

PRÓLOGO

La promulgación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores sigue siendo un hito destacado en la historia de los mercados financieros españoles. Esta Ley introduce numerosos cambios en nuestro sistema financiero. Algunos de ellos son de novedad radical y constituyen claramente la apertura de una nueva etapa, el establecimiento de un antes y un después, en la existencia de estos mercados.

Sin intención de ser exhaustivos en la relación de esos cambios, podemos hacer referencia a los más expresivos de la trascendencia que tuvo la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores. Merece ser citada en primer lugar la desaparición de los Agentes de Cambio y Bolsa, sustituidos por las Sociedades y Agencias de Valores, dos instituciones que encuentran su inspiración en los brokers y los dealers, entidades consolidadas por una larga trayectoria de actuación como intermediarios en modelos de mercados eficientes existentes en otros países.

La creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, supone otra de las grandes novedades de esta Ley. Esta entidad supervisora y reguladora es la pieza central del sistema implantado por la Ley de 1988, y constituye una aportación fundamental en la búsqueda de un mayor grado de seguridad y transparencia en los mercados. Es un reflejo de la Securities and Exchange Commission, creada en Estados Unidos tras la crisis de 1929 con el fin de establecer medios institucionales que evitasen la producción de un nuevo derrumbe.

La división de los mercados en mercado primario y mercados secundarios de valores es otro de los pasos decisivos que da la Ley en su pro-

pósito de mejorar la ordenación de este sector de la actividad mercantil. La rúbrica del Capítulo IV de la Ley, que alude a "otros mercados secundarios oficiales", contenía un concepto que resultaba abstracto en su fecha de redacción, pues esa expresión no se correspondía con ningún otro mercado en la realidad española, más allá de las Bolsas y el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Sin embargo, abrió la puerta a la creación posterior de los tres Mercados Oficiales de Futuros y Opciones, el Mercado AIAF de renta fija privada e, igualmente, la de otros mercados secundarios organizados, como el Mercado de Valores Latinoamericanos.

La Ley del Mercado de Valores hace una incursión con sus arts. 5 a 12 en el Derecho de los títulos-valor, y con ella reconfigura y amplía las fronteras de este ámbito, que en su nueva dimensión es ahora denominado en nuestra literatura Derecho de los valores. Esos artículos contienen los principios esenciales del régimen de los valores anotados en cuenta, que conviven en nuestro ordenamiento con los tradicionales títulos-valor, aunque desplazan a éstos como forma de representación de los valores negociados en los mercados secundarios oficiales. Los fundamentos de la dogmática de los valores anotados se encuentran en la doctrina alemana, en la que se discute si el Derecho de los títulos-valor —*Recht der Wertpapiere*— y el de los derechos-valor —*Recht der Wertrechte*— son dos parcelas totalmente distintas o si, por el contrario, están comprendidas dentro de una misma categoría. La opción de la doctrina española por identificar ambas instituciones dentro de un Derecho de valores global se encuentra en sintonía con el modo de proceder de la doctrina norteamericana, que trata conjuntamente uno y otro tipo de instrumentos jurídicos dentro de la llamada securities regulation.

No es preciso seguir detallando aspectos concretos del contenido de la Ley del Mercado de Valores para confirmar la gran relevancia y la entidad de su carácter reformista. Es más, cabe subrayar que el conjunto de los cambios introducidos por la Ley estaba alimentado por el propósito de reorientar el curso de nuestro mercado conforme a líneas distintas de las seguidas hasta entonces. Uno de los objetivos del legislador, conseguido en gran medida, es la adopción de algunas de las pautas que han propiciado el éxito del funcionamiento de los mercados anglosajones, rompiendo así con el modelo francés. Junto a éste, el intento, más bien frustrado, de terminar con la bancarización de los mercados de valores, fruto también de la influencia francesa en nuestro sistema financiero.

La fuerza renovadora de la Ley del Mercado de Valores va más allá de los postulados contenidos en la letra de su propio texto. El articulado de la Ley se encuentra sembrado de remisiones a ulteriores desarrollos reglamentarios de algunos de esos aspectos novedosos formulados en ella. A lo

largo de sus ciento diez artículos, son más de treinta las ocasiones en que la Ley anuncia la necesidad de una futura regulación de detalle. Labor ésta cumplida por un amplio conjunto de normas que convierten en realidad la vocación de ley marco con que nace la del Mercado de Valores. De nuevo nos bastará mencionar tan sólo las más ilustrativas, omitiendo otras muchas, de diversa importancia, que contribuyen a formar ese amplio cuerpo de nuestro ordenamiento que es el Derecho del Mercado de Valores. Los nombres de estas disposiciones son suficientemente significativos y permiten ponderar la importancia de las medidas que introducen en el tráfico mercantil: Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores; Real Decreto 341/1989, de 7 de abril, sobre el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores; Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva; Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados; Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones; Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles; Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores; Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.

