

Derecho del mercado de valores

M.^a de Lourdes Ferrando Villalba

PID_00237069

Tiempo de lectura y comprensión: **7 horas**



Índice

1. El derecho del mercado de valores. Principios generales.....	5
2. Las funciones del supervisor: la CNMV.....	8
3. El Fondo de garantía de inversiones.....	12
4. Las normas de conducta en los mercados de valores: la aplicación de la normativa MIFID.....	14
4.1. Normas sobre diligencia y transparencia en el mercado	15
4.2. Normas sobre abuso de mercado	23
5. Ámbitos objetivo y subjetivo de aplicación de la LMV.....	28
5.1. Ámbito objetivo de aplicación	28
5.2. Ámbito subjetivo	29
5.2.1. Los emisores de valores	29
5.2.2. Las empresas de servicios de inversión	32
5.2.3. Los inversores. En especial, las instituciones de inversión colectiva	36
6. Las órdenes de valores: el acceso de los inversores a los mercados.....	44
6.1. Concepto, finalidad y clases	44
6.2. Procedimiento y cautelas previas a la emisión de la orden	48
6.3. Seguimiento de la orden y verificación de la ejecución	50
7. Los mercados y sus principales características. Mercado primario y mercado secundario.....	52
8. Contratos en el mercado primario de valores.....	54
8.1. La admisión a negociación de los valores	54
8.2. Las ofertas públicas de venta o de suscripción	57
8.3. Otros negocios complementarios en el mercado primario	59
8.3.1. El contrato de colocación de valores	59
8.3.2. El aseguramiento de emisiones	61
8.3.3. El contrato de dirección de emisiones	62
8.3.4. Contrato de evaluación de emisiones o rating	63
9. Contratos en el mercado secundario de valores.....	66
9.1. Mercados secundarios	66
9.1.1. Las bolsas de valores	66
9.1.2. El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta	67

9.1.3.	Mercados secundarios oficiales de futuros y opciones ...	68
9.1.4.	Otros sistemas de negociación de instrumentos financieros	69
9.2.	Otros mercados	69
9.3.	Los contratos de los mercados secundarios	70
9.3.1.	Compraventa de valores	70
9.3.2.	El préstamo de valores	72
9.3.3.	Los contratos de los mercados de futuros y opciones	72
10.	Las operaciones de servicios de inversión.....	73
10.1.	El depósito administrado de valores	73
10.2.	La gestión de carteras de inversión	74
11.	El asesoramiento de inversión y la responsabilidad por defectos de información o mal asesoramiento.....	76
11.1.	La responsabilidad concreta por un mal asesoramiento a los clientes	76
Bibliografía.....		81

1. El derecho del mercado de valores. Principios generales

El derecho del mercado de valores puede definirse como el conjunto de normas (de carácter eminentemente técnico en algunos sectores) dirigidas a regular, organizar y dotar de transparencia a la actividad desarrollada por determinados agentes económicos y que se dirige a posibilitar que las empresas accedan a una forma de financiación distinta a la simple aportación al capital social (como socio de una sociedad anónima por suscripción de acciones, por ejemplo), y a que el inversor ordinario pueda acceder a productos y servicios de inversión distintos a los productos típicamente bancarios dirigidos a captar fondos del público (cuentas y depósitos, esencialmente).

De la definición general expuesta se desprende la extensión del concepto y, fundamentalmente, el vasto conjunto de normas que inciden en este sector, que, por lo demás, es un sector normativo en continua modificación y evolución, básicamente por impulso de la normativa comunitaria. Esta tendencia se manifiesta hoy con aún más intensidad, a causa de la crisis económica mundial, que está azotando con especial virulencia a algunos de los países miembros de la UE.

La norma esencial o núcleo básico de la normativa de esta rama del derecho, que se inserta dentro del derecho del mercado financiero, es la Ley del mercado de valores (en adelante, LMV, cuyo texto refundido ha sido recientemente aprobado por el Real decreto legislativo 4/2015, de 23 de octubre).

No obstante, además de la LMV existen numerosas normas de desarrollo, que inciden sobre distintos contratos o sectores de los mercados de valores, a las que se irá haciendo referencia al hilo del comentario sobre estas cuestiones (sirva, como ejemplo, la cita del Real decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, o la consulta en la página web de la CNMV, www.cnmv.es, de las numerosas circulares emitidas por este órgano). En este punto conviene destacar que la STC de 16 de julio de 1997 (RTC 1997, 133) no consideró que esta competencia fuera inconstitucional ni invasora de las competencias de las comunidades autónomas, dado que se integra dentro de las bases de ordenación de la economía, competencia del Estado y no se tratan de normas ejecutivas, que sí podrían formar parte de la competencia de determinadas comunidades autónomas.

Disponen también las comunidades autónomas en nuestro ordenamiento de algunas competencias para regular la actividad de los mercados creados en su territorio.

Las normas que integran el derecho del mercado de valores, o, como algunos autores prefieren denominar, de los mercados de valores, constituyen, en consecuencia, un conjunto heterogéneo de normas, como destaca Valpuesta Gastaminza:

- **Normas sobre contratación**, supletoriamente al Código civil y al principio de libre autonomía de la voluntad de las partes, pero que resultan afectadas directamente por numerosas normas imperativas con incidencia directa en la materia contractual: normas sobre obligaciones de información de los emisores, sobre requisitos para operar en los mercados de valores, sobre publicidad de hechos relevantes, etc. Se trata de un conjunto de normas dirigidas a eliminar, en la medida de lo posible, la asimetría informativa característica de estos mercados (en este sentido, véase Ferrando Villalba).
- **Normas de conducta en los mercados de valores.** Las normas de conducta en los mercados de valores son un conjunto heterogéneo de reglas dirigidas principalmente a la imposición de obligaciones a las entidades financieras que desarrollan su actividad en el sector de la inversión mobiliaria. Estas obligaciones y, en particular, las relativas a la información y al asesoramiento a los clientes, encuentran su origen y fundamento en la naturaleza fiduciaria (basada en la confianza) de la relación que se establece con el cliente. Integran estas normas de conducta, en primer lugar, la LMV y sus disposiciones de desarrollo (entre ellas las dictadas por los órganos de supervisión), así como los reglamentos internos de conducta. Estas normas encuentran su fundamento último en el principio de protección del inversor consagrado en el artículo 17, 2 LMV, manifestación a su vez del principio constitucional de protección al consumidor.
- **Normas para asegurar la estabilidad y la solvencia de los emisores y de los mercados**, entre las que destacan las que hacen referencia a acceso a la actividad, capitalización y atención a las situaciones de crisis (fondos de garantía). Estas normas se justifican, como acertadamente señala Valpuesta, «por la doctrina, normalmente, con base en el interés general de estabilidad del sistema financiero, que se concreta fundamentalmente en dos aspectos. Por un lado, la defensa del inversor (sobre todo, del «inversor débil» o peor informado), que a menudo desconoce en toda su profundidad el tipo de riesgos que asume con su inversión o al que se ha informado poco o mal acerca de ese factor. Por otro lado, la «credibilidad» del sistema financiero en su conjunto y la evitación del riesgo sistémico».

Estas normas sirven principalmente a tres principios generales que destacan en la regulación de los mercados de valores:

- **La libertad de mercado**, de modo que las operaciones se conciertan por el libre juego de la oferta y la demanda (no obstante, con distinta intensidad según el tipo de mercado, existe menor libertad en un mercado organiza-

do que en otro de los denominados mercados OTC (*over the counter*, por ejemplo, en los que se negocian los instrumentos de cobertura de tipos de interés), si bien con especial incidencia en este sector de determinadas normas imperativas, dirigidas principalmente, como se ha dicho antes, a garantizar la solvencia y estabilidad del sector financiero.

- **Principio de información al inversor y de transparencia de los mercados**, para favorecer las necesarias condiciones de libertad en el mercado.
- **Principio de protección del inversor**. Como se ha apuntado ya, la actividad propia de los mercados de valores se caracteriza por su carácter técnico y en la mayoría de ocasiones por su complejidad. El acceso a este mercado por parte de los ahorradores ordinarios obliga al legislador a disponer normas de control de la actividad y obligaciones de información dirigidas a su tutela, garantizando condiciones mínimas de información y transparencia. La CNMV velará, además, por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines (art. 17, 2 LMV).

Debe tenerse en cuenta, asimismo, que en el ámbito contractual privado, cuando el cliente revista también la condición de consumidor, resultará de aplicación la normativa específica de tutela vigente en nuestro ordenamiento (con carácter general, TRLGDCU), y, cuando el contrato esté integrado por condiciones generales de contratación, la LCGC, normas todas ellas que deberán aplicarse conjuntamente con el objeto de favorecer un nivel de protección adecuado al inversor que se encuentre en una situación especialmente desventajosa respecto del oferente de los bienes o servicios en los mercados de valores.

2. Las funciones del supervisor: la CNMV

En los mercados de valores, por la trascendencia de las transacciones económicas que se efectúan y la protección de los inversores, así como por la necesidad de dotar de seguridad y estabilidad al propio mercado, existe un organismo de derecho público que tiene encomendadas, entre otras, las funciones de supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de los operadores que desarrollan sus actividades en él. Además, la CNMV, a través de la Agencia Nacional de Codificación de Valores, asigna códigos ISIN y CFI, con validez internacional, a todas las emisiones de valores que se realizan en España (véase al respecto además la Circular 2/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación).

En consecuencia, la función esencial de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y por la correcta formación de precios, así como por la protección de los inversores (artículo 3 del Reglamento interno de conducta de la CNMV, modificado recientemente por Resolución de 26 de mayo de 2015, del Consejo de la CNMV). Para ello, como veremos, las normas vigentes imponen importantes obligaciones a aquellos que operan en los mercados (entidades emisoras de valores, sociedades cotizadas, sociedades y agencias de valores, instituciones de inversión colectiva y entidades de capital-riesgo), información a la que se puede acceder, por ser de carácter público, a través de la consulta de los Registros oficiales de la CNMV.

Una de las principales funciones de la CNMV es el desarrollo normativo en materia de mercados de valores. En este sentido, el artículo 21 LMV establece lo siguiente:

«La Comisión Nacional del Mercado de Valores, para el adecuado ejercicio de las competencias que le atribuye esta ley, podrá dictar las disposiciones que exijan el desarrollo y la ejecución de las normas contenidas en los reales decretos aprobados por el Gobierno o en las órdenes del ministro de Economía y Competitividad, siempre que estas disposiciones la habiliten de modo expreso para ello.

Las disposiciones dictadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a que se refiere el apartado anterior serán elaboradas por esta, tras los informes técnicos y jurídicos oportunos de los servicios competentes de la misma. Estas disposiciones recibirán la denominación de circulares, serán aprobadas por el Consejo de la Comisión, no surtirán efectos hasta que sean publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* y entrarán en vigor conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1 del Código Civil.»

La CNMV se creó por la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, norma que, sin embargo, ha sido modificada en varias ocasiones con posterioridad, intensificando los poderes de la Comisión, y que ha sido recientemente derogada por el Real decreto legislativo 4/2015, de 23 de octubre, que aprueba el Texto Refundido de la Ley. En este sector nuestro ordenamiento ha adaptado las directrices de la Unión Europea (así, son muy importantes las reformas efectuadas por las Leyes 37/1998 y 44/2002). Es un ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada (art. 16, 1 LMV).

El organigrama de la CNMV puede consultarse de forma muy gráfica en la página web de la CNMV (www.cnmv.es, apartado «Qué es la CNMV») y está regulado en los artículos 23 y siguientes de la LMV.

El órgano de asesoramiento de la CNMV es el Comité Consultivo, regulado en el artículo 30, que establece que «será presidido por el vicepresidente de la Comisión, que no dispondrá de voto en relación con sus informes, siendo el número de sus consejeros y la forma de su designación los que reglamentariamente se determinen». A continuación añade que sus «consejeros serán designados en representación de las infraestructuras de mercado, de los emisores, de los inversores, de las entidades de crédito, de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, de los colectivos profesionales designados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del fondo de garantía de inversiones, más otro representante designado por cada una de las comunidades autónomas con competencias en materia de mercados de valores en cuyo territorio exista un mercado secundario oficial». Esta norma ha sido desarrollada por el Real decreto 303/2012, de 3 de febrero, que lo regula y que ha ampliado el número de vocales para permitir que estén presentes en este órgano todos los intervinientes en el mercado, garantizando su representatividad dentro de la organización de la CNMV.

La CNMV en el desempeño de sus funciones delega competencias a favor de su presidente, vicepresidente y Comité Ejecutivo, en diversas materias, como las enunciadas en el Acuerdo de 11 de marzo de 2015, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias (<http://www.boe.es/boe/dias/2015/03/18/pdfs/BOE-A-2015-2926.pdf>).

También ha tenido repercusión en el funcionamiento del supervisor la incorporación a su ordenamiento interno de la Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de modificación de numerosas directivas con relación a las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados). La transposición se inicia con el Real decreto-ley 10/2012, de 23 de marzo, por el que se modifican determinadas normas financieras en relación con las facultades de las autoridades europeas de supervisión, y se completa con el Real decreto 1336/2012, de 21 de septiembre, por el que se modifican determinados reales decretos en relación con

las facultades de las autoridades europeas de supervisión. En concreto, el objeto del Real decreto es incorporar la obligación de colaboración, información y comunicación de las autoridades competentes españolas, Banco de España y CNMV, con las autoridades europeas de supervisión correspondientes, con el objetivo último, señala la Exposición de motivos de la norma, de dotar al sistema europeo de supervisión de los instrumentos necesarios para evitar la reproducción de prácticas financieras que estuvieron en el origen de la crisis económica.

Adscrito a la CNMV se encuentra asimismo el Servicio de Reclamaciones de la CNMV, redominado por la Ley 44/2002 como Comisionado para la Defensa del Inversor (en el organigrama de la CNMV, Oficina de Atención al Inversor). No obstante, el sistema de comisionados no ha llegado a implantarse y viene desarrollando esta función el Servicio de Reclamaciones de la CNMV, que tiene la función de proteger al usuario de servicios financieros (entre ellos, partícipes de fondos de inversión y accionistas de sociedades de inversión que hayan delegado la gestión en una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva), atendiendo sus quejas y reclamaciones. Estas pueden tener por objeto el funcionamiento de los servicios prestados u operaciones o hechos concretos que perjudiquen los intereses o derechos del reclamante por incumplimiento de contrato, de la normativa de transparencia y protección de la clientela, o de las normas sobre ordenación y disciplina de los mercados. En todo caso, debe destacarse que las resoluciones no son vinculantes para las entidades afectadas y que se exige un requisito previo: haber presentado reclamación ante el defensor del cliente de la entidad o departamento dedicado a esta finalidad de la entidad afectada. De hecho, al presentar la reclamación se exige expresamente que se acompañe copia de la interpuesta ante el Servicio de Atención al Cliente o Defensor del Cliente de la entidad, o prueba documental de que han transcurrido dos meses sin que se haya obtenido respuesta por parte de la entidad.

