

## *La protección del inversor*

ADOLFO RUIZ DE VELASCO  
Agente de Valores  
Profesor de Derecho Mercantil ICADE

La protección al consumidor y usuario es, como todos ustedes han venido oyendo a lo largo de estos días, un mandato constitucional encuadrado, además, dentro de la filosofía emanada del Tratado de Roma y, en general, de todo el Derecho comunitario.

El texto básico fundamental del ordenamiento jurídico español, en esta materia, está constituido por la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios de 19 de julio de 1984, en cuyo artículo 12 se contempla un concepto de consumidor o usuario que me van ustedes a permitir leerles: «A los efectos de esta ley, son consumidores o usuarios las personas físicas o jurídicas que adquieren, utilizan o disfrutan, como destinatarios finales, bienes muebles o inmuebles, productos, servicios, actividades o funciones, cualquiera que sea la naturaleza pública o privada, individual o colectiva, de quienes los producen, facilitan, suministran o expiden.».

El inversor bursátil puede, en cierto modo, comprenderse dentro de este concepto cuyo análisis ha sido desarrollado en charlas precedentes a la mía. En efecto, se trata de un destinatario final de la actividad consistente en invertir en mercados financieros públicos o privados, que lleva a cabo en su nombre un banco, una entidad de crédito, una sociedad o agencia de valores o, en general, una entidad mediadora en cualquier tipo de mercado monetario, crediticio o financiero.

Si aceptamos la premisa que acabo de exponer resulta consecuente que toda la legislación protectora de la Ley de 1984 es aplicable, en toda su extensión, al inversor bursátil o al inversor financiero, siempre que éste sea el destinatario final de la actividad a que nos referimos y no utilice la inversión como un medio de desarrollo o de trabajo de su propia actividad empresarial.

Sin embargo, la LDCU no basta, con sus preceptos, para proteger adecuadamente al inversor financiero, dado que sus normas atienden más a las características de un mercado de bienes o servicios que a un mercado de inversión financiera.

De antiguo, la Bolsa es un mercado que ha venido gozando de una aureola de oscurantismo y misterio. Recordemos que el primer texto sobre Bolsa que se conoce fue escrito en Amsterdam en el siglo XVII por el español Joseph de la Vega con el curioso nombre de *Confusión de confusiones*. Ello se debe, entre otras muchas cosas, al hecho de ser poco conocidas las cosas que en ella se contratan. La Bolsa es, en efecto, un mercado de activos financieros, es decir el objeto de la misma consiste en papeles, títulos, que representan partes de un crédito o partes del capital de una sociedad.

Su valor no está constituido únicamente por la cantidad de dinero físico que representan, sino que, en gran medida se basa en aspectos subjetivos que son de muy difícil concreción en términos económicos precisos.

Cuando una persona quiere comprar una obligación, una opción o una acción, está dispuesta a pagar por ello una cantidad de dinero que depende no sólo del montante total de la inversión que pretende realizar, sino de las expectativas de futuro que para esa persona ofrece el receptor de la inversión, del funcionamiento del propio mercado y de la situación económica en general del país o de la región en que se desarrolla el mercado.

No es el momento de analizar los factores que influyen en el precio bursátil, ya que ello nos desviaría del objeto de nuestra exposición, pero sí quiero resaltar que estos factores sólo son asequibles después de un análisis pormenorizado que se fundamenta en técnicas económicas complejas y que, por lo mismo, no están al alcance de todos los posibles usuarios del mercado.

Conscientes de estas dificultades, los oferentes de activos financieros, desde los tiempos más remotos, trataron de explicar a los posibles inversores las características de los mismos, y los organizadores de los distintos mercados introdujeron técnicas de contratación más o menos sofisticadas que se adaptaban a su naturaleza.

Como se puede imaginar el oferente de activos financieros trata, por todos los medios, de convencer al inversor potencial de la bondad de su producto, aprovechando para ello su superioridad técnica sobre él, con lo que le es relativamente sencillo inducirle a engaño, o sorprender su buena fe.

Todas estas circunstancias indujeron a los organizadores de los mercados de activos financieros, desde su más remoto origen, a establecer sistemas que trataran de lograr la confianza de los inversores y de los usuarios del mercado. En efecto, el éxito de una Bolsa de Valores es tanto mayor cuanto más convencido está el que utiliza sus servicios de que el mercado es serio y dispone de mecanismos que le pueden proteger de quienes pretenden abusar de él debido a su ignorancia sobre la materia. Por esta razón se puede afirmar que la protección del inversor bursátil y, en consecuencia, la normativa sobre ella, es la pionera en las técnicas legislativas de defensa de los consumidores y usuarios. El sistema seguido por las distintas bolsas del mundo para proteger a los usuarios del mercado ha servido de pauta para los posteriores textos legislativos sobre defensa de los consumidores.

Nuestro ordenamiento jurídico contempla una serie de actuaciones que sirven de amparo y protección para los adquirentes de activos financieros y que sobrepasan a la legislación general sobre consumo y sobre los consumidores, en el sentido de que se puede afirmar que toda la normativa sobre mercados financieros se inspira en una filosofía protectora del inversor.

## A. INFORMACIÓN SOBRE EL PRODUCTO

El primer punto en el que es necesario proteger a un consumidor es la correcta y veraz información sobre las características del producto que pretende adquirir. Pues bien, cuando hablamos de mercados financieros, los productos que en ellos se adquieren sabemos que son acciones, obligaciones, derechos de suscripción, warrants, pagarés y letras a corto plazo, como activos que podríamos denominar *directos*, y opciones, futuros, índices, como productos que se conocen con el nombre de activos *derivados*. En todos ellos encontramos un denominador común: son productos creados por una entidad que pretende captar recursos líquidos del público para aplicarlos a sus necesidades particulares y que los remunerará con cargo a los beneficios que obtenga o a los gastos de su propia explotación. Por esta razón sólo puede conocerse el producto si se conoce la empresa que lo emite, su estructura financiera, su modo de administrarse y, en fin, su posición dentro del mercado en el que opera.

Esto significa que es preciso seleccionar los valores que se pueden contratar o, al menos, recopilar la información necesaria para que el inversor pueda estimar su precio. Para ello existen normas precisas que podemos resumir en la forma que sigue:

a) *Admisión a cotización*. Cuando una entidad pretende que sus productos financieros contraten en un mercado oficial debe, ante todo, solicitarlo y aportar la documentación necesaria para que los inversores puedan conocerlos. Esta documentación se concreta en los siguientes puntos:

1. Situación jurídica del empresario.
2. Situación financiera de la empresa durante los años anteriores.
3. Identificación de los administradores y directivos de la empresa.
4. Garantías sobre la existencia de un mercado real para los productos que pretenda contratar.
5. Compromiso de someterse a la disciplina de las autoridades del mercado.
6. Descripción precisa del producto.

Si lo que se trata es de contratar lo que hemos venido en llamar «productos financieros derivados», se requerirá que la propia institución del mercado determine en qué circunstancias se pueden emitir y contratar y qué garantías se precisarán sobre los mismos. Es decir, si un inversor quiere adquirir una opción de

compra, debe conocer en todo momento quién es el responsable de su cumplimiento y se le debe garantizar que ésta se ejecutará en los términos convenidos.

b) *Suspensión y exclusión de la cotización.* La protección del usuario no puede quedar limitada al hecho de informarle sobre la naturaleza del producto y de su emisor. Éste debe tener la certidumbre de poder contratar el producto en cualquier momento en condiciones normales. Por ello el mercado gozará de la facultad de interrumpir la contratación cuando la información en poder del usuario se ha visto distorsionada por una circunstancia imprevista que todavía no ha sido debidamente divulgada, o cuando observa que el emisor de los valores no facilita información suficiente o la que facilita no responde a la realidad. Esta conducta, que puede causar daños a los inversores, ya que, como consecuencia de ella, se ven desprovistos de su derecho de contratar, puede y debe sancionarse no sólo como una mera indemnización de daños y perjuicios, sino como una infracción contra los consumidores y contra el mercado, o como un delito contra los mismos.