Lo expuesto hasta aquí nos permite realizar dos observaciones. En primer lugar, que desde la misma fecha de entrada en vigor de la Ley 24/1988 se puede hablar en España de un nuevo Derecho del Mercado de Valores, si bien, en algunos de sus aspectos, tan sólo existían en aquel momento las líneas maestras de su diseño. En segundo lugar, que el terreno delimitado por la Ley del Mercado de Valores no se convirtió en un campo baldío. Existe un esfuerzo continuado del legislador, que convierte en realidad permanente ese nuevo Derecho nacido con la Ley de 1988. Es más, como veremos, las normas posteriores no se han ocupado tan sólo del desarrollo de la ley marco, sino también de su reforma.

Ante el dilatado horizonte que abría frente a ella el legislador, la doctrina fue dando respuesta a los interrogantes que quedaban planteados. Los primeros frutos de nuestra producción científica posterior a la Ley 24/1988, realizan una importante labor de interpretación del entramado de normas integrantes del nuevo Derecho del Mercado de Valores. Entre aquellos trabajos encontramos tanto estudios globales —algunos incluso en forma de verdaderos manuales sectoriales— como estudios específicos de las distintas instituciones aparecidas en el mercado.

A ese respecto, cabe observar que en esta rama de la ciencia jurídica existe una primera generación de estudios que, al analizar la normativa que se entrelaza en torno a la Ley del Mercado de Valores, sentó unas bases sólidas para el desarrollo de esta disciplina. Una segunda generación está integrada por obras que se ocupan de forma monográfica y detallada de figuras singulares de este sector del Derecho. Podríamos afirmar que, tras estos dos esfuerzos de producción científica, existen elementos suficientes para comenzar o, en gran medida, continuar, un provechoso debate jurídico, en el que cada nuevo estudio publicado consolide o rebata los argumentos expuestos hasta el momento.

Cuando esta fase de profundización y debate ya estaba iniciada, el legislador, coincidiendo con la primera década de vigencia de la Ley de 1988, promulga la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. No es la primera norma que reforma la Ley del Mercado de Valores, pero sí la que introduce las modificaciones de mayor entidad. Algunas de sus disposiciones suponen un golpe de timón en el rumbo de la Ley de 1988, como la atribución de plenitud de facultades de actuación en los mercados de valores a las entidades de crédito, situándolas en pie de igualdad con las sociedades de valores; pero, en sus aspectos esenciales, la reforma se sitúa en una línea de continuidad con el camino recorrido. Esa renuncia a combatir la bancarización manifiesta la asunción por el legislador de un criterio de actuación que se ha mostrado de probada prudencia en materia financiera: la normativa financiera debe encontrarse en íntima conexión y cercanía con la práctica del mercado. Combatir en España la participación de las entidades de crédito en el mercado de valores es luchar en vano contra la corriente. Aquella medida en concreto, además de proximidad con la práctica, fue también una expresión de practicidad —«si no puedes contra ellos, únete a ellos»—, nada desdeñable a la hora de remitir en la aplicación de normas penales.

Es interesante subrayar otro aspecto que se puso de relieve a lo largo de los trabajos de elaboración de la Ley 37/1988: la conveniencia de que en la regulación de los mercados de valores exista un equilibrio adecuado entre los contenidos de carácter jurídico y los de naturaleza económica. El hecho que hizo centrar la atención sobre esta idea fue la modificación del régimen del aumento del capital de la sociedad cotizada. En sus orígenes, la redacción de la Ley 37/1998 es obra de una Comisión Especial constituida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los primeros trabajos de esta Comisión Especial, en lo relativo al régimen de las sociedades anónimas, propiciaron que la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación emitiese un Informe manifestando sus diferencias de opinión respecto de la vertida en la Pro-

puesta de la Comisión Especial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La versión final del régimen del aumento del capital de la sociedad cotizada introducido en nuestro ordenamiento por la Ley 37/1998, es, en consecuencia, una obra conjunta de dos Ministerios, el de Justicia, que actuó a través de la Comisión General de Codificación, y el de Economía y Hacienda, que lo hizo por medio de la referida Comisión Especial; o, si se prefiere, no es obra de ninguno, pues la redacción final dejó descontentas a ambas partes intervinientes. En cualquier caso, quedó claro que en el mercado de valores confluyen con igual grado de importancia la ciencia jurídica y la económica.