Actualmente, la Oficina de Atención del Inversor de la CNMV es miembro de la red FIN-NET (red europea de cooperación cuyo objetivo es facilitar a los usuarios de servicios financieros el acceso a procedimientos de reclamación extrajudicial en caso de disputas transfronterizas, mediante la cooperación e intercambio de información entre los organismos encargados de su tramitación en cada país, http://ec.europa.eu/internal_market/fin-net/members_en.htm). Ello posibilita a los inversores españoles dirigirse a esta oficina aunque reclamen contra una entidad extranjera, ya que les ofrecerá información sobre el procedimiento y los cauces de reclamación.

Asimismo, en los supuestos en los que el Comisionado detecte que se ha producido alguna vulneración de las normas sectoriales de aplicación, lo comunicará a la CNMV para que esta ejerce sus importantes funciones en materia de inspección y sanción.

Las resoluciones de estas quejas y reclamaciones se publican anualmente en la Memoria sobre reclamaciones, que puede consultarse fácilmente en la dirección de correo <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>. En la propia página web de la CNMV se destacan los criterios y principios que rigen la resolución de estas reclamaciones en relación con servicios de inversión y fondos de inversión y otras instituciones de inversión colectiva (<http://www.cnmv.es/PortalInversor/section.aspx?hid=132>).

La normativa sobre servicios de reclamaciones y atención al cliente se encuentra en la actualidad en las siguientes normas:

- Circular 7/2013, de 25 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se regula el procedimiento de resolución de reclamaciones y quejas contra empresas que prestan servicios de inversión y de atención a consultas en el ámbito del mercado de valores.
- Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
- Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras.
- Real decreto, 303/2004 de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros (modificado por la disposición transitoria quinta, de la Ley 2/2011 de economía sostenible, que lo deroga todo, salvo sus artículos 7 a 15).

3. El Fondo de garantía de inversiones

La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley de mercado de valores, creó un Fondo de garantía de inversiones (FOGAIN, <http://www.fogain.com>). El artículo 198, 2 LMV configura el Fondo como un patrimonio separado, pero sin personalidad jurídica (a diferencia del Fondo de garantía de depósitos), cuya representación y gestión se encomienda a una sociedad gestora (con forma de sociedad anónima), cuyo capital se distribuye entre las empresas de servicios de inversión adheridas al fondo en la misma proporción en que efectúan sus aportaciones.

Tienen obligación de adhesión (art. 199 LMV):

- Todas las empresas de servicios de inversión españolas, con la excepción prevista en el artículo 152, 1, i) para las empresas de asesoramiento financiero.
- Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva en el caso de que gestionen carteras individuales.
- Sucursales de empresas de servicios de inversión con sede social en un Estado no miembro de la UE, autorizadas para operar en España y que no acrediten su adhesión a un fondo similar en su país de origen.

Las sucursales de empresas extranjeras son de adhesión voluntaria si pertenecen a un Estado miembro de la UE, dado que estas entidades ya disponen en sus países de origen de sus propios fondos de garantía (Directiva 97/9/CE, de 3 de marzo, sobre sistemas de indemnización de las inversiones).

El FOGAIN cubre la falta de reembolso de efectivo o de restitución de valores o instrumentos financieros en los siguientes términos:

- La cobertura máxima es de 100.000 euros para aquellas situaciones de concurso de acreedores o declaración de insolvencia administrativa declarada por la CNMV (en este caso, la CNMV indica que la sociedad no puede cumplir con sus obligaciones ante sus clientes debido a su situación financiera), que se produzcan con posterioridad a la entrada en vigor del Real decreto 1642/2008, de 10 de octubre, esto es, con posterioridad al 11 de octubre de 2008. Para aquellas situaciones anteriores, cuyos procesos indemnizatorios se encuentran abiertos antes de la entrada en vigor de dicho Real decreto, (así, AVA Asesores de Valores, A. V., S. A., Gescartera Dinero, A. V., S. A., X. M. Patrimonios, A. V., S. A., Broker Balear, A. V., S.A.,

Bolsa 8, Agencia de Valores y Bolsa, S.A.) la cobertura era de un máximo de 20.000 euros.

- La cobertura máxima se aplica por titular. A tal efecto, el FOGAIN debe calcular el importe de la posición acreedora global frente a la empresa de servicios de inversión o frente a una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva que esté adherida al FOGAIN, de cada titular. Si es superior a la cifra máxima de cobertura, el FOGAIN pagará la cifra máxima de cobertura.

El FOGAIN no cubre las pérdidas sufridas por las inversiones debido al funcionamiento de los mercados o derivadas de la insolvencia del emisor.

Las entidades adheridas al FOGAIN deberán tener en sus oficinas información relativa a las coberturas ofrecidas por este fondo. Con carácter general, las entidades deberán ofrecer información en sus oficinas sobre los fondos a los que estén adheridas y el importe de las coberturas.

Es importante destacar que existen supuestos que no quedan sujetos a la cobertura del FOGAIN, así:

- Cuando se contrate con intermediarios financieros que no se encuentren debidamente autorizados («chiringuitos financieros», según la CNMV). Es fundamental acudir a entidades debidamente autorizadas para prestar servicios (lo que puede comprobarse a través de los registros que existen en la CNMV, accesibles a través de su página web). Véase la guía al respecto publicada por la CNMV en su página web.
- Cuando se efectúen inversiones en bienes tangibles (así, sellos, bosques, joyas...). Estas inversiones están reguladas en la Ley 43/2007, de 13 de diciembre, de protección de los consumidores en la contratación de bienes con oferta de restitución del precio. La razón de la exclusión reside precisamente en que no revisten formalmente la consideración de inversiones de naturaleza financiera.
- En el supuesto de insolvencia del emisor, como hemos señalado, no entra en juego la cobertura. Por ello, la CNMV advierte en numerosas ocasiones a los inversores sobre la naturaleza de determinadas inversiones que no están sometidas al control de la CNMV y, por tanto, no quedan dentro de la protección del Fondo de garantía de inversiones (así, por ejemplo, aquellas cuyo importe mínimo ha de ser de 50.000 euros; pueden consultarse algunas de estas advertencias, por ejemplo, en la dirección de correo <http://www.cnmv.es/PortalInversor/section.aspx?hid=19>, en relación con el caso Rumasa).

4. Las normas de conducta en los mercados de valores: la aplicación de la normativa MIFID

Una de las principales novedades del texto de la LMV de 1988 fue la introducción, en su Título VII, de un conjunto de normas de conducta aplicables a todos los operadores en el mercado de valores español, y también a sus clientes. Se trata de un conjunto normativo que supone la incorporación a nuestro ordenamiento interno de la denominada normativa MIFID (MIFID son las siglas en inglés de la Directiva europea de instrumentos financieros (*Markets in Financial Instruments Directive*), Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, que actualmente ha sido sustituida por la nueva Directiva MIFID II, Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE), y que resulta de una aplicación concreta de principios generales previamente existentes en nuestro derecho de obligaciones y contratos, cuyo fundamento último se encuentra en la prohibición de las conductas contrarias a la buena fe. La LMV introdujo en su articulado las novedades de la Directiva MIFID, mediante la Ley 47/2007, de 18 de diciembre (BOE de 20 de diciembre), que entró en vigor el 21 de diciembre de 2007. En la actualidad, estas normas de conducta han sido objeto de una reciente reforma, inicialmente planteada en el Real decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, actualmente derogado, estando vigente la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito (en vigor desde el 15 de noviembre de 2012) y se encuentran en los artículos 202 y sigs. TRLMV. Como desarrollo de estas normas, conviene citar la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.

La nueva redacción dada a los artículos 78 y sigs. de la anterior LMV por la incorporación de la normativa MIFID supuso una importante novedad en las relaciones con los clientes/inversores/consumidores, en distintos aspectos como la intensidad de las obligaciones de información de las entidades financieras prestadoras de servicios de inversión o los principios que deben regir la actuación de estas entidades en sus relaciones con los clientes.

La introducción de esta normativa se completó con la promulgación del Real decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión (BOE de 16 de febrero).

El Título VII de la LMV se estructura actualmente en dos capítulos: el primero, relativo a las normas sobre diligencia y transparencia en relación con sus clientes que pesan sobre los prestadores de servicios de inversión (arts. 202 a 224 LMV), y el segundo, sobre abuso de mercado, arts. 225 a 232).

4.1. Normas sobre diligencia y transparencia en el mercado

La normativa MIFID regula las relaciones entre los inversores y las entidades financieras estableciendo que las entidades deberán hacer lo siguiente:

- Solicitar información al inversor para conocerle lo mejor posible, y así poder ayudarle a tomar una decisión de inversión y prestarle los servicios más adecuados.
- Ofrecer al inversor solamente los productos que consideren adecuados para él, teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia para valorar correctamente su naturaleza y sus riesgos.
- Cuando le proporcionen asesoramiento personalizado o gestionen su cartera, se asegurarán de que el servicio es acorde a sus conocimientos, experiencia, objetivos y situación financiera.
- Le facilitarán información previa a la inversión, mientras la mantienen y después de realizada, sobre todo sobre los riesgos asumidos y las comisiones y gastos directos e indirectos.
- Al ejecutar sus órdenes, tratarán de obtener el mejor resultado posible.

Por su parte, el inversor deberá buscar, demandar y leer con criterio la información proporcionada por la entidad, solicitando cuando sea necesario las aclaraciones y explicaciones pertinentes. Deberá asimismo proporcionar a la entidad los datos que le solicite, en la seguridad de que en este caso le prestará un mejor servicio, más adecuado a sus circunstancias concretas.

No obstante, la introducción de esta normativa en nuestro ordenamiento no supone un cambio radical en la protección del inversor, dado que muchas de estas normas se encontraban ya en el texto vigente anteriormente de la LMV, producto de las reformas anteriores de la misma (operadas por la Ley 44/2002 y la Ley 12/2006).

La nueva normativa solo es aplicable a algunos productos, como las acciones, los valores de renta fija, los fondos de inversión y los derivados.

Respecto de estos últimos, debe afirmarse que son productos de inversión de muy elevado riesgo y gran complejidad. El hecho de que el consumidor pueda perder en ellos toda la inversión realizada los hace adecuados exclusivamente para las personas con elevada capacidad patrimonial y grandes conocimientos

financieros, que, en todo caso, deberán permanecer vigilantes de la posición inversora. Por esta razón, la propia LMV los califica de contratos complejos y no pueden considerarse en ningún caso como no complejos (*cf.* art. 217, 3, letra b LMV). Precisamente la elevada conflictividad de la comercialización agresiva por parte de nuestras entidades de crédito de productos complejos entre clientes minoristas ha provocado reformas como la que recientemente ha afectado a alguno de los preceptos analizados, en el sentido de reforzar las obligaciones de información de los contratantes y la obligación por parte de la entidad de contrastar la idoneidad o conveniencia del producto para su cliente. La reforma, en este punto, destaca la necesidad de que la información relativa a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión incluya orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos de la operación, incidiendo en su carácter no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad. La CNMV podrá, además, imponer que se destaque este hecho en la publicidad. Si se trata, además, de valores distintos a las acciones emitidos por entidades de crédito, se destacará la diferencia entre estos productos y los depósitos bancarios ordinarios en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez (art. 210, 2 LMV).

Con carácter previo a la contratación con la entidad, esta deberá clasificar al inversor dentro de una de las tres categorías de clientes que distingue la normativa actualmente vigente: **cliente minorista**, **cliente profesional** y **contraparte elegible**. Son clientes profesionales los bancos, gobiernos, fondos de pensiones, grandes compañías y, solo excepcionalmente, algunos particulares. En este sentido, se consideran profesionales los empresarios, siempre y cuando cumplan al menos dos de los siguientes parámetros: a) que el total de las partidas de su activo sea igual o superior a los 20 millones de euros; b) que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a los 40 millones de euros; c) que sus recursos propios sean iguales o superiores a los 2 millones de euros.

La LMV, en su artículo 207, considera contraparte elegible a las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, entidades de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, entidades aseguradoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la normativa europea o de otro Estado miembro, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que gestionan la deuda pública, bancos centrales y organismos supranacionales. También las entidades de terceros países equivalentes y las comunidades autónomas.

El cliente minorista, por último, es aquel que posee menos conocimientos y experiencia en materia financiera, de modo que recibirá el mayor grado de protección. El cliente profesional tiene mayor capacidad para comprender la naturaleza y los riesgos de los mercados, productos y servicios de inversión, por lo que recibe menos protección.

A un cliente minorista puede que en alguna circunstancia le interese pasar a ser considerado profesional (desea acceder a la contratación de productos vetados para los minoristas, quiere ser cliente de una entidad que solo opera con profesionales), pero dicho cambio de calificación no puede ser simplemente decidido por él, sino que deberá:

- En primer lugar, solicitarlo expresamente a su entidad. La solicitud debe comprender una renuncia expresa a la protección que como cliente no profesional le pudiera corresponder.
- En segundo lugar, cumplir determinadas condiciones (mínimo dos) relativas a la frecuencia y el volumen de operaciones que realiza, al volumen de su cartera y a su experiencia profesional en los mercados.

En todo caso, será la propia empresa oferente de los servicios de inversión la que deberá aceptar esta modificación en el tratamiento del cliente, atendiendo a los conocimientos y experiencia de este y a su capacidad para valorar los riesgos que comprenden las decisiones sobre inversión.

Para establecer requisitos homogéneos que permitan tomar este tipo de decisiones, la LMV determina que en todo caso, deberán cumplirse al menos dos de los siguientes requisitos (art. 206 LMV):

- La realización de operaciones significativas en los mercados de valores durante los últimos cuatro trimestres, al menos diez por trimestre.
- Que el valor del efectivo y los valores depositados supere los 500.000 euros.
- Que el cliente ocupe o haya ocupado durante al menos un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre los productos o servicios previstos.

La legislación intenta de este modo que se garantice que el cliente tiene experiencia financiera y capacidad patrimonial suficientes para renunciar al sistema de protección que le ofrece su calificación como cliente no profesional. Por ello, la entidad deberá asegurarse de que la categoría es adecuada para el cliente y tendrá que explicarle las consecuencias que implica, entre ellas que recibirá menos información y advertencias. En este sentido, el artículo 212 LMV impone a las entidades que presten servicios de inversión el deber de «asegurarse en todo momento de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes». De este modo, se imponen obligaciones específicas según los servicios de inversión contratados:

1) Compraventa de productos financieros

En este caso, la entidad solo le ofrecerá los productos que considere adecuados. Y para ello le pedirá información sobre sus conocimientos y experiencia previa en los mercados financieros, para asegurarse de que el cliente es capaz de comprender la naturaleza y riesgos de los productos que le ofrece.

Se denomina Test de conveniencia al conjunto de preguntas que se realizan al cliente para determinar si un producto es adecuado para él.