Las autoridades del mercado pueden incluso excluir el producto del mercado, cuando esta conducta sea muy grave, y obligar al emisor a devolver sus inversiones a los usuarios.

La protección del inversor debe extenderse a aquellos supuestos en los que el propio emisor decide retirar sus productos del mercado, ya que se le priva de un derecho adquirido, el derecho de contratar. En este supuesto, el inversor vendrá obligado a comprar sus productos a un precio que no suponga pérdida para su propietario a través de una OPA.

Si nos referimos a los productos derivados, al ser el propio mercado quien garantiza su cumplimiento, son sus autoridades las que pueden suspender la celebración de nuevos contratos cuando, a su juicio, no se dan las circunstancias idóneas de contratación, de información o de liquidez necesaria. En estos casos, el inversor queda privado de un derecho complementario sobre sus títulos, pero sigue siendo libre para desprenderse de ellos cuando lo desee en el propio mercado.

c) *Información periódica.* Todos sabemos que una empresa es una institución dinámica que varía a lo largo del tiempo. Por ello el inversor no se sentiría protegido si la información que se le suministró al comenzar la contratación del producto no le fuera actualizada. Las entidades emisoras deben facilitar todos los datos que sean necesarios para conocer en todo momento su situación jurídica, su administración interna, su situación financiera y sus perspectivas de futuro.

Los mercados exigen que trimestralmente se comuniquen al público los balances y cifras de negocios significativos y, en el momento en que se conozca, cualquier dato que pueda influir en la estimación objetiva y subjetiva del precio como son las operaciones financieras que realice la emisora (ampliaciones y reducciones del capital, adquisición de otras empresas, cambio de su actividad, emisión de obligaciones, situación de su endeudamiento) y las alteraciones de otra índole (cambio de administradores, apertura de nuevos mercados, etc.).

Toda esta información debe venir adverada por expertos independientes, de ahí la obligación de auditar sus cuentas a que están sometidas todas las empresas cuyos títulos cotizan en Bolsa.

La falta de información periódica se sancionará como hemos dicho antes.

d) *Participaciones significativas.* Siendo la sociedad anónima, que no olvidemos es la entidad emisora más significativa de cara al mercado bursátil, una sociedad democrática y capitalista, la tenencia de acciones faculta a su poseedor para tomar decisiones que afecten a la vida de la sociedad. No estaría suficientemente protegido un inversor si no pudiera conocer las personas responsables de estas decisiones y el grado de influencia que tienen en la sociedad. Por ese motivo toda adquisición de acciones con derecho de voto que haga que el adquirente disponga de un 5% del capital o sucesivos múltiples, o que deje de disponer de ellos, debe ser puesta en conocimiento de la propia sociedad, de la sociedad rectora de la bolsa en la que sus acciones cotizan y de la CNMV. Esta información se pondrá a disposición de los accionistas que lo soliciten, se difundirá por las sociedades rectoras y se incorporará a los registros públicos de la CNMV. Idéntica información deberá ser suministrada por los administradores sobre sus propias adquisiciones con independencia de la cuantía. El incumplimiento lo sancionará la CNMV.

e) *Autocartera.* No quedaría completo nuestro pequeño análisis sobre la protección del inversor bursátil, en lo que se refiere al producto objeto de la contratación, si no citáramos las normas sobre autocartera. Sabido es que la adquisición de acciones propias por una entidad anónima es sinónimo de una descapitalización de la sociedad, lo que también ocurre cuando una compañía filial adquiere participaciones en el capital de su sociedad matriz. En este punto la protección deriva de la propia Ley de Sociedades Anónimas (TR de 1989), pero las normas sobre bolsa imponen la obligación de hacer públicas las cantidades que la entidad que cotiza mantiene en su activo por este concepto, así como la comunicación a la CNMV de toda adquisición igual o superior al 1% del capital. La LSA tiene la misma finalidad protectora cuando regula las participaciones recíprocas, pero en este punto las normas bursátiles no disponen nada.

## B. FORMACIÓN DEL PRECIO

El punto donde quizás un inversor bursátil requiere una mayor protección es el referente a la forma de determinar el precio del producto. No es el momento, ni disponemos de tiempo para ello, de analizar los distintos componentes que influyen en el precio de un valor como son los activos financieros que contratan en un mercado oficial.

Son desde luego, aplicables las normas de nuestros Códigos civil y de comercio sobre el contrato de compraventa a este respecto (libertad de pactos), y se

supone que el inversor dispone de la información necesaria para decidir por sí mismo el precio que quiere pagar u obtener en el activo objeto del contrato de compraventa.

Pero no es menos cierto que el manejo de toda la información suministrada requiere un mínimo de conocimientos técnicos que no posee todo el mundo, por lo que es natural la tendencia a ayudarse de un especialista en la materia que aconseje lealmente al inversor a este respecto.

Por otro lado, los precios de una Bolsa tienen el carácter de *oficiales*, lo que produce una serie de consecuencias jurídicas que tampoco podemos ahora detallar pero que influyen en aspectos fiscales y patrimoniales del inversor bursátil.

Todo ello ha impulsado al legislador, en aras a la seguridad jurídica, por un lado, y de cara a proteger al inversor, por otro, a tomar una serie de medidas que podemos resumir de la forma siguiente:

a) *Miembros del mercado*. A lo largo de la historia todos los mercados financieros han tenido buen cuidado de seleccionar a las personas que podían intervenir en ellos. Con ello no tenían otra intención que no fuera la de garantizar a los potenciales inversores sobre la seriedad y la profesionalidad con que se hacían las compraventas en Bolsa. Los inversores acudían al mercado en tanto mayor número cuando más seguros estuvieran de la correcta actuación de los miembros del mercado y con la confianza de saber que, en última instancia, las autoridades del mercado les protegían contra las conductas no deseadas de estas personas.

De esta forma quien deseaba acudir a un mercado, debería valerse de los servicios de un miembro del mismo de modo obligado y si no lo hacía así debería contratar al margen del mercado y por su cuenta.

Todo inversor sensato, que no conociera bien el producto objeto de su inversión, utilizaba este procedimiento y sólo se separaban del mismo aquellos que por sus conocimientos económicos y jurídicos se sentían capaces de contratar por sí mismos.

Nuestra LMV de 1988 ha llegado a límites únicos en esta materia, ya que prohíbe, bajo pena de *nulidad*, toda transacción, de cualquier naturaleza que sea, sobre activos financieros contratados en Bolsa, si no se lleva a cabo por medio de un *miembro del mercado* o, al menos, si no se pone en su conocimiento.