Tras haber sobrevivido a la reforma de la Ley 37/1998, el espíritu de la Ley del Mercado de Valores se mantiene al día —y con él el que antes hemos identificado como nuevo Derecho del Mercado de Valores— gracias a nuevas leyes de reforma que alimentan su modernidad, como la Ley 44/2002, de 22 de diciembre, de medidas de reforma del sistema financiero y la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia en las sociedades anónimas cotizadas. Llegados a este momento de su evolución histórica, el nuevo Mercado de Valores se consolida ya como una figura que, por encima de todos los mercados y las instituciones que la integran, cuenta con una clara identidad propia y constituye una realidad merecedora de análisis y estudio específicos.

Álvaro GARCÍA DE LA RASILLA Y PINEDA se ha enfrentado a esa labor de estudio del Mercado de Valores y nos ofrece como resultado de su esfuerzo el libro que el lector ahora tiene en sus manos sobre La reforma de la Bolsa y el desarrollo de los mercados. En él se recogen dos valiosas aportaciones personales del autor: una parte importante del fruto de la investigación que le valió el grado de doctor y una pequeña parte de los amplios conocimientos que ha ido adquiriendo a lo largo de su brillante trayectoria profesional en el Mercado de Valores. En efecto, este libro se corresponde en gran medida con la memoria en la que el autor presentó su Tesis doctoral en julio de 2003 en la Universidad San Pablo-CEU. No obstante, existen grandes diferencias entre aquel texto y éste, pues, a pesar del tiempo que ha mediado entre la aparición de ambos y de la irrefrenable emisión de normas a la que se encuentra sometida esta materia, el autor nos presenta una obra puesta al día rigurosamente, lo que ha requerido una necesaria reelaboración de su estructura.

El libro se beneficia de la cualificación y experiencia profesional del autor, profunda, extensa e integrada por saberes complementarios entre sí. En su formación universitaria, Álvaro GARCÍA DE LA RASILLA alcanzó

el grado de licenciado en Derecho y licenciado en Ciencias Políticas y Económicas, lo que le permite conciliar en un recurso armónico los conocimientos jurídicos y económicos como instrumentos de análisis de los mercados, obviando el peligro al que antes hemos aludido. La dedicación al estudio desde una perspectiva científica y la obtención de conocimientos por la práctica y la experiencia también se conjugan en su curriculum. A este último respecto, se refleja en el libro el riquísimo cúmulo de conocimientos adquiridos por el autor en sus muchos años de ejercicio de funciones directivas en el mundo de la banca, tanto nacional como internacional, y de la intermediación financiera, en particular en el campo de la inversión colectiva y de la operativa en Bolsa. El autor escribe acerca de instituciones que conoce y que ha visto comportarse sometidas a la tensión del tráfico financiero. También habla de periodos históricos que ha vivido desde dentro del mercado. Cuando emite una opinión sobre una determinada política o sobre el acierto de una línea legislativa, deja constancia de su juicio no como mero estudioso, sino también como sujeto activo y pasivo de esas estructuras jurídico-económicas. Su testimonio no es tan sólo el de un espectador cualificado. Esa perspectiva de análisis cercana a la entraña misma del sistema financiero convive en el autor con la visión propia de quien se ha dedicado al estudio y la investigación. Entre sus obras es destacable el trabajo titulado *Del Big Bang al mercado* continuo, que le mereció obtener un premio otorgado por Nebursa en 1990. Con motivo de aquella publicación, José Antonio TORRENTE FORTUÑO, doctor en Derecho, Agente de Cambio y Bolsa y autor de varias obras sobre cuestiones bursátiles, escribió a GARCÍA DE LA RASILLA elogiando el trabajo premiado con palabras que, parcialmente, bien podemos aplicar a este nuevo estudio: «(e) un archivo viviente de toda una época de bolsa que no está escrito en ninguna parte». Entre las publicaciones del autor también cabe mencionar diversos artículos en revistas científicas y su participación como coautor en las distintas ediciones del *Curso de Bolsa y Mercados Financieros* publicado por Ariel. Actualmente, es miembro del equipo investigador de un proyecto de investigación, subvencionado por el Instituto de Crédito Oficial y desarrollado en la Universidad San Pablo-CEU, sobre el Espacio financiero único de la Unión Europea, dentro del cual ha realizado un estudio sobre el inversor individual y el inversor institucional, de pronta publicación. También forma parte de la Comisión de Reforma de los Mercados creada en el seno del Instituto Español de Analistas Financieros, en coordinación con su Federación Europea.