Este Test trata de valorar los conocimientos y la experiencia del cliente, de ahí que contenga preguntas sobre: los tipos de productos y servicios con los que el cliente está familiarizado; la naturaleza, frecuencia, volumen y período en el que ha operado previamente; su nivel de estudios y su profesión actual o anterior.

En caso de ser cliente con anterioridad, puede ocurrir que la entidad ya cuente con esta información y no precise volver a pedirla.

En todo caso, la entidad deberá informarle del resultado del Test y según establece en la actualidad el 214, 2 LMV, deberá entregarle una copia del documento que recoja la evaluación realizada. El precepto dispone que cuando, sobre la base de esa información, la entidad considere que el producto o el servicio de inversión no es adecuado para el cliente, se lo advertirá y que cuando el cliente no proporcione la información indicada en este apartado o esta sea insuficiente, la entidad le advertirá de que dicha decisión le impide determinar si el servicio de inversión o producto previsto es adecuado para él.

Para evitar que este requisito se convierta en una mera formalidad, fácilmente eludible por las entidades de crédito, la reforma de agosto de 2012 incorporó la obligación de que si se trata de un producto complejo, se exigirá que el documento contractual incluya en estos casos, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que la CNMV determine, por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarle en los términos del artículo (art. 214, 5 LMV). Se impone, además, por la nueva regulación, la obligación de mantener un registro actualizado de clientes y productos no adecuados en el que reflejen, para cada cliente, los productos cuya conveniencia haya sido evaluada con resultado negativo (art. 215 LMV).

Se pretende, en consecuencia, con esta normativa, reforzar las garantías para el inversor y, sobre todo, forzar a la entidad a prestar la información necesaria sobre riesgos y no adecuación del producto al cliente, como medida preventiva de abusos en su comercialización.

El único supuesto en el que la entidad no está obligada a elaborar el test de conveniencia y procederá a ejecutar sin más la orden de compra del cliente es aquel en el que este toma la iniciativa para contratar un producto no complejo. Este supuesto se denomina solo ejecución (ej.: el cliente se dirige a su

entidad para comprar Letras del Tesoro). Si el producto fuera complejo, aun partiendo de la iniciativa del cliente, la entidad deberá elaborar el test de conveniencia (ej.: el cliente se dirige a su sucursal para solicitar ulterior información sobre un fondo de fondos de inversión libre del cual ha sido informado telefónicamente). Sin embargo, aún en este supuesto, la entidad deberá advertir al cliente de que no se le va a efectuar la evaluación de la conveniencia del producto o servicio (art. 216 LMV).

Son ejemplos de productos complejos a estos efectos: opciones, futuros, swaps, warrants y otros derivados; contratos por diferencias; fondos de inversión libre. Son ejemplos de productos no complejos: acciones cotizadas, valores de renta fija y muchos tipos de fondos de inversión (véase, en todo caso, la recomendación sobre catalogación de los productos en la página web de la CNMV, comunicaciones de la CNMV, año 2010, 15/10/2010, <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={bdb809cf-4f45-4038-8299-ef45e4aeef}>).

Son considerados productos financieros no complejos las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, los instrumentos del mercado monetario, obligaciones u otras formas de deuda titulizadas (a excepción de las que incorporen implícitamente un derivado), las instituciones de inversión colectiva armonizadas a escala europea y demás instrumentos financieros no complejos. Con carácter general, el artículo 217 dispone que se considerarán no complejos aquellos instrumentos financieros en los que concurran las siguientes condiciones:

- que tengan liquidez, esto es, que existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor;
- que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento;
- que exista a disposición del público información suficiente sobre sus características; esta información deberá ser comprensible de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento.

En ningún caso, según la misma norma, podrán ser calificados como instrumentos financieros no complejos:

- los valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas;

- los indicados en los apartados 2 a 8 del artículo 2 LMV:

«2) La realización de recomendaciones personalizadas, de forma puntual o continuada constituye asesoramiento de inversiones.

3) Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados, relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato).

4) Contratos de opciones, futuros, permutas y otros contratos de instrumentos financieros derivados, relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación.

5) Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados, relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el apartado anterior de este artículo y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

6) Instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito.

7) Contratos financieros por diferencias.

8) Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados, relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato de instrumentos financieros derivados, relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en los anteriores apartados del presente artículo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.»

2) Asesoramiento de inversiones

La realización de recomendaciones personalizadas, de forma puntual o continuada constituye asesoramiento de inversiones. La entidad lo que hace es recomendar al inversor los productos que mejor se ajustan a su situación, debiendo para ello analizar sus conocimientos y experiencia previos, sus objetivos de inversión y su situación financiera.

El conjunto de preguntas que la entidad realizará al cliente para obtener esta información se denomina Test de idoneidad (ej.: el cliente quiere invertir sus ahorros, se dirige a la entidad y solicita que le recomienden el producto que mejor se adapte a sus circunstancias personales). Este Test tiene por finalidad que las recomendaciones personalizadas de la entidad sean las más adecuadas para el cliente. Las preguntas versan, por tanto, sobre los conocimientos y experiencia previos (Test de conveniencia); la situación financiera del cliente (fuente y nivel de ingresos; patrimonio, gastos y pagos periódicos); sus objetivos de inversión (tiempo que se quiere mantener la inversión, perfil de riesgo).

Si el cliente no le proporciona a la entidad la información necesaria para poder evaluar su idoneidad, esta no podrá prestarle el servicio de asesoramiento. Este servicio, además, solo podrá ser prestado por entidades debidamente autorizadas e inscritas en el Registro de la CNMV, lo que pretende mejorar la calidad del servicio a los inversores (véase la guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversiones publicada por la CNMV el 23/12/2010, <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={49ec1500-d536-44f7-b8a1-f0c07c93c669}>)

El TJUE, en su Sentencia de 30 de mayo de 2013, en relación con la comercialización de swaps a dos pymes españolas, en concreto dos sociedades limitadas, estableció que deberán analizarse las circunstancias concretas de la comercialización del producto, en este caso complejo, para determinar si existía o no asesoramiento, llegando a la conclusión de que en este supuesto, y dada la complejidad del producto comercializado, la entidad debió cumplir con las máximas obligaciones de información, siendo además los clientes minoristas.

3) Gestión de carteras

Supone que el cliente confía en la entidad la selección de productos, la toma de decisiones de inversión y la ejecución de operaciones por su cuenta. La entidad debe asegurarse de que el servicio es adecuado a sus conocimientos y experiencia, objetivos y situación financiera. Debe efectuar también el Test de idoneidad, y no podrá prestar el servicio si no dispone de la información necesaria para completarlo.

En estos dos supuestos, de asesoramiento en materia de inversiones y de gestión de carteras, la entidad deberá obtener información necesaria sobre el cliente, así como su situación financiera y sus objetivos de inversión, sin que pueda ofertar el servicio si no se proporciona o se obtiene dicha información, con la única excepción de los clientes profesionales, para los que no será necesario obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente. En todo caso, la entidad proporcionará al cliente, por escrito o mediante otro soporte duradero, una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor (art. 213, 4 LMV).

En todo caso, la entidad financiera informará al cliente sobre aquellos aspectos necesarios para que pueda adoptar una decisión sobre inversión. La norma impone esta obligación de informar también cuando se trata de un cliente potencial, definido por el artículo 209, 6 LMV como «aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes».

Toda la información que reciba debe ser «imparcial, clara y no engañosa», tanto en su contenido como en la forma de presentación. La información deberá proporcionarse al cliente con la antelación necesaria para que este pueda adoptar una decisión meditada sobre la inversión y puede ofrecerse en un for-

mato normalizado. La publicidad debe ser imparcial, clara y no engañosa para evitar que induzca a confusión o cree expectativas poco reales. En todo caso, debe ser identificable como publicidad. La información proporcionada debe versar sobre lo siguiente (art. 209, 3 LMV):

- La empresa y los servicios que presta. También deberán facilitar al cliente los datos de inscripción en la CNMV, y de su autorización para prestar el servicio ofertado.
- Los productos, su naturaleza y riesgo.
- Costes y gastos, directos e indirectos, que soportará.

Asimismo, la información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a estos instrumentos o estrategias (art. 210, 1 LMV), debiendo recibir también el cliente de la entidad información adecuada sobre los valores distintos de las acciones emitidos por una entidad de crédito, de tal modo que permita diferenciarlos de los depósitos bancarios ordinarios (art. 210, 2 LMV). En concreto, esta última referencia, incluida a propósito de la comercialización indiscriminada entre minoristas de participaciones (acciones) preferentes y obligaciones subordinadas, se completó en la Ley 9/2012, sobre reestructuración y resolución de entidades de crédito, con un conjunto de normas dirigidas a establecer qué medidas se han de adoptar para compensar a los titulares que, conforme a los términos del Memorándum de entendimiento impuesto por la UE, deberán asimismo soportar parte del coste de la reestructuración financiera. Asimismo se establecen las medidas que el FROB podrá adoptar en relación con estos productos, que limitan, entre otros, el pago de intereses, el reembolso del principal o el derecho a exigir cualquier pago, así como la regulación que el artículo 47 efectúa de los derechos de los inversores afectados por una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, que limita los procedimientos de reclamación de cantidad basados en el incumplimiento de los términos y condiciones de la emisión.

Actualmente, la D. A. 13.^a de la Ley 9/2012, que contenía dicho régimen ha sido derogada por el Real decreto legislativo que recientemente ha aprobado el Texto refundido de la LMV. Así, el régimen relativo a la comercialización de este tipo de productos se encuentra en la Disposición adicional cuarta: comercialización a minoristas de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles y financiaciones subordinada computables como recursos propios.

Las normas de conducta contenidas en la LMV y su Reglamento de desarrollo contienen otras reglas que prevén la actuación de las entidades para el cumplimiento de las órdenes del cliente (arts. 221 y sigs. LMV). El cumplimiento

debe efectuarse de forma rápida, lo antes posible, y en el orden recibido. En todo caso, deberá advertirse al cliente si encuentra obstáculo para el correcto cumplimiento de la orden.

En el cumplimiento de las órdenes de los clientes, las entidades deberán ajustarse al principio de «mejor ejecución», que pretende conseguir el mejor resultado para los mismos. Para ello, la entidad escogerá los centros de negociación más adecuados de acuerdo con criterios como el precio, los costes, la rapidez y la probabilidad de ejecución de la orden del cliente.

Para este último, los criterios más importantes para determinar la mejor ejecución son el precio y los costes totales de ejecución de la orden.

Con carácter previo a la ejecución de la orden, la entidad habrá informado al cliente y recabado su consentimiento a la política de ejecución. Si el cliente estima que su orden no se ha ejecutado en los mejores términos, puede solicitar a la entidad que le justifique que la ejecución se ha hecho de acuerdo con su política de ejecución.

El cliente puede también dar instrucciones específicas a la entidad sobre la forma de ejecución de la orden, en cuyo caso tendrán prioridad sobre la política de mejor ejecución.

La entidad proporcionará al cliente la información mínima necesaria para que pueda seguir la evolución de sus inversiones. Si se trata de compra o venta de productos financieros, se le confirmará la ejecución de la orden informándole sobre las condiciones.

Si ha contratado la gestión de su cartera, la entidad deberá remitirle información periódica sobre la composición y valoración de sus inversiones, los rendimientos y la cantidad total de comisiones y gastos soportados en el período.

4.2. Normas sobre abuso de mercado

Los artículos 225 a 232 LMV son aplicables a todo operador en los mercados de valores. Además, los emisores de valores han de elaborar, remitir a la CNMV y cumplir un reglamento interno de conducta en el que incorporarán las previsiones contenidas en estos artículos y sus disposiciones de desarrollo, asumiendo por escrito un compromiso de actualización de estos reglamentos internos, así como que su contenido es conocido, comprendido y aceptado por todas las personas pertenecientes a la organización a los que resulte de aplicación (art. 225 LMV).

Con las normas contenidas en este Capítulo se persigue salvaguardar la información que se maneja en las operaciones en estos mercados, evitando en la medida de lo posible un uso abusivo o desleal de la información. De hecho, las normas contenidas en los artículos 226 y sigs. LMV se dirigen de forma

concreta a la regulación de este flujo de información y establecen los necesarios controles y normas de seguridad para evitar que la comunicación de estas informaciones suponga un aprovechamiento indebido en perjuicio de quienes contratan en el mercado. Estas normas han sido desarrolladas por el Real decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, de desarrollo de la LMV en materia de abuso de mercado.

En este sentido, el artículo 226 LMV define la «información privilegiada» como aquella «información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación». Se aplica también esta consideración a los valores negociables o instrumentos financieros respecto de los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en un mercado o sistema organizado de contratación.

En relación con los instrumentos financieros derivados sobre materias primas se considerará información privilegiada «toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos financieros derivados, que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados» (art. 226, 3.º LMV).

Con carácter general «todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que posea información privilegiada, tiene la obligación de salvaguardarla, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales y administrativas en los términos previstos en esta o en otras leyes. Por lo tanto, adoptarán las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal y, en su caso, tomarán de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado» (prohibición del *insider trading* o abuso de información privilegiada, art. 227, 3 LMV).

Las conductas prohibidas son las siguientes (se realicen por cuenta propia o ajena, de forma directa o indirecta):

- **Abstenerse de preparar o realizar** cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros a los que se refiera la información, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera, a excepción de la preparación y

realización de las operaciones cuya existencia constituya, en sí misma, la información privilegiada.

- **Comunicar la información a terceros**, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo. En este punto, incluso los organismos públicos que faciliten estadísticas que pudieran tener repercusiones importantes en los mercados financieros las difundirán de modo correcto y transparente (art. 227, 4 LMV).
- **Recomendar a un tercero** que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.

El artículo 228 LMV define la información relevante en el mercado como «aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario». Los emisores de valores tienen la obligación de hacerla pública y de difundir al mercado de forma inmediata esta información. Deberá comunicarse a la CNMV de forma simultánea a la comunicación al mercado por cualquier otro medio, y únicamente podrá retrasarse la comunicación cuando el emisor estime que la publicación puede perjudicar sus intereses legítimos, siempre y cuando se den dos circunstancias: que la omisión no produzca efectos perjudiciales a los inversores, en el sentido de confundir al público, y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de la información. De hecho, en el apartado correspondiente a *Hechos relevantes* de la página web de la CNMV (www.cnmv.es), pueden consultarse diariamente y por entidades los hechos relevantes comunicados.