De esta forma, el contrato de compraventa realizado sobre valores que contratan en Bolsa pierde su naturaleza consensual y se perfecciona únicamente con la intervención mediadora de un miembro del mercado. La nulidad establecida por el artículo 24 de la LMV es una forma de protección al usuario que, a mi juicio, resulta exagerada y, en ocasiones contraproducente. En efecto, no se comprende bien por qué un usuario (inversor) no puede libremente transmitir sus acciones u obligaciones sin acudir a intermediarios a un precio libremente pactado, sobre todo si comprador y vendedor son expertos en la materia, salvo que la ley oculte un *transfondo de naturaleza fiscal*. En otros países esta operatoria es perfectamente correcta y si en ella cualquiera de los contratantes abusa del otro, la legislación

común más las normas protectoras del usuario, son suficientes para solventar los problemas que se suscitan.

En todo caso hubiera sido deseable que la necesaria intervención del miembro del mercado, lo fuera a tenor del artículo 1258 del Cc, es decir, ser un requisito *ad probationem* al que pudieran compelerse los contratantes para efectuarlo como en el caso de la compraventa de bienes inmuebles.

Alternativamente, el legislador podría haber optado por no autorizar el ejercicio de los derechos incorporados a los títulos o la posterior venta en un mercado oficial mientras no se cumpliera el formalismo, pero en modo alguno por la *nulidad radical* del contrato.

Cuando el título de transmisión no es la compraventa, esta última es la solución de la LMV, por lo que los fedatarios públicos que autoricen las transmisiones deben poner en conocimiento de un miembro del mercado la transmisión efectuada para su toma de razón, lo que significa un coste adicional de transmisión que en nada beneficia al inversor.

Recordemos que si las acciones de una compañía española que cotice en Londres, por ejemplo, se transmiten conforme a la legislación inglesa, que no obliga a la intervención de un miembro del mercado en todos los supuestos, el adquirente resultaría propietario de sus títulos sin ningún problema, por lo que el inversor español está en situación desventajosa con respecto al extranjero.

Siendo ésta la situación en España, los intermediarios bursátiles son las sociedades o agencias de valores que sean miembros de una sociedad rectora de un mercado oficial. En este punto, el legislador trata de proteger el inversor a través de los siguientes puntos:

1. Obligando a que las sociedades y agencias de valores tengan una solidez financiera fuerte, para lo que se exigen unos requisitos de capital y fondos propios que en todo momento determinan las disposiciones vigentes.
2. Seleccionando, con criterios de idoneidad y profesionalidad, las personas que pueden dirigir y administrar estas sociedades y tener en ellas participaciones significativas.
3. Estableciendo un sistema de control e inspección sobre ellas a través de la CNMV.
4. Obligando a estas entidades a crear un fondo de garantía que quede afecto al cumplimiento de las obligaciones que asumen frente a sus clientes y entre ellas.

Estos requisitos son tanto más importantes cuanto que como hemos dicho, su intermediación es obligatoria en las transacciones sobre activos financieros que contraten en Bolsa.

b) *Sistemas de contratación.* Sabido es que en un sistema de economía de mercado, el precio más justo se produce cuando el mayor número de ofertas o demandas sobre un mismo producto se tienen en cuenta para su fijación. Por este

motivo se intenta proteger al inversor estableciendo una forma de fijar los precios que intente conseguir ese principio económico.

Los sistemas de fijar precios en un mercado oficial vienen determinados por las autoridades del propio mercado pero están sometidos a una normativa que ha de ser conocida por todos y supervisada por dichas autoridades y, en última instancia, por la CNMV.

Cuatro son los sistemas que hoy día se practican y tienen su origen en usos muy antiguos:

1. El sistema de contratación a viva voz, que consiste en que se reúnan oferentes y demandantes en un mismo lugar, manifestando públicamente sus posturas. Este procedimiento, útil durante muchos años, no se adapta al voluminoso tráfico de los momentos actuales, puesto que un ser humano no puede abarcar en pocos segundos todas las posturas existentes. Por ello hoy se limita a activos financieros de reducido volumen de contratación.

2. El mercado continuo. Las técnicas de la informática han venido a suplir las necesarias limitaciones físicas del sistema descrito anteriormente. Se permite, con este medio, conocer todas las posturas existentes en un momento dado y, además, se puede contratar de modo ininterrumpido a lo largo de veinticuatro horas.

Con el sistema se agilizan los procesos de contratación, dotando de una mayor fluidez y eficacia al mercado y posibilitando unos mayores volúmenes de contratación, así como una mejor y mayor difusión de la información del mercado en tiempo real. Se consigue así una mejor protección del inversor, ya que se le proporciona transparencia (en todo momento puede conocer las mejores posiciones del mercado), se le sitúa en un plano de igualdad con todos los operadores y se consigue la unidad de mercado, al concurrir al mismo la práctica totalidad de la oferta y la demanda, lo que conforma una más correcta formación de los precios.

El sistema permite conectar mercados que se hallan en plazas lejanas, lo que en España se consigue a través del sistema de interconexión bursátil y consiste en introducir en pantalla las diferentes posturas existentes de forma que el contrato se puede acordar eligiendo la que más interesa en cada momento y permite alterar la posición, en tanto en cuanto no haya sido aceptada, en todo momento.

3. El sistema de cajas. Es un sistema, también antiguo, que fue el precursor del anterior. Consiste en introducir las ofertas y las demandas en un cajón y elegir el precio al que se realizan o satisfacen un mayor número de ellos.

El sistema no permite más que la determinación de un precio y la transparencia absoluta sólo se consigue al conocerse el precio.

4. Sistema de oposiciones. El sistema es parecido al anterior, pero las posturas se manifiestan en un panel, existiendo una sociedad de contrapartida, miembro del mercado, que se compromete a proporcionar la contrapartida en unos determinados límites.

Los sistemas de contratación se complementan con una medida, cuyo alcance es una auténtica garantía para el usuario, que consiste en la posibilidad de inte-

rrumpir en casos de urgencia, la contratación de modo temporal. En Bolsa esta medida es fundamental para no sorprender la buena fe del inversor. En efecto, los rumores sobre determinados acontecimientos que afectan a la empresa emisora de los valores mobiliarios, o a la economía general del país, pueden causar temores o esperanzas que desemboquen en una avalancha de posturas vendedoras o compradoras. Con buen criterio, en estos casos, se permite que la contratación se pueda suspender hasta que se confirme el rumor o se conozca la verdadera naturaleza del mismo y el alcance que tiene. De esta forma el inversor no queda atrapado por una noticia que a lo mejor no se confirma, y tiene medios para no actuar de forma que resulte irreversiblemente perjudicial para sus intereses.

c) Formados los precios es preciso *difundirlos* en el más breve tiempo posible. En el sistema de mercado continuo el precio se conoce al instante en el mismo mercado, pero quien invierte necesita conocer los precios de otros mercados, para saber cuál de ellos le conviene más. La protección del inversor exige que el conocimiento de los precios de los distintos mercados en tiempo real no sea un privilegio de unos pocos especializados en ello, sino que sea una información asequible para todos en igualdad de condiciones. Por ello las bolsas difunden sus precios a otros mercados en el momento de producirse y a las redes de difusión de información que se organizan alrededor del mercado.

El conocimiento público y real de los precios es pieza fundamental para los inversores en los mercados de productos derivados cuyos precios tienen como base precisamente las cotizaciones bursátiles.

d) *Estadísticas bursátiles*. Las bolsas completan la información al inversor, y con ello le consiguen un medio eficaz para tomar sus decisiones, elaborando estadísticas sobre el comportamiento histórico de los precios y volúmenes de contratación. Con ello los inversores, interpretándolas por sí mismos, o a través de especialistas, pueden diseñar su plan de inversiones con más eficacia. La CNMV cuida que las estadísticas sean reales y no ficticias, que puedan ser asequibles a todos y, en la medida de lo posible, que sean claras y comprensibles para un gran número de personas.