Cuando Álvaro GARCÍA DE LA RASILLA termina la etapa activa de su vida laboral —no se podría decir lo mismo respecto de su vida profesional, que continúa siendo muy productiva—, inicia su doctorado. He tenido la satisfacción de asumir la labor de dirección de su Tesis. No es preci-

so explicar por qué, al pensar en ese intercambio recíproco de conocimientos que se produce durante una relación como ésta, tengo la seguridad de haber salido muy beneficiado tras todo este tiempo de trabajo en común. Si hubiese de hacer balance de lo recibido en estos años, mi saldo, sin duda, resultaría deudor, y especialmente si incluyéramos en la cuenta su simpatía y calidad humana.

El trabajo doctoral realizado por Álvaro GARCÍA DE LA RASILLA se corresponde con lo que suele denominarse una Tesis de madurez. Tuvo por título La transformación del Derecho bursátil español. Del mercado nuevo al "nuevo mercado" (1988-2002). Le fue concedida la máxima calificación, sobresaliente cum laude por unanimidad, por una Comisión Evaluadora integrada por los Profesores Evelio VERDERA Y TUELLS, Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad San Pablo-CEU, que actuó como Presidente; José María Garrido García, Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Castilla-La Mancha, quien desarrolló la función de Secretario; Jaime ZURITA SAENZ DE NAVARRETE, Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid; José Luis SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Complutense de Madrid, y Juana PULGAR EZQUERRA, Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Almería. En el acto de defensa se animó vivamente al autor del texto a que publicase su trabajo. En este sentido, uno de los miembros de la Comisión dijo de la Tesis que «es el libro que me hubiera gustado conocer antes para evitarme tantas dudas y tantas horas de investigación».

La estructura del libro que ahora se publica comprende un primer capítulo en el que el autor responde a la necesidad de analizar una serie de cuestiones de carácter conceptual, sin cuyo esclarecimiento sería difícil entrar en el desarrollo de los distintos temas tratados en las restantes páginas de la obra. En el capítulo segundo se tratan los orígenes y antecedentes de las Bolsas. En él tienen especial interés las consideraciones realizadas con motivo del comentario de Confusión de Confusiones, primer libro escrito sobre Bolsa, obra en español de José DE LA VEGA. El capítulo tercero entra en el estudio de la reforma de los mercados de valores. La aproximación al tema lleva al autor a referirse a algunas de las experiencias más representativas en el ámbito internacional. Al ocuparse del caso español, cada uno de los mercados secundarios oficiales es objeto de una referencia específica. En el capítulo cuarto se hace una aproximación a la transformación de los mercados desde una perspectiva funcional y económica. Las ideas expuestas en los capítulos precedentes permiten entrar en el capítulo cinco, que es la parte central del libro, en la que se realiza un estudio detenido de cuantos elementos integran el nuevo Dere-

cho del Mercado de Valores. El capítulo seis mira hacia los nuevos mercados aparecidos en el sistema financiero, como los segundos mercados, los mercados paralelos, el "Nuevo Mercado" y lo que denomina mercados nuevos. En este sentido, su visión, un tanto escéptica, sobre algunas innovaciones como éstas, se anticipa a lo que en el momento de terminar este prólogo está ocurriendo en la Bolsa de Francia. El 21 de febrero de 2005, desaparecen los ya clásicos compartimentos Premier Marché, Second Marché y Nouveau Marché, para integrarse en L'Eurolist, única lista de valores cotizados, ordenados alfabéticamente, en el que sólo podrán distinguirse por su capitalización bursátil. Es una muestra más de la vitalidad de los mercados a la que el autor se refiere constantemente.

En distintos lugares del libro el autor deja clara la inspiración liberal de su pensamiento y denuncia el excesivo celo con que los supervisores públicos ejercen sus funciones de control de la actuación de los particulares en el mercado. Sostiene que las autoridades públicas, sean de la ideología que sean, siempre han sucumbido a la tentación intervencionista en el modo de ejercer su labor. Reconociendo la necesidad final de un control, se muestra más partidario de establecer unos márgenes amplios de actuación en libertad —orientada por las leyes de eficiencia del mercado—, y reservar el ejercicio de la autoridad para aquellos supuestos en los que verdaderamente se incurre en infracciones, evitando así que el afán fiscalizador del poder público se convierta en una sombra que dificulte los movimientos de los particulares en los mercados. El autor aboga por una regulación del mercado de valores menos fiscalizadora y, al mismo tiempo, rompe una lanza reivindicando la buena imagen de los mercados.

Ya son muchos los años invertidos por el autor trabajando dentro del mercado financiero. Parece que continuará dedicando a este mundo parte de su esfuerzo y entrega, pero ahora más centrado en su faceta de estudioso. No quiero entretener más tiempo al lector y le dejo adentrarse en las consideraciones contenidas en este trabajo, que no será el último salido de las manos de Álvaro GARCÍA DE LA RASILLA.

Alfonso MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad San Pablo-CEU