Es fundamental, para salvaguardar el adecuado uso y difusión de la información que pueda afectar a los mercados, que existan controles o medidas de seguridad que impidan la circulación ilegítima de la misma. En este sentido, ya con anterioridad a la reforma efectuada por la Ley 47/2007, la LMV regulaba las denominadas «murallas chinas», con la finalidad de evitar un flujo inadecuado de información. Así, el artículo 229, 1 LMV dispone que «todas las entidades o grupos de entidades que presten servicios de inversión y las demás entidades que actúen o presten servicios de asesoramiento de inversión en los mercados de valores tienen la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de estas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores y, asimismo, se eviten conflictos de interés». En concreto, el precepto impone las siguientes obligaciones:

«1) Establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas. En particular, deberán constituirse en áreas separadas, al menos, cada uno de los departamentos que desarrollen las actividades de gestión de cartera propia, gestión de cartera ajena y análisis.

2) Establecer adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas.

3) Definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que estas se adopten autónomamente dentro del área separada.

4) Elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información.»

Estas obligaciones se extienden a las fases de estudio o negociación de cualquier clase de operación jurídica o financiera que pueda influir de forma apreciable en la cotización de los valores o instrumentos financieros, incidiendo sobre todo en el deber de confidencialidad de las personas incluidas en el registro documental que tienen acceso a la información concreta, así como el establecimiento de medidas de seguridad concretas para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información, vigilar la evolución de los valores y las noticias relativas a estos, y si estiman que la evolución de los valores o de los volúmenes de contratación no es la adecuada, y existen indicios racionales de que ello se debe a una difusión prematura, parcial o distorsionada de la información, difundir de inmediato un hecho relevante que informe claramente del estado en el que se encuentra la operación o que contenga un avance de la información que se vaya a suministrar (art. 230 LMV).

Junto a las normas dirigidas a la salvaguarda de la información, la LMV también tutela (art. 231) **la libre formación de los precios**, de modo que deberán abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios (art. 231 LMV).

Para dotar de eficacia a las normas anteriores, el artículo 232 LMV consagra **el deber de comunicación de operaciones sospechosas**, de modo que «las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existen indicios razonables para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios». La obligación recae sobre las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito españolas, incluidas las filiales de entidades extranjeras, así como las sucursales de empresas de servicios de inversión o entidades de crédito no comunitarias. En su caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores remitirá la comunicación de operación sospechosa a la autoridad supervisora del Estado miembro en el que radique el mercado en el que se haya realizado tal operación (art. 232, 1, *in fine* LMV).

La comunicación de operación sospechosa podrá realizarse por carta, correo electrónico, fax o teléfono, siendo necesario, en este último caso, que se dé confirmación por escrito a solicitud de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 232, 2 LMV). La comunicación deberá contener las menciones recogidas en el artículo 232, 3 LMV.

5. Ámbitos objetivo y subjetivo de aplicación de la LMV

Como hemos señalado con anterioridad, el derecho del mercado de valores está integrado por un conjunto de reglas de conducta y de normas organizativas del mercado con el objetivo primordial de proporcionar confianza y seguridad al sector financiero. La actividad económica en los mercados de valores, en el marco de la libertad constitucionalmente reconocida en el artículo 38 CE, está, por tanto, sujeta a ciertos límites en aras de la protección de la seguridad jurídica y de la tutela de los inversores.

5.1. Ámbito objetivo de aplicación

La LMV centra su aplicación en la negociación de los instrumentos financieros, categoría en la que incluye a los valores negociables. En efecto, el artículo 2, 1 LMV define los valores negociables como instrumentos financieros, al señalar que la LMV será de aplicación a «los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones», considerando valor negociable «cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero».

Se considerarán en todo caso valores negociables, a los efectos de la presente Ley:

- 1) Las acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren.
- 2) Las cuotas participativas de las cajas de ahorros y las cuotas participativas de asociación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- 3) Los bonos, obligaciones y otros valores análogos, representativos de parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables.
- 4) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- 5) Los bonos de titulización.
- 6) Las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva.
- 7) Los instrumentos del mercado monetario entendiendo por tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario como las Letras del Tesoro, certificados de depósito y pagarés, salvo que sean librados singularmente, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables.
- 8) Las participaciones preferentes.
- 9) Las cédulas territoriales.

10) Los warrants y demás valores negociables derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable, o que den derecho a una liquidación en efectivo determinada por referencia, entre otros, a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, riesgo de crédito u otros índices o medidas.

11) Los demás a los que las disposiciones legales o reglamentarias atribuyan la condición de valor negociable.

Los valores negociables se caracterizan, en consecuencia, por poseer un evidente valor patrimonial, por su carácter negociable, dado que los valores serán libremente transmisibles (art. 33, 3 LMV), y por su agrupación en emisiones homogéneas, principalmente (su modelo está constituido por las acciones de las sociedades anónimas; por el contrario, las participaciones de las sociedades de responsabilidad limitada no son valores negociables).

En 1998, la reforma de la LMV consideró oportuno someter a la supervisión de la CNMV la contratación de determinados derivados (véanse de este modo los apartados 2 a 8 del artículo 2 LMV), distinguiendo los valores negociables de los otros «instrumentos financieros», que revisten distinta naturaleza, sin perjuicio de que a los mismos les resulten de aplicación, «con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas, las reglas previstas en la Ley para los valores negociables» (art. 2, *in fine* LMV). Actualmente, el concepto de «instrumento financiero» entendido en sentido amplio comprende ambas realidades, tanto la emisión de valores negociables como la contratación de instrumentos financieros.

5.2. Ámbito subjetivo

Desde el punto de vista subjetivo, en el mercado de valores operan distintos grupos de sujetos: los emisores de los valores, los intermediarios, que se dedican a asesorar o favorecer la colocación de estos valores entre los inversores, y, finalmente, estos últimos, entre los que destacan las instituciones de inversión colectiva, a las que nos referiremos brevemente.

5.2.1. Los emisores de valores

El Real decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolló parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, regula los requisitos y condiciones relativos a los emisores y a su actividad (ha sido recientemente modificado por el ya citado Real decreto 1336/2012, de 21 de septiembre, por el que se modifican determinados reales decretos en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión). No pueden ser emisores las personas físicas, definiendo al emisor el artículo 4 del Real decreto como aquel que «emita o se proponga emitir cualquier valor o cuyos valores sean objeto de una solicitud de admisión a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea».

El emisor, por otra parte, deberá estar válidamente constituido de acuerdo con la legislación del país en que esté domiciliado y deberá estar operando de conformidad con su escritura de constitución y estatutos o documentos equivalentes (art. 33, 2 LMV).

Se aplican a los emisores, además de las normas previstas con carácter general en la LMV, determinadas obligaciones específicas, como son la obligación de comunicar los hechos relevantes, el deber de confidencialidad en la fase de estudio y preparación de operaciones que puedan influir en el mercado, así como las obligaciones derivadas de la publicación de un folleto cuando efectúen emisiones públicas (art. 33, 2, *in fine* LMV).

En este punto la LMV también ha sufrido una reciente modificación, consolidada en la Ley 9/2012, tantas veces citada. La LMV exige la elaboración de un folleto informativo que deberá aprobarse y registrarse en la CNMV, donde será objeto también de publicación (art. 36 LMV). El artículo 37 LMV regula el contenido del folleto, que con carácter general contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. El artículo 37, 1, II LMV, dispone que «el folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores». La información contenida en el folleto deberá presentarse de forma fácilmente analizable y comprensible (art. 37, 1, *in fine* LMV).

El folleto, que debe estar suscrito por persona con poder para obligar al emisor de los valores (*cf.* art. 37, 2 LMV), contendrá un resumen, que de forma breve y en un lenguaje no técnico, reflejará las características y los riesgos esenciales asociados al emisor, los posibles garantes y los valores, que permita a los inversores decidir las ofertas de valores que conviene seguir examinando (se mencionan en el precepto, la descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con el emisor y los posibles garantes, incluidos los activos, los pasivos y la situación financiera); una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados a la inversión en los valores de que se trate; las condiciones generales de la oferta, incluidos los gastos estimados impuestos al inversor, la información sobre la admisión a cotización y los motivos de la oferta y el destino de los ingresos.

El resumen deberá, asimismo, contener una advertencia, de lo que se indica a continuación (*cf.* art. 37, 5 LMV):

- «a. Debe leerse como introducción al folleto.
- b. Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del folleto en su conjunto.
- c. No se podrá exigir responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente sobre la base del resumen, a no ser que este resulte engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto, o no aporte, leída junto con las otras partes del folleto, información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores.»

También resulta fundamental la responsabilidad por el folleto, que recae sobre las personas indicadas en el artículo 38 LMV: al menos recaerá sobre el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores; también recaerá sobre el garante de los valores en relación con la información que debe elaborar; así como la entidad directora respecto de las labores de comprobación que realice; y aquellas otras personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto, siempre que así conste en dicho documento y aquellas otras no incluidas entre las anteriores que hayan autorizado su contenido.

Conforme al artículo 38, 3 LMV, responderán «de todos los daños y perjuicios que se hubiesen ocasionado a los titulares de los valores adquiridos como consecuencias de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso deba elaborar el garante. La acción para exigir la responsabilidad prescribirá a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones con relación al contenido del folleto».

No responderán por el contenido del resumen o su traducción, a menos que sea engañoso, inexacto o incoherente, en relación con las demás partes del folleto, o bien no aporte, leído junto con las otras partes del folleto, información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores (art. 38, 4 LMV).

El Real decreto 1310/2005 desarrolla las normas de la LMV relativas al folleto de la emisión, en cuanto a su contenido (arts. 15 a 23) y a su aprobación, registro, publicación, publicidad y validez (arts. 24 a 28). El régimen transfronterizo del folleto se encuentra en los artículos 29 a 31, y a la responsabilidad por el folleto aluden los artículos 32 a 37 del Real decreto.

Las sociedades cotizadas son los emisores de los valores negociables por autonomía, de modo que también deberá estarse a su específico estatuto jurídico, hoy contenido básicamente en la LSC. Por lo tanto, no incidiremos de forma específica en el régimen jurídico propio de estos emisores, por haber sido objeto de análisis en el módulo de Derecho societario.

Sí es interesante, sin embargo, destacar que las sociedades anónimas cotizadas están sometidas a importantes obligaciones de información al mercado, de modo que, anualmente, deben hacer público un informe de gobierno cor-

porativo, informe que será objeto de publicación por la CNMV como hecho relevante, pudiendo acceder al mismo a través de su página web. El artículo 540 LSC se refiere específicamente al contenido del informe anual, que debe ofrecer una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento en la práctica. Asimismo, el nuevo artículo 541 LSC exige la elaboración de un informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, que incluirá información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el Consejo para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros. Este informe incluirá además un resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros. Este informe será divulgado como hecho relevante de forma simultánea al informe sobre gobierno corporativo (art. 541, 3 LSC). El informe será sometido a votación, con carácter consultivo, a la junta general de accionistas, que lo votará en un punto separado del orden del día (art. 541, 4 LSC).

5.2.2. Las empresas de servicios de inversión

Resulta fundamental, en segundo lugar, la referencia a los intermediarios financieros o empresas de servicios de inversión, entendidas como «aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros sobre los instrumentos financieros señalados en el artículo 2» (art. 138, 1 LMV).

La LMV considera «servicios de inversión» (art. 140 LMV):

a) La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.

Se entenderá comprendida en este servicio la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros.

b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes.

c) La negociación por cuenta propia.

d) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes.

e) La colocación de instrumentos financieros, se base o no en un compromiso firme.

f) El aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros.

g) El asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No se considerarán que constituyan asesoramiento, a los efectos de lo previsto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial.

h) La gestión de sistemas multilaterales de negociación.

Por «servicios auxiliares» se entiende (art. 63. 1 LMV):

- a) La custodia y administración por cuenta de clientes de los instrumentos previstos en el artículo 2.
- b) La concesión de créditos o préstamos a inversores para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos previstos en el artículo 2, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo.
- c) El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.
- d) Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento de emisiones o de colocación de instrumentos financieros.
- e) La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros.

Se entenderá incluida en este apartado cualquier información que, sin tener en cuenta las circunstancias personales concretas del cliente al que vaya destinada, recomiende o proponga una estrategia de inversión, de forma explícita o implícita, sobre uno o varios instrumentos financieros o sobre los emisores de instrumentos financieros, incluyendo cualquier dictamen sobre el valor o el precio actual o futuro de tales instrumentos, siempre que la información esté destinada a los canales de distribución o al público y que se cumplan las siguientes condiciones:

- i. Que el informe de inversión se califique como tal, o como análisis financiero o cualquier término similar a estos, o bien, se presente como una explicación objetiva o independiente de aquellos emisores o instrumentos sobre los que efectúen recomendaciones.
 - ii. Que cuando la recomendación se haga por una empresa de servicios de inversión a un cliente, no constituya asesoramiento en materia de inversión de conformidad con lo establecido en el artículo 140 g).
- f) Los servicios de cambio de divisas, cuando estén relacionados con la prestación de servicios de inversión.
- g) Los servicios de inversión, así como los servicios auxiliares que se refieran al subyacente no financiero de los instrumentos financieros derivados previstos en los apartados 3, 4, 5 y 8 del artículo 2 de esta Ley, cuando se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o a los servicios auxiliares.

Se entenderá incluido el depósito o entrega de las mercaderías que tengan la condición de entregables.

Aunque las empresas de servicios de inversión son los sujetos protagonistas de la actividad en los mercados de valores, la mayor parte de pequeños y medianos inversores en España contratan a través de las entidades de crédito, que, sin ser propiamente empresas de servicios de inversión, están autorizadas para realizar de forma habitual las actividades antes mencionadas, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habilite para ello (art. 145, 1 LMV). También resultan de aplicación sus normas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (art. 145, 2 LMV).

En el ámbito de la UE se ha producido asimismo una liberalización en la prestación de los servicios de inversión, que ha permitido actuar en España a las empresas de servicios de inversión autorizadas en otros estados miembros de la UE, bien a través de una sucursal, bien en régimen de libre prestación de servicios directamente por la entidad extranjera.

Dentro de la categoría general de empresas de inversión se encuentran distintos tipos de sujetos (art. 143, 1 LMV):

- Las **sociedades de valores** (SV), autorizadas para ofrecer todo tipo de servicios de inversión y actividades complementarias sin restricción alguna, pudiendo operar tanto por cuenta de clientes como por cuenta propia.
- Las **agencias de valores** (AV), que, por el contrario, no pueden operar por cuenta propia. En consecuencia, solo pueden actuar por cuenta ajena, con representación o sin ella, tramitando las órdenes de compra o venta de valores por cuenta de sus clientes. Su ámbito más limitado de actuación les impide, por ejemplo, la concesión de créditos o préstamos al inversor.
- Las **sociedades gestoras de carteras** (SGC). Estas entidades solo están autorizadas a gestionar carteras de inversión de acuerdo con los mandatos expresos que les den los inversores y a ofrecer asesoramiento tanto a empresas como a inversores. No obstante, este tipo de servicios de inversión, la gestión de carteras, puede ser realizado también por las sociedades y agencias de valores.
- Las **empresas de asesoramiento financiero** (EAFI), que solo pueden prestar asesoramiento en materia de inversión (art. 140, g) LMV), asesoramiento financiero a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas (art. 141, c) LMV) o elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros (art. 141, e) LMV).