### C. EL CONTRATO DE COMISIÓN BURSÁTIL

Como he venido diciendo, la compraventa en un mercado oficial sólo es posible a través de un miembro del mercado. Ello significa que el inversor debe contratar con ese miembro para llevar a cabo su actividad inversora. Los contratos de esta naturaleza están sometidos a los principios generales de protección a los consumidores y usuarios para evitar el abuso del miembro de la bolsa o del mercado sobre su cliente, el inversor, mucho menos técnico en la materia.

Esta realidad nos obliga a tratar de indagar la naturaleza de ese contrato, para analizar después los sistemas de protección con los que cuenta el inversor.

Ante todo, la inversión se produce de forma originaria o de forma derivada, es decir, el usuario inversor puede adquirir sus activos en el momento de crearse éstos (forma originaria) o como consecuencia de un contrato de adquisición de propiedad como la compraventa, la permuta u otros similares. Esto nos lleva a hacer una pequeña enumeración de las distintas operaciones bursátiles y tratar de ver, en cada una de ellas, las normas que protegen al inversor.

#### a) Operaciones bursátiles

1. En su forma *originaria* el inversor puede adquirir sus activos financieros directamente de la entidad emisora, bien porque ésta los coloque entre el público a través de una Oferta Pública de Venta, o bien porque lo haga a través de una ampliación de su capital. No menciono el caso en que un inversor es fundador de una sociedad porque esta operación no es bursátil ni se canaliza a través del mercado, pero sí que quiero tener en cuenta el caso en que una sociedad se funda por el proceso de fundación sucesiva y los promotores ofrecen al público, en calidad de suscriptores, las acciones de la futura sociedad.

Pues bien, en todos estos casos, la LMV y la LSA exigen que la entidad oferente publique un folleto informativo, a coste de ella, asequible de forma gratuita al posible usuario que contenga todos los pormenores de la operación. El folleto debe ser supervisado por la CNMV, publicado en Registros Públicos y, a parte de tenerlo a disposición del inversor, darle una publicidad adecuada. La CNMV debe asegurarse de que la OPV concede igualdad de oportunidades a todos los posibles inversores (normas de prorrateo, etc.).

La medida se completa con el hecho de obligar a que la adquisición se haga a través de un miembro del mercado, o bien a través de una entidad de crédito. Este principio tiene tres excepciones, que resultan lógicas: el caso de la fundación sucesiva cuando los promotores no utilizan los servicios a que me he referido, el de una ampliación de capital, en los mismos supuestos, o cuando los títulos se ofrecen, como suele ser habitual, a los antiguos accionistas o a los titulares de obligaciones convertibles.

La OPV puede que no sea una forma originaria de adquirir la propiedad de las acciones, en cuyo caso si el oferente es titular de acciones ya cotizadas, el mediador ha de ser un miembro del mercado, o por lo menos éste ha de tomar razón de la operación.

2. En su forma *derivada* la forma de adquirir la propiedad de los activos financieros puede ser a través de una compraventa o bien por medio de otro tipo de acto jurídico.

1.º) Toda compraventa bursátil sólo puede ser convenida entre dos personas que tengan la condición de miembros del mercado, los cuales actúan en el contrato en nombre propio y por cuenta ajena, quedando responsables uno frente al otro y de cara a la sociedad rectora del mercado del cumplimiento de la operación. Esta

normativa tiene como fin primordial la protección del inversor, el cual sabe que su único interlocutor válido es la persona a quien ha encargado su compra o su venta y de este modo, en su caso, no tiene por qué reclamar, litigar ni discutir con personas que no conoce y a las que sería difícil acceder o con las que no resultaría fácil comunicarse.

Pero la compraventa bursátil puede revestir distintas formas, como son las operaciones de crédito, las OPA, las operaciones de report-deport, las de prórroga, las operaciones de arbitraje, las operaciones de futuro o, en algunos casos, como he dicho antes, las OPV.

Todas estas operaciones, que como ustedes pueden entender no es posible pormenorizar en este momento, requieren una serie de garantías, fechas y plazos para su cumplimiento y, en este sentido, el inversor queda protegido por la propia Bolsa que determina el volumen de las garantías, la forma de constituirse y las fechas y plazos de su cumplimiento, exigiéndolas del miembro del mercado. Estas normas se han de aplicar por igual a todos los contratos de la misma naturaleza, deben ser públicas y conocidas por todos, y han de contar con el visto bueno de la CNMV. De esta forma el inversor dispone de todos los elementos necesarios para evaluar el coste y riesgo de su operación y cuenta con la seguridad de su cumplimiento.

2.º) Si se trata de operaciones que no son compraventa, como la permuta, la donación, la herencia, la adjudicación de bienes, las fusiones, los embargos, etc., pueden realizarse a través de intermediarios que no sean miembros de la Bolsa, en cuyo caso la protección del inversor se deriva de la forma de actuar a que está sujeto el intermediario correspondiente, pero el mercado tiene un último campo de protección que consiste en la toma de razón de la transmisión por parte de un miembro del mercado, el cual puede rechazar la transacción porque no cumpla los requisitos exigidos por el ordenamiento jurídico, no pudiendo el adquirente ejercitar sus derechos.

3. En lo referente a los activos derivados, como las opciones, los futuros o los índices, la normativa protectora española se manifiesta en una doble vertiente: por un lado es necesario efectuar el contrato originario con la sociedad rectora del mercado, lo que garantiza su cumplimiento exacto el día de su vencimiento, así ocurre con las opciones y los futuros financieros, y con los índices, y por el otro, los plazos y fechas de ejecución de las opciones y los futuros están predeterminados y publicados por la propia institución bursátil que, además, determina las garantías a cumplir, tanto las iniciales como las complementarias, y la forma de constituirse.

A mayor abundamiento sólo los miembros del mercado pueden efectuar las transacciones, con lo que se aleja la posibilidad de que el inversor sea sorprendido en su buena fe.

De lo que acabo de exponer se deduce la necesidad de que el inversor acuda a los servicios profesionales de un miembro del mercado para poder llevar a cabo su actividad. Para ello debe celebrar con él un contrato de comisión mercantil. No se

trata de una mediación o corretaje, aunque el contrato tenga algún punto de contacto con esta figura, como es la obligación de guardar el secreto profesional, tal y como el nombre de intermediarios financieros asignado a los operadores bursátiles podría hacernos pensar. Es una comisión sometida a lo dispuesto en los artículos 244 y siguientes del C. de c.

Esta regulación se complementa con normas propias de la operatoria en mercados financieros oficiales que tienen la finalidad de proteger al inversor en sus relaciones con las personas que actúan en dichos mercados. Estas normas son las que trataré de esbozar en los puntos que siguen.

b) *El comisionista.* No puede cualquier persona aceptar una comisión para canalizar inversiones sino sólo aquellas que el legislador permite y que, por ello están sometidas a la disciplina del mercado de valores. Se trata de las sociedades y agencias de valores, bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, sociedades mediadoras del mercado del dinero, entidades gestoras de deuda pública anotada y corredores colegiados de comercio.

