novedad, dado su escaso volumen de negociación, la Circular eliminó la posibilidad de formalizar *repos* entre titulares de cuenta, limitando la operativa de los mismos, por tanto, a operaciones de compraventa simples al contado o a plazo y a operaciones simultáneas. En cualquier caso, los titulares de cuenta pueden seguir contratando con terceros todas las operaciones mencionadas, aunque con las siguientes particularidades:

- (i) El importe nominal mínimo que se ha de contratar en las operaciones de compraventa a plazo con deuda pública anotada, ya sean simples o simultáneas, pasó de 60.000 a 100.000 euros. No obstante, también pueden realizarse operaciones por importe inferior, siempre que se formalicen en los contratos tipo recogidos en la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, que desarrolla parcialmente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.
- (ii) En lo referente a la transparencia y publicidad en las operaciones con terceros, cuando la entidad actúe ofreciendo contrapartida en nombre propio, todas las condiciones de la operación deberán ser concretadas y cerradas en el momento de la contratación, quedando obligada a cotizar públicamente en términos de tasa anual equivalente; incluyendo, en su caso, las comisiones establecidas por las entidades para cada tipo de operación. Cuando la entidad actúe por cuenta ajena, las condiciones de la operación se estipularán en términos de un precio o tipo de interés de referencia —que podrá referirse a la fecha valor de la operación— y de la comisión que sobre el mismo se convenga. Así, desde la entrada en vigor de la Circular, que se produjo el 1 de marzo de 2007, las entidades tienen que entregar al comitente una copia del documento en que se formalice la orden de inversión en deuda pública. Además, la liquidación del efectivo deberá coincidir con la fecha valor de transmisión de los valores.

3. Las compraventas simultáneas son aquellas en las que se contratan, al mismo tiempo, dos compraventas de valores de sentido contrario, realizadas ambas con valores de idénticas características y por el mismo importe nominal, pero con distinta fecha de ejecución. Ambas compraventas podrán ser: al contado con diferentes fechas de liquidación, a plazo, o la primera al contado y la segunda a plazo. 4. Las compraventas con pacto de recompra en fecha fija son aquellas en las que el titular de los valores los vende hasta la fecha de amortización, conviniendo simultáneamente la recompra de valores de idénticas características y por igual valor nominal, en una fecha determinada e intermedia entre la de venta y la de amortización más próxima, aunque esta sea parcial o voluntaria. 5. Las compraventas con pacto de recompra a la vista son aquellas en que, en el momento de la contratación, se estipulen el precio y la fecha de transmisión de la compraventa inicial y se fije el período durante el que el comprador-vendedor tiene la opción de exigir la recompra en las condiciones que deberán quedar establecidas en el mismo acto de contratación.