A pesar de la correcta autorización y la concesión de facultades para actuar en un determinado sentido, no todas las entidades tienen acceso directo a determinados mercados de valores. En efecto, en algunos de estos mercados (así, por ejemplo, en las bolsas de valores), únicamente se permite acceder a las entidades que gozan de una autorización especial y que cumplen con unos requisitos específicos por el mercado. Por ello, cuando se remita una orden a un sujeto no miembro del mercado, deberá transmitirla a los miembros del mercado, que la ejecutarán, comunicando con posterioridad al intermediario, con quien el inversor ha contratado, que ha sido efectivamente ejecutada.

Además, el inversor puede también contratar, no directamente con la empresa de servicios de inversión, sino con agentes o representantes, que sin ser empleados o sucursales, realicen labores de promoción y comercialización de sus servicios a cambio de una comisión (art. 146 LMV). Estos representantes podrán actuar por cuenta de la entidad y, así, estarán facultados para recibir y transmitir órdenes por cuenta de terceros, mediar en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de venta, y prestar asesoramiento financiero sobre los productos ofrecidos por la empresa. Únicamente pueden prestar servicios

a una sola empresa de servicios de inversión, o bien a varias del mismo grupo, sin que en ningún caso ostenten representación alguna de los inversores, ni tampoco podrán desarrollar otras actividades que puedan entrar en conflicto con el buen desempeño de sus funciones.

Las empresas de servicios de inversión deben prestar poderes por escrito a sus representantes indicando claramente y con detalle las operaciones y servicios que están facultados a realizar por su cuenta, el sistema de facturación y cobro de sus servicios, y el sistema de cobros y pagos a los clientes. Las empresas de servicios de inversión deben controlar su actuación, para garantizar el cumplimiento de las normas reguladoras de los mercados de valores. La autoridad de supervisión es, en último término, la CNMV (y en la actualidad, dado el nuevo régimen de supervisión europeo, las autoridades europeas competentes en este ámbito). Los agentes deberán inscribirse en el Registro del artículo 238, e) LMV, previa comunicación a la CNMV y previa inscripción de sus poderes en el Registro mercantil. Esta inscripción es un requisito necesario para que puedan iniciar su actividad. En el caso de las entidades de crédito, deberán igualmente inscribir a sus agentes en el Registro correspondiente del Banco de España, y se registrarán por la normativa bancaria en lo que no resulte contradictorio con las normas de la LMV.

El representante no debe recibir fondos directamente del inversor, sino que estos deberán ser entregados directamente a la empresa de servicios de inversión, y tampoco deben estar en su poder los valores o instrumentos financieros de los clientes, ni aun de forma transitoria, sino que deben quedar depositados directamente a nombre del inversor.

En todo caso, las empresas de servicios de inversión están sometidas a autorización para poder desarrollar su actividad en el mercado de valores. De hecho, el artículo 149, 1 y 2 LMV dispone lo siguiente:

«Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizar la creación de empresas de servicios de inversión.

En la autorización se hará constar la clase de empresa de servicios de inversión de que se trate, así como los específicos servicios de inversión y servicios auxiliares que se le autoricen de entre los que figuren en el programa de actividades a que se refiere el apartado 3.

2. La resolución administrativa será motivada y deberá notificarse dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la solicitud, o en el momento en el que se complete la documentación exigible y, en todo caso, dentro de los seis meses siguientes a la recepción de aquella. Cuando la solicitud no sea resuelta en el plazo anteriormente previsto, podrá entenderse desestimada.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará al Ministerio de Economía y Competitividad, con periodicidad trimestral, los procedimientos de autorización incoados indicando los elementos esenciales del expediente a tramitar, y la finalización del mismo, indicando el sentido de la resolución adoptada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.»

5.2.3. Los inversores. En especial, las instituciones de inversión colectiva

Por último, dentro del ámbito de los inversores reviste en la actualidad gran importancia la actividad de las instituciones de inversión colectiva, como grandes inversores institucionales que desarrollan una actividad en nombre de una pluralidad de ahorradores que les confían su dinero. La regulación de estas instituciones la encontramos, en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, cuyo Reglamento vigente se contiene en el Real decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Tienen la consideración de instituciones de inversión colectiva aquellas que tienen por objeto «la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos» (art. 1, 1 LIIC).

Las instituciones de inversión colectiva pueden ser de carácter financiero y de carácter no financiero según inviertan en activos o instrumentos financieros: valores negociables e instrumentos financieros, admitidos a cotización en bolsas de valores; acciones y participaciones de otras instituciones de inversión colectiva, depósitos en entidades de crédito, instrumentos financieros derivados (arts. 29 y 30 LIIC). Las demás son instituciones de inversión colectiva no financieras (art. 34 LIIC), entre las que destacan las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias.

Tanto las instituciones de inversión colectiva financieras como las no financieras pueden revestir la forma societaria («sociedad de inversión») o constituirse como comunidades o copropiedades («fondo de inversión») (art. 1, 2 LIIC).

Los fondos de inversión se configuran legalmente como patrimonios separados sin personalidad jurídica, dado que su naturaleza es la de un patrimonio formado por la inversión efectuada por cada partícipe, debiendo ser gestionados y representados por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con la ayuda de un depositario. La sociedad gestora del fondo es la entidad que toma las decisiones de inversión y ejerce todas las funciones de administración y representación del fondo. La entidad depositaria, por otra parte, tiene la función de custodiar el patrimonio del fondo, y asume también algunas facultades de control sobre la actividad de la gestora, tutelando a los partícipes.

A diferencia de los fondos de inversión, las sociedades de inversión mobiliaria sí poseen personalidad jurídica, con la forma de sociedad anónima, en la que sus accionistas son los ahorradores. El artículo 9 LIIC dispone que el capital social deberá estar íntegramente suscrito y desembolsado desde su constitu-

ción; pueden emitir diferentes series de acciones, diferenciándose por las comisiones aplicables; no pueden tener menos de cien accionistas; han de contar con un depositario, si bien no es preceptivo contar en todo caso con una sociedad gestora. En su denominación deben constar las siglas SICAV (sociedad de inversión de capital variable), dado que su capital social puede variar entre un mínimo y un máximo establecidos estatutariamente. Los administradores, directamente a través de la venta o adquisición de sus propias acciones, podrán proceder al aumento o disminución, sin necesidad de acuerdo de la junta general. La LIIC dispone de otras normas, distintas a las previstas con carácter general para las sociedades anónimas, a fin de facilitar la actividad de estas sociedades de inversión (pueden mantener en cartera acciones propias, pueden ofrecer acciones por debajo de su valor nominal, entre otras, véase artículo 32 LIIC).

Toda institución de inversión colectiva está sometida a la autorización previa por parte de la CNMV y ha de inscribirse en un Registro especial dependiente de la propia CNMV, así como en el Registro mercantil. Las modificaciones de los estatutos, o del reglamento de gestión de los fondos también deben ser autorizadas por la CNMV (sin embargo, existen algunas que solo requieren comunicación: cambio de domicilio, aumento de capital con cargo a reservas, entre otras, *cf.* art. 12, 1 LIIC).

Estas instituciones de inversión colectiva también se encuentran sometidas a un rígido sistema de publicidad informativa: deben publicar un folleto, un documento con los datos fundamentales para el inversor, un informe anual, un informe semestral y un informe trimestral, con el fin de que, de forma actualizada, sean públicamente conocidas todas las circunstancias que puedan influir en la apreciación del valor del patrimonio y perspectivas de la institución, en particular los riesgos inherentes que comporta, así como el cumplimiento de la normativa aplicable (art. 17, 1 LIIC). Además, la LIIC prevé una serie de normas de conducta, que se añaden a las generales que hemos analizado y que contiene la LMV, para realizar operaciones vinculadas por sociedades gestoras con el fin de evitar posibles conflictos de interés (*cf.* art. 67 LIIC), la prohibición de que una entidad pueda ser depositaria de IIC gestionadas por una sociedad perteneciente a su mismo grupo, ni de sociedades de inversión en las que se dé este hecho, salvo que se hubiera previsto un procedimiento específico para evitar estos conflictos de interés (art. 68 LIIC).

La competencia en materia de supervisión e inspección sobre las instituciones de inversión colectiva corresponde a la CNMV, así como la incoación e instrucción de los expedientes sancionatorios contra instituciones de inversión colectiva, depositarios, sus administradores o directores. Si cometen infracciones leves, graves y muy graves la imposición de la sanción corresponderá a la CNMV (art. 92 LIIC).

Dentro de las instituciones de inversión colectiva, los fondos de inversión revisten gran importancia por haber permitido acceder masivamente a los mercados de valores a los inversores particulares. Los hemos definido como patrimonios separados sin personalidad jurídica. Con carácter general podemos distinguir los siguientes tipos de fondos:

- Ordinarios, que invierten mayoritariamente en renta fija, renta variable o derivados.
- De fondos, que invierten mayoritariamente en otros fondos de inversión.
- Subordinados, que invierten en un único fondo de inversión.
- Índice, cuya política de inversión trata de replicar un índice.
- Cotizados, que se negocian en las bolsas de valores, como las acciones.

El 1 de abril de 2009 (Circular 1/2009, de la CNMV) entró en vigor una nueva clasificación de fondos de inversión, que los diferenciaba por su vocación inversora. Esta clasificación ha sido recientemente modificada por la Circular 3/2011, de 9 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que prevé, como aspecto destacable, la exposición a derivados de los fondos de inversión. De este modo, la clasificación ha quedado como sigue:

- Fondo monetario a corto plazo (ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y materias primas, con una duración media de la cartera igual o inferior a 60 días; no pueden invertir en activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2 o equivalente a juicio de la gestora).
- Fondo monetario (ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y materias primas, con una duración media de la cartera igual o inferior a 6 meses; tampoco pueden invertir en activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2 o equivalente a juicio de la gestora).
- Fondo renta fija euro (ausencia de exposición a renta variable; no ha sido clasificada la IIC dentro de las vocaciones de monetario y máximo del 10 % de la exposición total en riesgo divisa).
- Fondo renta fija variable internacional (ausencia de exposición a renta variable y posibilidad de tener más del 10 % de la exposición total en riesgo divisa).
- Fondo renta fija mixta euro (menos del 30 % de la exposición total en renta variable; la suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa no superará el 30 %)

- Fondo renta fija mixta internacional (menos del 30 % de la exposición total en renta variable; la suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa pueden superar el 30 %).
- Fondo renta variable euro (más del 75 % de la exposición total en renta variable; al menos el 60 % de la exposición total en renta variable emitida por entidades radicadas en el área euro y máximo del 30 % de la exposición total en riesgo divisa)
- Fondo renta variable internacional (más del 75 % de la exposición total en renta variable sin haber sido calificada como renta variable euro).
- Fondo renta variable mixta euro (entre el 30 % y el 75 % de la exposición total en renta variable; la suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa no superará el 30 %).
- Fondo renta variable mixta internacional (entre el 30 % y el 75 % de la exposición total en renta variable; la suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa podrán superar el 30 %). La propia Circular prevé una norma transitoria con el fin de aplicar la clasificación prevista.
- Instituciones de inversión colectiva de gestión pasiva, que persiguen un objetivo concreto de rentabilidad no garantizada o replican o reproducen un índice, incluidas las IIC cotizadas.
- Fondo garantizado de rendimiento fijo: IIC para la que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.
- Fondo garantizado de rendimiento variable: IIC con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. Incluye toda IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de la inversión inicial y una gestión activa de una parte del patrimonio.
- De garantía parcial: IIC con objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100 % de la inversión inicial. Incluye toda IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100 % de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.

- De retorno absoluto: IIC que se fija como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica.
- Fondo global: aquel cuya política no encaja en ninguna de las vocaciones inversoras anteriores.

Algunos tipos de fondos de inversión revisten especiales características, en concreto:

1) Los **fondos garantizados**. Se caracterizan porque en una determinada fecha futura se conservará la totalidad de la inversión inicial. En algunos casos se ofrece también una rentabilidad asegurada.

En relación con estos fondos, es esencial tener en cuenta cuál es la fecha de vencimiento de la garantía. Y ello porque solo tendrán derecho a la garantía que otorga el fondo aquellos partícipes que mantengan su inversión hasta la fecha de vencimiento, por lo que si se reembolsa antes, podrían sufrir pérdidas.

Cuando vence la garantía estos fondos inician un nuevo período garantizado que puede suponer incluso el cambio de naturaleza del fondo, dejando de ser garantizado. Estos cambios se comunican por carta a los partícipes a medida que se aproxima el vencimiento de la garantía.

El partícipe de un fondo de garantía podrá, llegado este momento, bien no aceptar las nuevas condiciones del fondo, ejerciendo el derecho de separación, que le permite recuperar su inversión o traspasarla a otros fondos sin soportar comisiones de reembolso por un período de tiempo, que se indicará en la carta remitida por la entidad; o bien permanecer como partícipe, en todo caso, si no ejercita su derecho de separación en el plazo antes indicado. Se le aplicarán a partir del transcurso de este plazo las nuevas condiciones del fondo.

El inversor debe ser informado, en su caso, de la existencia de las denominadas ventanas de liquidez, en las cuales podrá dar órdenes de reembolso total o parcial de su inversión en el fondo sin pagar comisiones. No obstante, en estos períodos no funciona la garantía, por lo que el partícipe, si bien no tendrá que pagar comisiones, podrá incurrir en pérdidas, dado que la garantía no es aplicable.

Estas comisiones pueden ser también elevadas para la suscripción del fondo, si esta tiene lugar fuera del período de comercialización, durante el cual el partícipe no tendrá que asumir dichos costes.

Es importante que el inversor conozca también si la garantía que se ofrece de que en el momento de vencimiento de la garantía conservará su inversión inicial, y, en su caso, obtendrá una rentabilidad asegurada, es interna o externa, dado que ello se traduce en una fiscalidad diferente del producto. Si la garan-

tía es externa (el partícipe directamente recibe la cantidad), el partícipe ha de tributar por las cantidades recibidas en tal concepto en el mismo ejercicio en el que se perciben.

Estos fondos suelen establecer comisiones de suscripción y reembolso elevadas durante el período de garantía, con el objetivo primordial de restringir la entrada y salida de partícipes.

El inversor deberá leer atentamente el folleto informativo del fondo garantizado para conocer sus principales características: período de comercialización, fecha de vencimiento de la garantía, ventanas de liquidez, preavisos, comisiones, etc., así como las comunicaciones que le remite la entidad sobre el vencimiento y las condiciones de renovación de la garantía.