Ahora bien, sólo los que sean miembros de un mercado pueden ejecutar una operación por lo que el inversor se encuentra protegido por un doble contrato de comisión. En efecto se trata de un contrato que efectúa con la persona a quien encarga la inversión, que se rige por las normas generales del contrato de comisión, si bien con una excepción importante: debe subdelegar el cumplimiento de la orden en otro comisionista autorizado para actuar en el mercado con quien, a su vez pacta el contrato específico de comisión bursátil. Este comisionista debe informar al cliente-comitente de la posibilidad que tiene de acudir directamente al mediador bursátil, para abaratar el coste de su inversión, y si éste decide actuar a través del primer comisionista asumirá, frente al cliente, las obligaciones típicas de la comisión bursátil.

De este modo queda protegido por las leyes del mercado frente a los dos comisionistas. Como ya he dicho, el comisionista actúa en nombre propio y por cuenta ajena, es decir, queda responsable del cumplimiento del contrato frente al otro miembro del mercado con el que contrató y frente al primer comisionista, sin que el cliente deba preocuparse de ulteriores reclamaciones activas y pasivas en este sentido, pero los efectos reales del contrato se transmiten al cliente-comitente.

El comisionista o los comisionistas garantizan la operación, la cual tiene obligación de aceptar en los términos del artículo 248 del C. de c., y aseguran al cliente el cumplimiento de la orden sin la comisión adicional del artículo 272 del C. de c.

Sólo se puede rechazar la orden si no se le acredita la titularidad de los valores o se le provee de fondos y está obligado a hacerlo cuando no cumple los requisitos legales. El comisionista o comisionistas responden de los daños y perjuicios causados a tenor de lo dispuesto en el C. de c., pero, además, el incumplimiento de sus obligaciones se considera falta grave y podrá ser sancionado por la CNMV de acuerdo con la LMV, sobre todo si no defiende ante todo los intereses del comitente, incluso postergándolos a los suyos (art. 78 de la LMV). Debe además seguir las normas impuestas por los códigos de conducta y reglamentos discipli-

narios establecidos por las normas, los reglamentos bursátiles y las asociaciones de intermediarios.

c) *Órdenes de Bolsa*. El contrato de comisión nace cuando una persona encarga a otra la ejecución de una actividad jurídica y basta para ello la pura y simple prestación del consentimiento, ya que se trata de un contrato consensual. Sin embargo, la comisión bursátil, para mejor defensa del inversor, se encuentra tipificada bien por los usos del mercado o bien por la ley. Ello significa que el contenido del mandato viene predeterminado, de forma que comitente y comisionista conocen claramente cual es su obligación sin necesidad de discusiones o preámbulos que podrían inducir a errores o abusos.

Así, existen órdenes «por lo mejor» que son las que se ejecutan o deben serlo al mejor precio que pueda el comisionista, órdenes «limitadas» en las que el intermediario debe respetar el precio fijado por el comitente o conseguir uno mejor, órdenes «alrededor» que significan un punto arriba o abajo del precio fijado, órdenes «al harán», es decir, al cambio oficial medio del día, u órdenes «char-artistas» en las que el comisionista podrá comprar o vender si el precio sube de una cierta cifra o baja de esa cifra. También existen órdenes válidas durante la sesión, hasta determinada fecha, hasta el fin de la semana en curso o hasta el fin del mes. Existen órdenes *immediate or cancel, fill or kill*, limitadas a una cuantía, ligadas, cuidando, etc. Todas estas modalidades son un paso más en la protección del inversor que sabe qué es exactamente lo que debe cumplir su comisionista.

Además la orden ha de ser escrita (*ad probationem*), a través de documentos privados y si se hace de forma oral debe confirmarse posteriormente o aceptar (quince días) el comitente la operación hecha por el comisionista. De este modo el inversor dispone siempre de la prueba de su contrato y podrá exigir la responsabilidad civil o administrativa que proceda de su comisionista.

d) *Aplicaciones*. Uno de los puntos más peligrosos para un inversor es lo que se conoce con el nombre de «Aplicaciones» en el argot bursátil. Se trata de la posibilidad de un comisionista de cruzar operaciones de inversión de unos clientes con otros. Fácilmente se comprende que esta técnica puede llevar consigo un doble perjuicio para el que invierte. Por un lado le es fácil al comisionista no afanarse en exceso por buscar a su comitente el mejor precio posible, y de otro se sustrae al mercado un volumen de activos que pueden influir en el volumen de oferta o demanda, y todo ello sin tener presente que uno de sus dos clientes podría resultar privilegiado con respecto a otros inversores si el mercado no llegara a cubrir la totalidad de la oferta o la demanda.

Por esta razón, los miembros de los mercados financieros no pueden «aplicar» órdenes de signo contrario salvo que cumplan los siguientes requisitos:

1) Que el precio no sea superior al más alto incrementado en un 5% ni inferior al más bajo aumentado en ese mismo porcentaje, del cambio medio ponderado y del cambio de cierre.

2) Que el importe mínimo efectivo sea de 50 millones de pesetas y represente, al menos, un 20% del volumen medio de contratación diaria del valor del que se trate en el último trimestre cerrado.

3) Que no se hayan agrupado órdenes de distintos clientes y provengan de una sola persona que tenga poder de decisión sobre la compra y la venta.

Fuera de estos límites de precios se precisará una autorización de la comisión de contratación del Sistema de Interconexión Bursátil, que es la que vigila el cumplimiento de las normas del mercado continuo, la cual podrá otorgarse si se cumplen estas circunstancias:

1) Que el importe mínimo sea superior a 250 millones de pesetas efectivas o al 40% de la media diaria de contratación del valor durante el último trimestre.

2) Que se trate de operaciones derivadas de fusiones o adquisiciones o relativas a procesos de reorganización de un grupo empresarial.

3) Que se trata de compraventas consecuencia de acuerdos encaminados a poner fin a conflictos o integrados por una pluralidad de contratos relacionados entre sí.

4) Que concurra alguna otra circunstancia extraordinaria a juicio del órgano autorizante.

Estas operaciones se comunicarán a la sociedad rectora y se publicarán a través de sus pantallas para general conocimiento.

También serán autorizadas las operaciones especiales derivadas de la ejecución de contratos de opciones sobre acciones y debidamente publicadas.

e) *Contrapartidas*. Sabemos que el C. de c. español prohíbe la autoentrada del comisionista en los contratos de comisión (art. 267 del C. de c.), pero la LMV (arts. 36.b y 47) permite la actuación por cuenta propia de las Sociedades de Valores.

Tratando de proteger al inversionista de esta actuación, que por otro lado puede beneficiar al mercado, por cuanto con ella se da lugar a los creadores del mercado o especialistas, el mencionado texto legal exige que quede constancia por escrito de que el cliente ha conocido previamente esta circunstancia porque se la comunicó su comisionista. Si no consta de este modo se considerará como infracción muy grave, sin perjuicio de la responsabilidad por daños del miembro del mercado frente a su comitente.

La LMV obliga, en estos casos, a dar prioridad a los intereses del cliente y prohíbe la operación cuando el comisionista disponga de otros comitentes que le hubieran solicitado los valores en iguales o mejores condiciones, y prohíbe anteponer la venta de valores propios cuando otros comitentes han ordenado vender los mismos valores en iguales o mejores circunstancias.

De esta forma el inversor está en situación de rechazar la autoentrada del comisionista o de pactar con él las condiciones en que desee hacerlo.

f) *Liquidación de operaciones.* Quizás sea éste uno de los campos donde la protección al inversor ha sido proverbial por parte de las Bolsas desde los albores de su existencia. Los mercados nunca han dejado libertad para ejecutar los contratos sino que siempre han sido celosos y minuciosos en el cumplimiento de una normativa tendente a que el vendedor recibiera el precio en un tiempo razonable y el comprador sus títulos en un plazo igualmente razonable.