Existen diversos tipos de fondos garantizados:

- **De renta fija:** Se garantiza la conservación del capital y una rentabilidad fija y predeterminada, que se indica en el folleto del fondo en términos de tasa anual equivalente, en la fecha de vencimiento de la garantía.
- **De renta variable:** Solo aseguran la inversión inicial, en la fecha de vencimiento de la garantía. En ocasiones permiten obtener una rentabilidad vinculada al comportamiento de diversos activos financieros o índices, pero si su evolución no es la esperada, es posible que no tenga rentabilidad alguna.

En consecuencia, el inversor deberá comprobar que se trata de un fondo garantizado de uno u otro tipo a la hora de determinar la rentabilidad esperada y comparar ofertas de inversión en este tipo de productos.

2) Los **fondos cotizados** (*Exchange Traded Funds*). Su política de inversión consiste en la reproducción (réplica) de un índice, de modo que sus participaciones se negocian en bolsas de valores, de forma similar a las acciones (funcionan en parte como fondos de inversión y en parte como acciones cotizadas). La rentabilidad que obtienen es similar a la de los índices que replican.

Pueden invertir en ellos los inversores particulares, siendo muy accesibles, dado que suelen tener importes mínimos de inversión, lo que además les permite participar en la evolución de los principales mercados, sin necesidad de invertir en todos y cada uno de los valores integrantes en los índices de referencia. No obstante, debe matizarse que se trata de fondos adecuados para inversores con un perfil de riesgo agresivo, pues por lo general son fondos de renta variable.

Una de sus ventajas es su elevada liquidez, dado que pueden suscribirse y reembolsarse sus participaciones durante todo el período diario de cotización bursátil (a diferencia de los fondos tradicionales, en los que la liquidez es dia-

ria). Otra es que el inversor puede conocer el valor liquidativo de sus participaciones, dado que la Bolsa calcula y difunde una estimación. De este modo, no solo en el momento de la suscripción, sino en un momento posterior, podrá comprobar la evolución de su inversión. Sin embargo, como los especialistas introducen en Bolsa órdenes de compra y venta con un diferencial en los precios, lo normal es que se compre a valor superior al estimado y se venda a valor inferior, si bien la diferencia entre ambos será muy reducida. Si bien las comisiones de gestión y depósito son mucho más reducidas que en otros fondos, al tratarse de órdenes bursátiles, suelen generar comisiones de compraventa a partir del intermediario, así como corretajes de Bolsa.

3) Los **fondos de inversión libre** (FIL, fondos de inversión alternativa o *hedge funds*). Su característica esencial es que pueden invertir en cualquier tipo de activo, seguir la estrategia de inversión que consideren más apropiada y endeudarse en mayor medida que el resto de los fondos (hasta varias veces su patrimonio)

Puede comportar un elevado riesgo, dada su escasa liquidez (dificultad de reembolsar las participaciones) y que en muchas ocasiones fijan un período mínimo de permanencia; por ello y porque la inversión mínima es de 50.000 euros son recomendables para inversores cualificados (bancos, aseguradoras, fondos de pensiones...).

4) Los **fondos de fondos de inversión libre** (FFIL). Constituyen un mecanismo para permitir a los particulares acceder a los fondos de inversión libre. Por ello se definen como fondos de fondos, que no invierten directamente en valores, sino en otros fondos de inversión, en su mayoría fondos de inversión alternativa o *hedge funds*.

Se caracterizan por una gran libertad para decidir sus estrategias de inversión, por lo que podrán acceder a nuevas oportunidades de inversión, pero también suelen implicar mayores niveles de riesgo. El valor de la inversión puede variar de forma significativa a lo largo del tiempo, y el rendimiento no tiene por qué estar ligado a la evolución de los mercados de valores.

Normalmente son menos líquidos que los fondos tradicionales. Su valor liquidativo se podrá publicar con una periodicidad de tres o incluso seis meses, si bien muchos optan por una frecuencia mensual. Pueden además permitir los reembolsos solo cada tres o seis meses, con determinadas especialidades fijadas en el folleto (importe máximo de reembolso, preavisos, suspensión del derecho de reembolso y pago de los reembolsos). Antes de contratarlo, el inversor debe firmar un documento en el que declara haber sido informado de todos los riesgos inherentes al producto. La entidad tiene la obligación de entregarle una copia del documento de consentimiento, que deberá conservar con el folleto y la solicitud de suscripción mientras sea partícipe del FFIL. Es importante

que el inversor esté completamente seguro de comprender el contenido del documento de consentimiento, en particular las características y los riesgos especiales asumidos con la inversión.

Tienen libertad para la fijación de sus comisiones, ya que no les resultan aplicables los límites establecidos para los fondos tradicionales, previstos en el Reglamento de instituciones de inversión colectiva.

La legislación sobre IIC establece además la creación de fondos de inversión por compartimentos, estableciendo que cada compartimento dará lugar a la emisión de sus propias participaciones, que podrán ser de diferentes clases, representativas de la parte del patrimonio del fondo que les sea atribuido. La parte del patrimonio del fondo que le sea atribuido a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y demás obligaciones expresamente atribuidas a ese compartimento y de los costes, gastos y obligaciones que no hayan sido atribuidos expresamente a un compartimento en la parte proporcional que se establezca en el reglamento del fondo. En cualquier caso, cada compartimento responderá exclusivamente de los compromisos contraídos en el ejercicio de su actividad y de los riesgos derivados de los activos que integran sus inversiones. Los acreedores de un compartimento de un fondo de inversión únicamente podrán hacer efectivos sus créditos frente al patrimonio de dicho compartimento, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial que corresponda al fondo de inversión derivada de sus obligaciones tributarias. A los compartimentos les serán individualmente aplicables todas las previsiones de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, con las especificidades que se establezcan en su Reglamento.

Cada compartimento, o cada fondo de inversión en el caso de que este carezca de compartimentos, tendrá una única política de inversión (*Cf.* art. 2, 2 Reglamento LIIC).

6. Las órdenes de valores: el acceso de los inversores a los mercados

Las órdenes de valores constituyen el vehículo a través del cual los inversores pueden acceder a los mercados. Una vez el inversor ha elegido una entidad con la que contratar, y ha abierto una cuenta de valores, deberá realizar la selección de los activos, dirigir al intermediario correspondiente una orden de valores y verificar posteriormente su ejecución y la liquidación de la operación.

6.1. Concepto, finalidad y clases

Son órdenes de valores aquellos mandatos e instrucciones que los inversores dirigen a las entidades habilitadas para prestar servicios de inversión con las que se encuentran previamente ligados contractualmente, para la ejecución de una operación relacionada con valores negociables.

Existe una gran variedad de órdenes de valores, si bien aquí nos referiremos a las más comunes entre los inversores, como son:

a) Compraventa de valores de renta fija, renta variable y productos derivados en mercados secundarios

Debemos distinguir la contratación que se lleva a cabo en cada uno de los mercados:

Bolsa: En ellas coexistían hasta 2009 dos sistemas de contratación, el mercado de corros, con contratación de viva voz, diaria, entre las diez y las doce de la mañana, y el mercado continuo, mediante sistema electrónico.

Se trata del mercado secundario más importante, y en él destacan las **compraventas bursátiles** por su cuantificación y volumen. Se encuentran reguladas en el Real decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, así como en el Reglamento de las bolsas de comercio (Decreto 1506/1967, vigente en lo que no se oponga a la LMV o a las normas posteriores de su mismo rango reglamentario).

Un requisito de validez de estas operaciones es que intervenga un miembro de la Bolsa de Valores, encargándose además de la ejecución de la operación, que, al encontrarse las acciones necesariamente representadas mediante anotaciones en cuenta, consiste en una transferencia contable del vendedor al comprador y en el pago del precio correspondiente por el miembro del mercado.

Es destacable la importante función de las entidades de contrapartida central en caso de incumplimiento por alguna de las partes, dado que se elimina el riesgo de contrapartida, o de que una de las partes incumpla.

Los contratos de compraventa bursátil pueden ser:

- Al contado, en los que la ejecución debe ser inmediata, por lo que no constituyen operaciones especulativas (ejecución en tres días). Es posible efectuar una compra a crédito, en la que la sociedad de valores o la entidad de crédito intermediaria ofrecen al comprador un crédito en dinero para realizar la compra al contado de valores; o también una venta a crédito, en la que el vendedor recibe un crédito en valores para vender valores que todavía no posee, y está obligado a devolver al prestamista igual cantidad de valores en el momento del vencimiento (estas sí que son operaciones especulativas por lo general).
- A plazo, en las que las partes acuerdan que sus obligaciones se cumplirán el día en que se agota un plazo determinado, liquidándose en ese momento la operación, aunque el precio queda fijado en el momento de perfección del contrato. Es habitual que la venta sea en corto, lo que quiere decir que el vendedor no posee los títulos en el momento de su venta, por lo que es claramente una operación especulativa. En este caso, sin embargo, ni el comprador ni el vendedor reciben crédito de la sociedad de valores o entidad de crédito intermediaria en la operación.
A su vez estas operaciones a plazo pueden ser: 1) En firme, que comportan un compromiso definitivo; 2) Condicionales, en las que una de las partes se reserva el derecho a modificar las condiciones de su prestación y paga a la otra una compensación (con prima, con opción, o a voluntad).
- Contrato de doble, u operaciones dobles o simultáneas, que son operaciones complejas que sirven también como garantías financieras. En realidad se trata de que dos personas estipulan dos compraventas de valores en sentido contrario y al cabo de un tiempo pactan readquirir dichos valores.
- Operaciones con pacto de recompra o «repos», en las que el titular de los valores los vende hasta la fecha de amortización y acuerda la recompra de valores de idénticas características 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.

Los préstamos de valores, por otra parte, se caracterizan porque el prestatario adquiere la propiedad de los títulos y ha de devolver al prestamista otros tantos de la misma clase e idénticas condiciones o sus equivalentes si se hubieran extinguido, salvo pacto en contrario (art. 312 C. de co.). El artículo 84 LMV dispone que el préstamo de valores puede estipularse teniendo por finalidad su

disposición para su enajenación posterior, para ser objeto de un nuevo préstamo o para servir de garantía en una operación financiera. El prestatario deberá asegurar debidamente la devolución del préstamo con las garantías suficientes.

Con anterioridad a la contratación de estas operaciones, el cliente estipula con la entidad un contrato que le vincula con el intermediario que ejecutará la orden del mercado. Este contrato puede calificarse como contrato de comisión, si bien con la especialidad de que esta solo podrá recaer sobre algún miembro de la bolsa o del mercado concreto de que se trate, y este quedará obligado a aceptar y ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes recibidas.

Las órdenes recibidas pueden ser imperativas (precisas y completas); indicativas (deja a elección del intermediario determinados extremos) o facultativa (deja al arbitrio del intermediario las condiciones de ejecución de la orden concreta recibida).

MEFF, sociedad rectora de los mercados de productos derivados, en el que los inversores pueden emitir diferentes tipos de órdenes. La compensación y liquidación de estos derivados se encomienda ahora a BME Clearing. Sus activos subyacentes son financieros.

AIAF, mercado en el que se negocian los pagarés de empresa, bonos y obligaciones, cédulas hipotecarias y territoriales, titulizaciones y participaciones preferentes. En estos casos, el inversor debe informarse sobre los últimos precios cruzados y compararlos con los ofrecidos por su intermediario. En todo caso, su entidad está obligada a ofrecerle la mejor contrapartida existente entre las ofertadas por todos los intermediarios.

La liquidación de las operaciones ejecutadas se realiza en la fecha hábil acordada en el momento de la contratación.

Adicionalmente, la incorporación de la normativa MIFID permitió los denominados **sistemas multilaterales de negociación** y la **internalización sistémica**, lo que terminó con la concentración de la negociación de los valores en las bolsas. Se entiende por sistema multilateral de negociación todo sistema operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 % por una o varias sociedades rectoras, que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en la LMV (art. 317 LMV). Dentro de estos sistemas, cuya creación es libre (art. 318 LMV), destacan el sistema electrónico de negociación de activos financieros (SENAF), el mercado alternativo de renta fija (MARF), LAIBEX (mercado de valores latino americanos) y el mercado

alternativo bursátil (MAB), que es una forma de permitir el acceso a la financiación bursátil a las pymes de forma más flexible que el sistema de las bolsas de valores.

Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito podrán igualmente ejecutar por cuenta propia, internamente y al margen de un mercado regulado o de un sistema multilateral de negociación, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, si esta actividad la desarrollan de forma organizada, frecuente y sistemática (art. 331 LMV), actividad que se ha denominado **internalización sistemática**. Los internacionalizadores quedan sometidos también a deberes informativos (art. 332 LMV).

b) Suscripción, reembolso y traspaso de participaciones en fondos de inversión

La orden de suscripción de participaciones en fondos de inversión, en ningún caso puede conllevar para el inversor la obligación de abrir una cuenta de valores o una cuenta corriente asociada en la entidad depositaria o comercializadora. La suscripción de participaciones en un fondo de inversión de nueva creación no puede efectuarse hasta que no se haya registrado su folleto informativo en la CNMV.

Las cantidades resultantes de la ejecución de las órdenes de reembolso son abonadas normalmente por el depositario, conforme a los plazos máximos previstos, y puede efectuarse en efectivo, mediante talón nominativo o mediante ingreso en cuenta corriente.

En cuanto a la orden de traspaso de fondos de inversión entre distintas sociedades gestoras, el cliente deberá emitir la orden escrita a la gestora de destino, que la remitirá a la de origen en el plazo máximo de un día hábil desde la recepción de la solicitud debidamente cumplimentada.

La sociedad de origen dispone como máximo de dos días hábiles para efectuar las comprobaciones pertinentes, efectuando el traspaso mediante transferencia bancaria. La transmisión de la información financiera y fiscal se hará a partir del tercer día hábil desde la recepción de la solicitud.

c) Suscripción de contratos financieros atípicos

Son contratos no negociados en mercados secundarios organizados, por los que una entidad de crédito recibe dinero o valores asumiendo la obligación de reembolsarlos según la evolución de determinados valores, sin comprometerse a la devolución íntegra del principal. La entidad de crédito deberá, en este caso, acompañar al contrato el folleto informativo inscrito en la CNMV. Se trata de productos con elevado riesgo, que en los últimos tiempos han ocasionado numerosas reclamaciones de inversores que, atraídos por su elevada rentabilidad, han confundido este tipo de contratos con tradicionales depósitos

bancarios a plazo. Las normas de conducta antes analizadas y las limitaciones sobre determinados tipos de emisiones inciden sobre la contratación de este tipo de productos.

6.2. Procedimiento y cautelas previas a la emisión de la orden

Existen diversos procedimientos para emitir una orden de valores: de forma presencial, por teléfono, fax o internet. Al inversor particular no le conviene dar una orden verbal, puesto que en ellas la comunicación de la ejecución sirve como confirmación de la orden, encontrándose esta opción recomendada exclusivamente para los inversores profesionales.

La forma presencial supone que el inversor acude a la sucursal de la entidad para dar una orden por escrito, cumplimentando y firmando el impreso correspondiente. Todo mandato, con independencia de su efectiva ejecución se incorpora a un registro de justificantes de órdenes de la entidad y se ha de conservar durante un período mínimo de seis años.

Una vez emitida la orden sus efectos se consideran firmes, y han de enviarse al miembro del mercado para su contratación si la entidad no lo es.

Cuando la contratación se efectúa por la vía telefónica conviene diferenciar según que el cliente haya firmado previamente con la entidad un contrato del tipo banca telefónica, en cuyo caso el cliente se acredita conforme al procedimiento establecido por la entidad y esta conserva la grabación de la orden durante un período mínimo de tres meses, ampliables si consta la disconformidad del cliente ordenante; en el caso de que se trate de una orden dada ocasionalmente por teléfono, se exige siempre en este supuesto la confirmación escrita de la orden. La entidad puede incluso condicionar la tramitación y ejecución de la orden a esta confirmación. Pero puede entenderse también tácitamente confirmada cuando el receptor de la orden comunica al ordenante la ejecución y liquidación de la operación, y este no manifiesta su disconformidad en el plazo indicado por la entidad, que no podrá ser inferior a quince días desde la recepción de la información. Es posible igualmente usar el fax, pero únicamente cuando la entidad lo acepta como válido.

Por último, debe destacarse el elevado número de contrataciones en línea. En este caso, el inversor ha de valorar la adecuación de la entidad oferente a la normativa legal sobre normas de conducta, y es fundamental que dispongan de un sistema que garantice la seguridad y confidencialidad de las transacciones, que permitan dibujar el perfil del inversor, que den información sobre el margen para modificaciones y cancelaciones y los derechos del inversor ante la indisponibilidad del sistema. Estas órdenes se incorporarán igualmente a un registro magnético para ser archivadas. Para la emisión de órdenes de valores por vía telemática es necesario contar con algún sistema de identificación del

ordenante. En este supuesto de contratación en línea conviene que el inversor verifique las probabilidades de que su orden pueda realmente ser ejecutada de acuerdo con los últimos precios de cruce del mercado.

En cualquier caso, antes de dar la orden de valores el inversor debe realizar la comprobación de que la entidad se encuentra habilitada para prestar servicios de inversión en España. Antes de dar un mandato debe analizar todos los gastos asociados a la orden, a su posible modificación o cancelación, a la liquidación de la operación, así como las condiciones del mercado en general y del valor objeto de la orden en particular.

Existen una serie de cuestiones que el inversor debe necesariamente preguntar a su intermediario. Son las siguientes:

a) Las comisiones que podrá cobrar por la prestación del servicio

Las entidades financieras están obligadas a especificar los importes exactos que se devengan por un determinado servicio, así como a informar de las comisiones aproximadas asociadas a una operación concreta. El inversor debe adoptar una posición activa y reclamar toda esta información.

Además, cuando se trata de órdenes que se tramitan y ejecutan sobre valores negociados en un mercado secundario, se trata de fases independientes que pueden no ser realizadas por la misma entidad si el intermediario con el que el inversor contrata resulta que no es miembro del mercado. En este caso se podrá cobrar al cliente simultáneamente: la comisión impuesta por la entidad intermediaria por la tramitación de la orden; la comisión correspondiente al miembro del mercado cuando el intermediario no lo es; y los gastos derivados de las sociedades rectoras de los mercados y de los servicios de compensación y liquidación. Y aún más, si se trata de una venta, se repercutirá la comisión de custodia y administración de los valores transmitidos.

En la actualidad existe libertad para la fijación de las comisiones, pero estas deben cumplir un requisito previo, que es el de su comunicación a la CNMV, así como la publicación de un folleto de tarifas máximas aplicables. Todo servicio de inversión habitual no tarifado o no recogido en dicho folleto no puede ser gravado con ninguna comisión. Ni tampoco pueden imponerse comisiones superiores a las tarifadas (art. 71 Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

El folleto de tarifas, una vez registrado, debe estar a disposición del público en el domicilio social y en el tablón de anuncios de cada sucursal, y podrá consultarse igualmente el Registro oficial de la CNMV y en su página web.

Las empresas de servicios de inversión deben entregar a sus clientes, junto con la copia del documento contractual, una copia de las tarifas aplicables a sus operaciones, o bien incorporarlas directamente al propio contrato. No puede efectuarse una remisión genérica al folleto de tarifas sin entregarlo al cliente.

El régimen de comisiones puede ser modificado, pero dicha variación debe comunicarse necesariamente a los clientes, que dentro de un plazo de dos meses podrán optar por rescindir la relación contractual sin que les resulten de aplicación las nuevas tarifas.

b) La provisión de fondos y valores

Las entidades financieras deberán cumplir las órdenes de sus clientes, si bien podrá supeditarse su ejecución a la disposición de efectivo o valores suficientes. No obstante, las sociedades de valores y las entidades de crédito permiten la operativa en descubierto durante la sesión en curso y antes del cierre del mercado, e incluso determinadas empresas de servicios de inversión ofrecen a los clientes la posibilidad de establecer un contrato de préstamo de valores.

En todo caso, para permitir la tramitación y ejecución de una orden de valores, esta debe ser clara y precisa, de modo que tanto ordenante como receptor conozcan exactamente su alcance.

6.3. Seguimiento de la orden y verificación de la ejecución

Una vez el cliente ha emitido la orden de valores a través de cualquier medio admitido por el intermediario y reconocido como válido por la CNMV, este debe verificar determinados aspectos de la orden y si es miembro del mercado la introducirá él mismo, si no deberá dirigirla a una sociedad o agencia de valores y bolsa o a una entidad de crédito que lo sea. Este miembro del mercado gestionará la introducción de la orden en el mercado.

La entidad está obligada a entregar al inversor un justificante de todas las órdenes dadas por escrito. Lo que no puede establecerse de forma estricta es un plazo para la ejecución de la orden, puesto que solo es posible estimar un plazo máximo de referencia, ya que en muchos casos serán las propias circunstancias del mercado las que determinarán la mayor celeridad o no en su ejecución. Por ello, el inversor deberá estar atento a la evolución del mercado y consultar con su intermediario el estado de la misma, para poder reaccionar ante cambios inesperados en las condiciones del mercado.

Independientemente del método utilizado para la emisión de la orden, la entidad con la que contrató el inversor deberá facilitarse para cada liquidación practicada un documento o extracto comprensivo de todos los términos vinculados a cada operación. Igualmente, deberá proporcionarle clara y detalladamente toda la información que el inversor solicite.

Si se trata de un contrato de depósito y administración de valores de duración superior a un año o indefinida, la entidad deberá remitir información sobre la composición de su cartera de valores con periodicidad anual. No obstante, cuando se hayan producido variaciones en su composición, la información debe ser trimestral; y si invierte en derivados o productos de alto riesgo, mensual.

Igualmente, como ya se apuntó, las sociedades gestoras de fondos de inversión asumen importantes obligaciones informativas frente a sus clientes y participantes en los fondos que gestionan.

7. Los mercados y sus principales características.

Mercado primario y mercado secundario

Los inversores españoles disponen de numerosas opciones de inversión financiera, bien en los mercados primarios o en los secundarios.

Las operaciones de mercado primario permiten al inversor acceder a la compra de valores que, en condiciones normales, no han sido comercializados con anterioridad, por lo que nos encontramos con adquisiciones originarias. Dichas adquisiciones pueden llevarse a cabo a través de los siguientes sistemas:

- Emisiones públicas, ofertas públicas de suscripción (OPS), mediante las que la entidad emisora ofrece a los inversores en general la suscripción de valores nuevos, y garantiza habitualmente la negociabilidad de tales activos en un mercado secundario a la finalización de la operación. Un ejemplo de dicho tipo de operaciones es la salida a Bolsa de una sociedad anónima, que desea de ese modo captar recursos propios (la aportación de los inversores) y mantener sus acciones en la cotización bursátil (al multiplicar de este modo el número de sus accionistas).
- Ofertas públicas de venta (OPV), que suponen oferta al público de venta de valores normalmente cotizados y ya comercializados con anterioridad por un oferente (normalmente un gran inversor institucional), que mantenía dichos valores agrupados bajo su exclusiva titularidad. A través de este procedimiento se han llevado a cabo las privatizaciones de la reciente historia financiera española.

A diferencia de las emisiones públicas, las OPV son operaciones de mercado primario, no por naturaleza (se trata de transmisiones de valores derivativas no originarias), sino por asimilación, dado que se somete al mismo tipo de procedimiento que aquellas.

Los mercados secundarios organizados son aquellos mercados financieros de funcionamiento estable y público en los que son objeto de contratación derivativa determinados valores mobiliarios admitidos a cotización. El público inversor no puede acceder de forma directa a los mercados secundarios, puesto que en principio solo los miembros del mercado se encuentran facultados para operar en ellos. Los inversores, en consecuencia únicamente pueden contratar los valores negociados en los mercados secundarios, en condiciones normales, recurriendo a uno de dichos miembros del mercado. Estos mercados secundarios benefician al inversor al incrementar la liquidez de su inversión, dado que cuando lo considere conveniente, acudirá de nuevo al mercado en el que se negocien sus valores para venderlos.

Entre los mercados secundarios organizados, pueden destacarse: las bolsas de valores (Madrid, Barcelona, Bilbao, Valencia y Mercado Continuo, en las que se negocian activos de renta variable, como las acciones), el Mercado de Deuda Pública Anotada (valores de renta fija pública, como Letras del Tesoro u Obligaciones del Estado), el mercado AIAF (Asociación de Intermediarios en Activos Financieros, donde se negocian valores de renta fija privada, como los bonos u obligaciones de empresa, así como las participaciones preferentes) y el mercado MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros, donde se negocian instrumentos financieros derivados sobre activo subyacente financiero, como las opciones y futuros, actualmente regulados por Real decreto 1282/2010, de 15 de octubre).

En consecuencia, puede distinguirse entre mercados organizados, caracterizados por poseer una estructura más o menos compleja, que favorece el encuentro de la oferta y la demanda, en los que, además, existe por lo general una entidad que organiza el sistema y publica una cotización, dotando de mayor seguridad al mercado; y mercados no organizados, en los que oferente y demandante deben contratar directamente, lo que reduce el nivel de información que se posee del mercado y aumenta el riesgo de inejecución (Valpuesta).

En concreto, debe destacarse en estos momentos entre los mercados de derivados la importancia de los mercados OTC (*over the counter*), con un volumen de negociación varias veces superior a la efectuada en los mercados regulados en cuanto a contratos sobre tipos de interés y divisas (por ejemplo, swaps) (véase González Pueyo, *Organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central*, CNMV, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2009_3_5.pdf>). Debe tenerse en cuenta que la actividad de estos mercados OTC no está controlada directamente por el supervisor, en este caso, la CNMV, sino que solo lo estará de forma indirecta a través de la supervisión de sus principales actores, las entidades de crédito, así como a través de la incidencia que la contratación en estos mercados pueda tener en la libre fijación de precios. En los últimos años se ha incrementado notablemente el interés y la presión por aumentar la seguridad en la contratación en estos mercados y por favorecer la incorporación de cámaras de contrapartida o entidades de compensación y liquidación que reduzcan el riesgo de crédito, que por lo general es asumido por las contrapartes, al liquidarse la operación bilateralmente entre ellas.

8. Contratos en el mercado primario de valores

8.1. La admisión a negociación de los valores

El mercado primario de valores es, como se ha destacado anteriormente, aquel en el que se produce la admisión originaria a negociación de los valores. Para que sean admitidos a negociación los valores en un mercado secundario oficial es necesario que se cumplan una serie de requisitos impuestos por la LMV:

1) Artículo 76 LMV:

«1) La admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales requerirá la verificación previa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del cumplimiento de los requisitos y procedimiento establecidos en esta Ley y en sus normas de desarrollo. En el caso de los valores negociables en las bolsas de valores, dicha verificación será única y válida para todas ellas. La admisión a negociación en cada uno de los mercados secundarios oficiales requerirá, además, el acuerdo del organismo rector del correspondiente mercado, a solicitud del emisor, quien podrá solicitarlo, bajo su responsabilidad, una vez emitidos los valores o constituidas las correspondientes anotaciones.

2) Reglamentariamente se determinarán los requisitos y el procedimiento para la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales de valores, así como la publicidad que haya de darse a los acuerdos de admisión. Los requisitos podrán establecerse de forma diferenciada para las distintas categorías de valores o mercados. Del mismo modo se determinarán los requisitos y procedimiento de permanencia de los valores en caso de escisión de sociedades.

3) No obstante lo dispuesto en el número 1 anterior, los valores emitidos por el Estado y por el Instituto de Crédito Oficial se consideran admitidos de oficio a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones o, en su caso, en los demás mercados secundarios oficiales conforme a lo que se determine en la emisión.

Los valores emitidos por las comunidades autónomas se entenderán admitidos a negociación en virtud de la mera solicitud del emisor.

En todos los supuestos anteriores se deberán, no obstante, ajustar a las especificaciones técnicas del mercado en cuestión, conforme a lo dispuesto en el número anterior.

4) Las competencias previstas en los apartados anteriores corresponderán a las comunidades autónomas con competencias en la materia, respecto a los valores negociados exclusivamente en mercados de ámbito autonómico y previo cumplimiento de requisitos específicos exigidos en dichos mercados.»

2) Artículo 78 LMV: Este precepto impone además que los mercados deban disponer de normas claras y transparentes con relación a la admisión a negociación de instrumentos financieros, que aseguren que estos puedan ser negociados de modo correcto, ordenado y eficiente, y cuando se trate de valores negociables, que sean libremente transmisibles. En concreto, respecto de los contratos derivados, las normas deben garantizar que la formulación del contrato objeto de negociación permita una correcta formación de precios, así como la existencia de condiciones efectivas de liquidación.

Todas estas normas relativas a los requisitos de admisión a negociación han sido objeto de desarrollo por el Real decreto 1310/2005, al que también se ha hecho antes referencia al hablar de los emisores. En concreto, el Real decreto dispone que deben cumplirse los requisitos establecidos en él sobre idoneidad e información, que tendrán que ser verificados por la CNMV; además la emisión deberá ser objeto de autorización por el organismo rector del mercado (art. 7 R. D.).

El artículo 8 del Real decreto establece los requisitos de idoneidad con respecto al emisor, al establecer que:

- «1. El emisor que solicite la admisión a negociación en un mercado secundario oficial español de sus valores deberá cumplir los requisitos señalados en los apartados siguientes.
2. El emisor deberá estar válidamente constituido, de acuerdo con la normativa del país en el que esté domiciliado, y deberá estar operando, de conformidad con su escritura pública de constitución y estatutos, o documentos equivalentes.
3. Las acciones de un emisor admitidas a negociación no podrán establecer desventajas o diferencias en los derechos que correspondan a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas.

Asimismo, el emisor de valores de deuda se asegurará de que todos los tenedores de valores de deuda con las mismas características y, por ello, fungibles entre sí, admitidos a negociación reciban el mismo trato por lo que respecta a todos los derechos inherentes a esos valores.»