Además, la ejecución de un contrato, típicamente consensual, es urgente que se efectúe en el menor tiempo posible para que el comprador pueda volver a vender sus títulos y el vendedor volver a invertir si así lo desea.

El problema de ejecutar operaciones de Bolsa se complicó mucho a partir de la década de los sesenta como consecuencia del gran número de títulos de una sociedad que hacía lento el manejo de los mismos e imposibilitaba la entrega de ellos en un breve lapso de tiempo.

No disponemos de tiempo para analizar en detalle los remedios que se han venido seguido a lo largo de los años en otros países y en el nuestro. En el momento actual la situación en España la podemos resumir como sigue:

1) Los propietarios de títulos representativos de sus inversiones en el mercado financiero, cuando estos títulos son objeto de contratación en el mismo, queden si no de derecho, al menos en la práctica obligados a depositarlos en una entidad que sea miembro del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores al que luego me referiré. Si no lo hiciera así su actuación en Bolsa se vería notablemente mermada.

2) Los títulos dejan de individualizarse y se convierten en bienes fungibles, en el sentido jurídico del término, sustituyéndose su soporte físico tradicional de papel por un soporte físico de naturaleza informática: la anotación en una cuenta.

3) Se crea un Servicio de Compensación y Liquidación de Valores al que se pueden adherir como miembros todas las personas físicas o jurídicas autorizadas a ser depositarios de títulos valores que contraten en Bolsa. Hemos de advertir que no todo ciudadano puede realizar este contrato, sino sólo los permitidos por la Ley, salvo que realicen un subdepósito posterior.

4) El SCLV deberá abrir una cuenta de títulos a cada entidad adherida en la que especificará los distintos tipos de valores recibidos en depósito, y la entidad adherida deberá hacer lo mismo con cada uno de sus depositantes.

5) Si el día en que se han de entregar los títulos al comprador (al siguiente a realizarse la operación si ésta es de contado), la entidad adherida no dispone de saldo de títulos suficientes, el SCLV procederá a obligarle a realizar un préstamo de dichos títulos, al tipo de interés fijado previamente. El prestamista podrá ser otra entidad adherida, con títulos propios o de sus clientes depositantes si así lo autorizamos.

6) Si no es posible el préstamo, el SCLV recomprará los títulos debiendo la entidad adherida, siempre que se retrase en la entrega, constituir un depósito gratuito actualizado día a día por cantidad equivalente a la diferencia entre el valor de cotización del día anterior y el precio satisfecho por el comprador. Este depósito es también obligatorio cuando el préstamo de títulos se demora.

7) La liquidación de efectivos se producirá mediante abonos y cargos en las cuentas de tesorería abiertas en el Banco de España. Si no existieran fondos se procederá contra la fianza colectiva que después mencionaré.

Con este sistema todo inversor queda garantizado por la propia Bolsa o mercado del cumplimiento de su contrato, al menos lo queda su comisionista, lo que se garantiza aún más con las sanciones que se pueden imponer a los incumplidores.

No obstante hemos de advertir que el sistema, en aras a favorecer al inversor en lo referente al cumplimiento de su contrato, limita sus facultades jurídicas, ya que le obliga a realizar un contrato de depósito y le impide poseer físicamente los títulos objeto de su inversión. He de manifestar que en otros países se es más respetuoso con la libertad del inversor en este punto, permitiéndole actuar por sí mismo y a su propio riesgo. Quizás sean los eternos miedos fiscales de nuestros legisladores los que hayan aconsejado este sistema para los mercados españoles puesto que con los medios informáticos actuales no sería difícil que el inversor que lo deseara fuera su propio depositario y pudiera actuar en el sistema.

g) *Transmisiones extrabursátiles.* En este punto la protección del inversor, seguida por nuestro ordenamiento jurídico, raya en lo que podríamos definir como rizar el rizo. En efecto, cualquier operación sobre activos financieros que contratan en un mercado oficial requiere la comunicación a un miembro del mercado para su toma de razón.

Ha de entenderse que la toma de razón se requiere como un elemento del contrato necesario exclusivamente a efectos de transparencia del mercado, pues si no carecería de razón de ser. Las consecuencias del incumplimiento son sólo para el adquirente del activo que no podrá disfrutar de los derechos inherentes a los valores objeto de su inversión. Esto obliga a notarios, secretarios judiciales y otros mediadores a comunicar la operación a un miembro del mercado para que éste acepte la operación y, en su caso, comunique a quien sea pertinente si el adquirente ha adquirido una participación significativa.

El único punto en el que el inversor queda protegido con este sistema es en el de estar informado de la operación y en saber si el adquirente puede o no controlar la sociedad. En lo demás se derivan para él más perjuicios o inconvenientes que otra cosa. En efecto, supone para él un coste adicional, la seriedad de un notario o secretario judicial es superior a la de un miembro del mercado, por lo que la toma de razón es para él un acto perfectamente inútil, y, además, la LMV supone para él una limitación para contratar que carece, en realidad, de justificación.

En defensa del legislador se puede decir que su intento fue evitar el fraude consistente en que los miembros del mercado operaran al margen de él amparándose en la libertad de contratación, y en la intención de llevar al mercado el mayor número posible de ofertas y demandas. Sin embargo, personalmente creo que este objetivo era alcanzable sin limitar la libertad de contratación.

Las operaciones con toma de razón, que teniendo la consideración de aplicaciones especiales no precisen autorización, pueden efectuarse mediante una comu-

nicación por fax, pero las que requieran autorización para su validez, deben ser autorizadas previamente por la Comisión de Contratación de la Sociedad de Bolsas que lo hará si cumplen alguno de los requisitos que hemos visto. No creo que esta operativa sea posible cuando se trate de donaciones o herencias autorizadas por notario, ya que difícilmente este organismo puede contradecir los efectos de la fe pública. En la adjudicación judicial no se plantea este problema porque en los casos de embargo de activos financieros el juez debe ordenar la venta de los mismos a través de un miembro del mercado. No obstante observamos que no se podrán adjudicar los mismos al acreedor embargante si no se cumplen los requisitos de la autorización.

#### D. CONSECUENCIAS JURÍDICAS

El legislador protege también al consumidor, es este caso inversor bursátil, otorgando unos efectos jurídicos peculiares a los contratos celebrados en los mercados oficiales. Estos efectos se materializan en una serie de consecuencias *reales*, y otras de tipo obligacional.

a) *Irrevindicabilidad*. Los activos adquiridos a través de un miembro del mercado oficial, así como el precio recibido, resultan irrevindicables, es decir, su propietario real no puede perseguirlos contra el comitente del mediador bursátil. Este efecto se produce dentro del tráfico mercantil en la transmisión de valores mobiliarios al portador (art. 545 del C. de c.); en las compras efectuadas en establecimientos abiertos al público, en ferias o en mercados, artículo 85 del C. de c., y en las transacciones formalizadas entre fedatario público (art. 93 del C. de c.).

Con anterioridad a la LMV, el efecto se producía por el carácter de fedatarios públicos de los agentes de Cambio y Bolsa. Tras la promulgación de la LMV, como quiera que las sociedades y agencias de valores no están revestidas de la fe pública, el efecto deriva de su adquisición en un mercado oficial, y por disposición expresa de la citada ley.

b) *Responsabilidad derivada del contrato*. Ya he dicho que en las compraventas celebradas en un mercado oficial la responsabilidad por el incumplimiento del contrato recae sobre el miembro del mercado sin que el comitente de su contraparte disponga de acción alguna contra él ni éste contra dicho comitente.

Por otro lado la entidad rectora del mercado vigila celosamente el cumplimiento del contrato en sus propios términos, sancionando si es preciso al miembro incumplidor. En los mercados de activos derivados, como las opciones y los futuros, dicha entidad es la contrapartida obligatoria.

Con este procedimiento todo inversor tiene la certeza de que su operación se va a cumplir y, en consecuencia, su postura jurídica queda limitada a su relación con su comisionista en donde se encuentra protegido en la forma que ya he venido exponiendo.

c) *Fianza bursátil*. Para garantizar al máximo que los miembros del mercado cumplan sus obligaciones es preciso que presten de alguna manera una garantía que cubra las irregularidades de su actuación. La normativa vigente se preocupa de que las entidades que intervienen en los mercados financieros tengan una sólida estructura económica. Para ello se les exige una cuantía mínima de capital, unos recursos propios que deben estar en concordancia con el volumen de operaciones que intermedian, y un sistema contable adecuado que permita analizar su situación económica en todo momento y conocer la cuantía de sus riesgos.

Todos estos extremos deben ser controlados por la sociedad rectora del mercado y, sobre todo, por la CNMV, para lo que se obliga a proporcionarles información periódica sobre estos pormenores más toda la necesaria para poder llevar a cabo su actividad controladora e inspectora.

Pero con ello no resulta suficiente puesto que un incumplimiento contractual o un perjuicio causado sólo son reparables en dinero y por ello los miembros de un mercado deben prestar una fianza en metálico o activos de inmediata liquidez que administra y vigila la CNMV. La cuantía de esta fianza está en relación con el volumen de operaciones intermediado por el miembro del mercado y queda afectada al cumplimiento de las operaciones contratadas en Bolsa. La fianza prestada tiene carácter solidario, lo que significa que el montante total de las fianzas de todos los miembros de un mercado responden del cumplimiento de la totalidad de los contratos.

La no prestación de esta fianza o el no prestarla de forma completa supone una infracción muy grave y el miembro que incurra en ella, puede ser suspendido de su actividad en el mercado.

Nuestro legislador no ha afectado esta fianza a las obligaciones asumidas por un miembro del mercado frente a sus comitentes por lo que en este punto su protección ha quedado disminuida con respecto a la situación anterior a la promulgación de la LMV, ya que la fianza solidaria de los Agentes de Cambio y Bolsa estaba afecta a estos fines.

Los inversores pueden reclamar a sus comisionistas, que asumen la responsabilidad propia de una sociedad anónima, pero nada más, si bien en la certeza absoluta de que su contrato ha sido cumplido, es decir, de que ha recibido los títulos objeto de la contratación o el dinero, con lo que podrían iniciar acciones penales por apropiación indebida. Del mismo modo esta certeza les hace intervenir en la quiebra del comisionista en la situación del comitente que tiene bienes o dinero en la masa del quebrado (art. 909.4 del C. de c.).

## E. VIGILANCIA Y CONTROL

El primer aspecto en el que se produce la vigilancia y control sobre los mercados financieros y, por lo tanto, en el que se pretende proteger al inversor es en el de la creación de los mercados. Hemos de señalar, no obstante, que todas las normas que voy a analizar, en este mi último apartado, tienen como finalidad últi-

ma esa función, ya que la vigilancia lo es para que el mercado funcione correctamente y el inversor no se sienta perjudicado al acudir al mismo.

a) *La creación de mercados.* En un sistema de economía de mercado como el que preconiza la Constitución Española de 1978, cualquier persona puede crear un mercado. Es más, los economistas saben que el mercado se deriva naturalmente de la actuación de los empresarios con el mundo exterior. Es decir, cada vez que un empresario ofrece sus productos al público y éste está dispuesto a comprarlos se está creando un mercado.

Del mismo modo cada vez que una sociedad o entidad ofrece al público títulos representativos de la inversión realizada en su propia empresa, está creando un mercado que después se continúa en las transacciones sucesivas que los inversores hacen entre ellos o con nuevas personas.

Pero este concepto económico del mercado no se sistematiza por el derecho hasta que no queda, de alguna manera, reglamentado. En el momento en que el mercado genéricamente considerado, se autolimita a un lugar o se circunscribe a una forma de operarse o simplemente se oficializan jurídicamente las transacciones celebradas en él, sin perder su carácter económico, adquiere una dimensión jurídica, ya que los efectos de las operaciones no son sólo los propios de un contrato, recogidos en los códigos de Derecho privado, sino que adquieren trascendencia a efectos fiscales, sucesorios o de otra índole querida por el legislador.

Precisamente para proteger a cualquier inversor se regula el mercado bursátil, se determinan los efectos jurídicos de sus operaciones en todos los ámbitos y se dictan norma sobre su funcionamiento que sean conocidas por todos, procurándose que puedan acceder a él todos los que lo deseen en igualdad de circunstancias.

Como los efectos jurídicos de las operaciones de un mercado son públicos, no se permite que cualquier institución o ciudadano funden un mercado. No ha sido esta postura idéntica a través de los siglos, es más, la mayoría de las Bolsas del mundo han tenido un origen privado, pero la tremenda incidencia de la inversión en las empresas para las economías de todos los países y la necesidad de proteger al que ahorra y fomentar sus operaciones, han inducido a las autoridades económicas a cambiar de postura.

La creación de los Mercados Oficiales es competencia que corresponde al Gobierno salvo el caso de que se trate de Bolsas ubicadas en territorios de las CC.AA., cuyos estatutos les reconozcan competencia al efecto, sin perjuicio de que se precise la autorización del Gobierno para ello por ser la legislación sobre mercados financieros competencia de éste (STC de 28-1-1981 y STC de 19-10-1984). Con ello indirectamente se protege al usuario frente a la creación de mercados privados que puedan inducirles a confusión sobre la contratación de sus inversiones.

b) *Las autoridades bursátiles.* Son varios los organismos encargados de regir un mercado oficial. La LMV regula como órgano rector de las Bolsas a unas sociedades anónimas *sui generis* responsables de su organización y funcionamiento interno. Entre sus funciones se encuentran la admisión de valores a contratación y velar por la corrección y transparencia en los procesos de formación

de los precios, así como exigir la estricta observancia de las normas aplicables a la contratación y a su buen desarrollo.

Para ello deben poner en conocimiento de la CNMV los hechos que puedan entrañar infracción a las normas de obligado cumplimiento, o que supongan desviación de los principios inspiradores de la regulación de los mercados. Deben también instar a dicho organismo para suspender la negociación de algún valor cuando no se cumplan los deberes de información, interrumpir la contratación en los términos que antes expuse y proponer la exclusión de valores que no alcancen los mínimos de frecuencia y volumen de contratación reglamentarios. Deben vigilar que los miembros del mercado cumplan la obligación de exigir a sus clientes las garantías precisas para las operaciones de crédito, para lo que tienen acceso a sus documentos, y están encargadas de difundir la información suministrada por los emisores y los precios.

Con ello se convierte en un órgano coadyuvante de la CNMV, para hacer que se cumplan las normas que tratan de defender al inversor, lo que tiene gran importancia para éste dado que es el órgano que está en constante contacto con el mercado y sus miembros. En otros países, con mejor regulación bursátil, el órgano rector del mercado puede sancionar y expulsar de la institución a los que no actúan correctamente, sin depender, para ello, de instituciones públicas que retrasen la eficacia de las medidas correctoras en perjuicio de los usuarios del mercado.

Dependiente de la sociedad rectora, pero bajo su responsabilidad, se encuentra la comisión de contratación del sistema de interconexión bursátil, cuya misión específica con respecto a las aplicaciones ya he expuesto con anterioridad. Este sistema de interconexión bursátil es un organismo que coordina las cuatro Bolsas nacionales o cualesquiera otras que se puedan crear y depende de ellas, vigilando por la correcta contratación y formación de los precios.

Tenemos, por último, el SLCV, cuyas funciones y finalidad, en orden al cumplimiento de los contratos celebrados en un mercado oficial, ya he expuesto ante ustedes, anteriormente.

c) *La Comisión Nacional del Mercado de Valores.* Este organismo es la institución básica de la defensa del inversor. Tiene encomendadas funciones destinadas a hacer que el mercado se desarrolle de forma eficiente y a que todo el que se relaciona con él cumpla las normas que lo regulan.

1) Primero debe estudiar cómo funciona el mercado y proponer al Gobierno que dicte normas que corrijan sus defectos o que lo perfeccionen. Sobre todo si observa que en algunos aspectos no existe la debida transparencia o que se producen corruptelas indeseadas.

2) Debe dictar normas (circulares) que obligan a los miembros del mercado, a sus organismos rectores y a los inversores para que se cumplan los contratos y se refuerce la solvencia económica de la institución bursátil y de sus miembros.

3) Tiene que vigilar e inspeccionar a todos los que actúan en el mercado, corrigiendo los defectos e imponiendo sanciones a quienes no cumplan las normas o denunciando a la justicia las conductas delictivas.

La CNMV es de reciente creación en España, ya que su existencia era menos necesaria antes de la entrada en vigor de la LMV porque los mediadores eran personas físicas sometidas a la disciplina de sus colegios profesionales. Pero al convertirse en entidades, en su mayoría dependientes de la gran banca o de instituciones extranjeras, fue preciso el nacimiento de esta institución con poderes públicos sancionadores para corregir los defectos y abusos en su actuación y proteger de este modo a los que actuaban en el mercado de forma más desprotegida: los inversores.

Para el cumplimiento de estas funciones actúa asesorada por un comité consultivo en el que existen representantes de los mercados, del Banco de España y de las asociaciones de consumidores, lo que pone de relieve el carácter proteccionista que nuestro legislador otorga a la CNMV.

Con el Banco de España, rector de los bancos y protector de los usuarios de los servicios bancarios, forma una sociedad mixta encargada de vigilar la correcta actuación de los Bancos (primeros comisionistas en las operaciones de Bolsa la mayoría de las veces) y la agilización del mercado. De este modo, el Banco de España ayuda también a conseguir la mejor protección del inversor bursátil.

En España, por desgracia, a la CNMV se le han encomendado también funciones rectoras del mercado lo que ha redundado en una fuerte burocratización de los mismos, y se echa de menos un menor componente político en la designación de sus miembros, que redundaría en una mayor eficacia. Dadas sus funciones es deseable que esté formada por personas que conozcan a fondo el mercado y la filosofía de los inversores.

Todos los que se relacionan con el mercado tienen la obligación de colaborar con la CNMV para el mejor desarrollo de su labor inspectora y sancionadora.

d) *Las sociedades de autocontrol.* Desde el comienzo de su existencia, las Bolsas de casi todos los países han venido creando comisiones internas de vigilancia y control sobre sus miembros y de defensa de los inversores. En determinados momentos ha parecido positivo, y ciertamente lo es, en determinadas plazas financieras crear sociedades voluntarias, en el sentido de que se afilian a ellos los miembros del mercado que lo desean, con la finalidad de controlar, inspeccionar y, en su caso, sancionar a los socios que no actúan de forma correcta o que abusan de sus clientes.

Estas entidades se anticipan al organismo de control pública en la vigilancia de la conducta de sus miembros y, previo un acuerdo con dicho organismo, le sustituyen en las funciones inspectoras. Para ello gozan de facultades delegadas y someten sus decisiones sancionadoras al organismo público. Son controladas por dicho organismo público que vigila su correcta actuación, sin que ello suponga una dejación de sus funciones porque cuando no actúan correctamente puede seguir interviniendo cerca de los miembros del mercado.

Tienen la ventaja de conocer perfectamente el mercado y sus usos, de gozar de la confianza de sus socios y de saber qué corruptelas o prácticas no deseables se pueden practicar. Donde más han proliferado es en Inglaterra (SRO), pero en nuestro país no existen porque la CNMV no delega ninguna función controladora por la innata desconfianza del sector público hacia el privado.

En los países en que existen, una sanción de estas entidades supone un descrédito mucho mayor en la comunidad financiera o empresarial que cualquier sanción impuesta por una autoridad pública.

No se han creado, en España, asociaciones de inversores como existen asociaciones de consumidores. Ocasionalmente y para actuaciones concretas, normalmente litigiosas, se crean asociaciones o sindicatos de pequeños accionistas para interponer demandas o acusaciones contra los administradores de las sociedades inversoras. Su finalidad es diluir entre todos los costes judiciales y reunir un tanto por ciento significativo en el capital de la sociedad contra la que se reclama.

También algunas entidades han creado asociaciones de sus propios accionistas que tienen por finalidad informarlos sobre la marcha de la sociedad y resolver las dudas y cuestiones que sobre sus acciones planteen.

Nada impide que se creen asociaciones de este tipo, pero los distintos problemas que cada uno de los valores o activos que contratan pueden plantear, hace muy dudosa la eficacia de las mismas.

Debo también señalar la existencia en algunos mercados, como la Bolsa de Madrid, de la institución del Defensor del Inversionista, cuya misión es canalizar las quejas de los inversores hacia los organismos que pueden resolverlas y, en su caso, proponer una solución a los litigios que se puedan plantear. Esta figura es voluntaria y no está prevista por ninguna disposición.

Tampoco prevé la legislación bursátil la existencia de tribunales arbitrales para resolver los conflictos entre un inversor y los miembros del mercado, como lo hace la LDCU. He de entender que se pueden crear libremente y su actuación se regiría por lo dispuesto en dicha disposición, en defecto de su normativa particular específica, por aplicación analógica.

e) *Normativa penal.* Se completa la protección del inversor bursátil con la legislación penal que sanciona las conductas de los interesados en el mercado que tienen un importante rechazo de la colectividad. Así la manipulación de los precios, la información privilegiada, el abuso de posición dominante y los tradicionales delitos de apropiación indebida, fraude, estafa o falsificación de documentos.

Estos delitos llevan consigo la responsabilidad civil subsidiaria, con lo que el inversor puede, en cierto modo, resarcirse los daños y perjuicios. Son perseguibles a instancia de parte interesada (agraviado), y de oficio si ésta es menor o si causan daño a una colectividad de personas, por el Ministerio Fiscal.

Concluyo mi exposición con un dato cierto que es necesario tener en cuenta. La normativa dimanante de la LMV no es ciertamente proclive a favorecer al inversor pequeño. Procura crear un mercado apto para grandes instituciones financieras, lo que induce al pequeño accionista a acudir a instituciones de inversión colectiva para una mejor defensa de sus intereses.