Del mismo modo, se exigen también determinados requisitos de idoneidad en los valores, que se establecen en el artículo 9 del Real decreto:

- «1) Los valores que sean objeto de una solicitud de admisión a negociación en un mercado secundario oficial español deberán cumplir los requisitos señalados en los apartados siguientes.
- 2) Los valores deben respetar el régimen jurídico al que estén sometidos.
- 3) Los valores que sean objeto de una solicitud de admisión a negociación habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta, sin perjuicio de lo dispuesto con respecto a los valores extranjeros en el artículo 35.1 del 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.
- 4) Los valores deben ser libremente transmisibles. Se considerará que los valores son libremente transmisibles siempre que no existan restricciones en los estatutos del emisor o en el acuerdo de emisión de los valores. Se considerará que los valores parcialmente desembolsados cumplen dicha condición si, a juicio de la CNMV, la transmisibilidad de dichos valores no está restringida y los inversores disponen de toda la información necesaria para que su negociación se realice de una manera transparente.
- 5) Cuando se realice una oferta pública con carácter previo a la admisión de los valores, la primera admisión no podrá realizarse antes de que finalice el período de suscripción, salvo en el caso de valores no participativos para los que no exista un período cerrado de suscripción de modo que las sucesivas emisiones y admisiones de los valores se realicen de manera continuada durante el plazo de vigencia del folleto informativo.
- 6) El importe total de los valores cuya admisión a negociación se solicite será, como mínimo:
 - En el caso de acciones, seis millones de euros, calculado como el valor esperado de mercado. Para estimar si se cumple este requisito, se tendrá en cuenta el precio que hayan pagado los inversores en la oferta pública previa a la admisión, si hubiera existido dicha oferta.

- En el caso de valores de deuda, 200.000 euros, calculado como valor nominal de la emisión.
- No se exigirá importe mínimo para el resto de valores.

Los importes señalados en los párrafos anteriores no se aplicarán cuando ya estén admitidos a negociación valores de la misma clase. En el caso de emisiones continuadas de valores de deuda, se calculará respecto del importe global del programa.

La CNMV podrá admitir acciones y valores de deuda que no alcancen los importes mínimos indicados con anterioridad, cuando considere que queda garantizada la existencia de un mercado suficientemente líquido para la negociación de dichos valores.

7) Cuando se solicite la admisión a negociación de acciones en una bolsa de valores, será necesario que, con carácter previo o, como más tarde, en la fecha de admisión a negociación, exista una distribución suficiente de tales acciones en uno o más estados miembros de la Unión Europea, o en estados no miembros de la Unión Europea, si las acciones cotizan en estos últimos.

Este requisito no resultará de aplicación cuando las acciones vayan a distribuirse al público a través de una bolsa de valores y siempre que la CNMV considere que se realizará la distribución a corto plazo en la bolsa.***

Se considerará que existe una distribución suficiente si, al menos, el 25 % de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase y a su grado de distribución entre el público.

8) La solicitud de admisión a negociación de acciones de una clase deberá comprender todas las acciones de esa clase. Si ya hay acciones de esa clase admitidas, deberá comprender todas las nuevas acciones de esa clase emitidas o que se vayan a emitir.

La solicitud de admisión a negociación de valores de deuda deberá comprender todos los valores de una misma emisión.

9) La admisión a negociación de obligaciones convertibles o canjeables y de obligaciones con warrants exigirá que las acciones a las que se refieren hayan sido anteriormente admitidas a negociación, o vayan a admitirse simultáneamente, en una bolsa de valores española, en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, en otros mercados similares domiciliados en países de la OCDE o en aquellos otros que la CNMV estime equivalentes.

Lo dispuesto en el párrafo anterior no resultará de aplicación cuando la CNMV considere que los tenedores de las obligaciones tienen a su disposición toda la información necesaria para formarse un juicio sobre el valor de las acciones a que hagan referencia dichas obligaciones.»

Son fundamentales, sobre todo, los requisitos de información que se imponen al emisor en el artículo 11 del Real decreto, consistentes en la aportación y registro en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable; la aportación y registro en la CNMV de las cuentas anuales del emisor, preparadas y auditadas de acuerdo con la legislación aplicable a dicho emisor y la aportación, aprobación y registro en la CNMV de un folleto informativo, así como su publicación. Ya se ha hecho referencia a la regulación y contenido del folleto informativo; aquí se destaca únicamente que deberá ser aprobado por la CNMV y que posteriormente tendrá que inscribirse en el correspondiente registro administrativo y ponerse a disposición del público (por distintos medios: en uno o más periódicos, en un formato impreso a disposición del público inversor en el mercado en que los valores se admiten a negociación; en formato electrónico en la página web del emisor, del mercado en el que se admiten a negociación o en la propia página web de la CNMV).

La LMV impone deberes adicionales de información a los emisores. En concreto, la emisión de un informe financiero anual, que debe mantenerse a disposición del público como mínimo cinco años (además, sus cuentas se someterán a auditoría de cuenta, cuyo informe se hará público junto con el informe financiero anual); emisión de un informe financiero semestral relativo a los primeros seis meses del ejercicio, que deberá difundirse en el plazo de dos meses siguiente a la finalización de este período; y emisión de un segundo informe financiero semestral referido a los doce meses del ejercicio, ambos contendrán las cuentas anuales resumidas, un informe de gestión intermedio y las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido; un informe trimestral de gestión que contenga al menos una explicación de los hechos y operaciones significativos que hayan tenido lugar durante el período correspondiente y su incidencia en la situación financiera del emisor y de sus empresas controladas, así como una descripción general de la situación financiera y de los resultados del emisor y sus empresas controladas durante el período correspondiente (arts. 118 y sigs. LMV).

Por la elaboración y publicación de esta información responden al menos el emisor y sus administradores (véanse también arts. 32 a 37 R. D. 1310/2005), quienes «serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores como consecuencia de que la información no proporcione una imagen fiel del emisor» (art. 124 LMV). La acción prescribe a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de que la información no proporciona una imagen fiel del emisor.

Conforme al artículo 123, 2 LMV, están obligados a comunicar a la CNMV y al mercado en el que se negocien los valores cualquier cambio en los derechos inherentes a los valores, así como cualquier proyecto de modificación de sus estatutos. Además deberán asegurarse de que todos los mecanismos y la información necesarios para permitir que los accionistas y tenedores de obligaciones ejerzan sus derechos estén disponibles en España cuando sea el Estado miembro de origen y de que se preserve la identidad de los datos.

8.2. Las ofertas públicas de venta o de suscripción

El artículo 35 LMV las define como «toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores». La principal consecuencia derivada de la consideración de la operación como oferta pública de venta o suscripción es la obligación de publicar previamente el folleto informativo debidamente aprobado por la CNMV. Esta obligación no será aplicable, sin embargo, a determinadas ofertas, que no tienen la consideración de ofertas públicas: a) Una oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados; b) Una oferta de valores dirigida a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados; c) Una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un mínimo

de 100.000 euros por inversor, para cada oferta separada; c) Una oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea al menos 100.000 euros; d) Una oferta de valores por un importe total en la Unión Europea inferior a 5.000.000 euros, cuyo límite se calculará en un período de 12 meses. No obstante, con la intención de controlar, aun de forma indirecta determinados tipos de emisión de valores, por medio del Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, se incorporó un párrafo adicional al artículo 30 bis 1 de la hoy derogada LMV, en el que se establece que «cuando se trate de colocación de las emisiones contempladas en las letras b, c, d y e de este apartado, dirigidas al público en general mediante cualquier forma de comunicación publicitaria, deberá intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de la comercialización de los valores emitidos». La participación de una empresa de servicios de inversión debidamente autorizada garantiza a los inversores el cumplimiento de determinadas obligaciones informativas y un cierto control y supervisión sobre la comercialización y colocación de estas emisiones, control que se hacía necesario, por ejemplo, dadas las masivas emisiones realizadas en nuestro país (véanse las advertencias al público inversor publicadas por la CNMV en relación con el caso Rumasa).

Debe destacarse asimismo que conforme a lo establecido en el artículo 41 del Real decreto 1310/2005, existen otros supuestos en los que no existe obligación de publicar un folleto de oferta pública:

«1. La obligación de publicar un folleto no se aplicará a la oferta pública de los siguientes tipos de valores:

a) Acciones emitidas en sustitución de acciones de la misma clase ya emitidas, si la emisión de tales acciones no supone ningún aumento del capital emitido.

b) Valores ofrecidos como pago en relación con una oferta pública de adquisición, a condición de que se disponga de un documento que contenga información que la CMNV considere equivalente a la del folleto, teniendo en cuenta los requisitos de la normativa comunitaria.

c) Valores ofrecidos, asignados o que vayan a ser asignados en relación con una fusión, siempre que se facilite un documento que contenga información que la CNMV considere equivalente a la del folleto, teniendo en cuenta los requisitos de la normativa comunitaria.

d) Acciones ofrecidas, asignadas o que vayan a ser asignadas gratuitamente a los actuales accionistas, y dividendos pagados en forma de acciones de la misma clase que aquellas por las que se pagan los dividendos, siempre que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos y detalles de la oferta.

e) Valores ofrecidos, asignados o que vayan a ser asignados a consejeros o empleados actuales o antiguos por su empleador o por una empresa de su grupo, siempre que los citados valores sean de la misma clase que los que ya han sido admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, y que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de los valores y los motivos y detalles de la oferta.

f) Valores no participativos emitidos por:

- El Estado español, sus comunidades autónomas o sus entidades locales.
- Un Estado miembro de la Unión Europea o una de sus autoridades regionales o locales.

- Organismos públicos internacionales de los que formen parte uno o más estados miembros de la Unión Europea.
 - El Banco Central Europeo.
 - Los bancos centrales de los estados miembros.
- g) Las acciones de bancos centrales de los estados miembros.
- h) Valores incondicional e irrevocablemente garantizados por el Estado español.
- i) Valores de deuda emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, a condición de que estos valores:
- No sean subordinados, convertibles o canjeables.
 - No den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores.
 - No estén ligados a un subyacente del que dependa su valor o precio.
 - Materialicen la recepción de depósitos reembolsables.
 - Estén cubiertos por un sistema de garantía de depósitos conforme a las normas aprobadas por los estados miembros para la trasposición de la Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.
- j) Valores de deuda emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, cuando el importe total de la oferta sea inferior a 50 millones de euros, cuyo límite se calculará con respecto a un período de 12 meses, a condición de que estos valores:
- No sean subordinados, convertibles o canjeables.
 - No den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores.
 - No estén ligados a un subyacente del que dependa su valor o precio.

2. El emisor u oferente podrá, en los supuestos previstos en los párrafos f, h y j del apartado anterior, elaborar un folleto de acuerdo con este Real decreto cuando así lo requiera la legislación de otros estados miembros de la Unión Europea donde vayan a ofrecerse públicamente los valores con el fin de beneficiarse del pasaporte a que se refiere el capítulo del título II.»

8.3. Otros negocios complementarios en el mercado primario

8.3.1. El contrato de colocación de valores

Por este contrato, una o más empresas de inversión, denominadas colocadoras, se proponen, por precio y para su contraparte (un emisor), distribuir entre el público inversor los valores negociables pactados (Ibáñez Jiménez). Normalmente es un contrato que aparece juntamente con otros contratos también complementarios de este mercado, como el contrato de aseguramiento de valores.

Únicamente pueden ser colocadores empresas de servicios de inversión debidamente autorizadas o entidades de crédito (arts. 143 y sigs. LMV). Las agencias y sociedades de valores, así como las entidades de crédito autorizadas podrán recabar peticiones de suscripción; las sociedades gestoras de carteras solo

podrán realizar esta actividad a través de las agencias y sociedades de valores por cuenta de los clientes cuyas carteras gestionan, pero no pueden participar como colocadoras por cuenta del oferente.

La entidad colocadora puede, por lo demás, actuar en nombre propio (sistema de distribución en firme) o en el del oferente, por lo que se permite la delegación consentida, sin perjuicio de la tutela de los inversores, ya que en todo caso el subcolocador queda sometido a las normas de conducta del mercado. Es común la celebración de contratos de sindicación, por los que una pluralidad de colocadores pactan la distribución geográfica, temporal y comercial de la misma. El contrato se suscribe normalmente con una entidad, la jefe del sindicato, que se compromete a crear una adecuada red de distribución. En los supuestos en los que se produce una emisión dirigida a varios mercados geográficos, o a distintos segmentos de suscriptores, es común además celebrar un contrato de coordinación, subordinado y auxiliar al de colocación, por el que el coordinador, vinculado al emisor, e integrado en el sindicato de colocación, calcula y organiza los tramos de colocación (Ibáñez Jiménez).

Del contrato se derivan obligaciones tanto para el colocador como para el emisor. Son obligaciones del colocador, frente al emisor, principalmente:

- Ejecutar la comisión de suscripción, quedando sometido a las normas previstas en el Código de comercio sobre contrato de comisión y a las específicas de la LMV. Asume una obligación de medios, de modo que no garantiza un resultado determinado, el éxito de la emisión, sino simplemente cumplir la comisión de forma diligente, siguiendo las instrucciones del folleto y demás instrucciones que le dirija el emisor.
- Informar al emisor sobre el grado de ejecución del contrato de colocación, esto es, mantenerle informado sobre el cumplimiento de la comisión (*cf.* arts. 260 del Código de comercio y 209 LMV).
- Liquidar la suscripción de cada colocador, debiendo saldar las cantidades recibidas por la suscripción de valores de los inversores y entregar los valores o bien facilitar su entrega por una entidad adherida al sistema de liquidación. Se trata de una manifestación particular del deber de rendición de cuentas del contrato de comisión (*cf.* art. 273 del Código de comercio).

Por lo demás, el colocador puede asumir una responsabilidad extracontractual frente al público si causa daño al mercado (provocado, por ejemplo, por una recomendación no adecuada o desconociendo datos que diligentemente debiera conocer sobre los valores o el emisor), así como una responsabilidad administrativa si se cometen infracciones de mercado. Del folleto solo responderá si garantiza la emisión y respecto de la información que elabore (art. 34 R. D. 1310/2005), o en los casos en los que autorice contenidos del mismo o asuma responsabilidad por los mismos voluntariamente (Ibáñez Jiménez).

Son obligaciones del emisor, por otra parte: 1) Suministrarle al colocador la información necesaria para proceder a la ejecución del contrato (también deberá proporcionarse al coordinador, en su caso); 2) Abonar el precio de la comisión desempeñada, que puede consistir, aunque no es común, en otra ventaja económica. La comisión suele consistir en una cantidad variable dependiendo del nominal de los instrumentos emitidos. 3) Resarcir al comisionista de los gastos efectuados, que deberán liquidarse en la cuenta de comisión (art. 278 Código de comercio), lo que normalmente se hace a través del pago de la comisión correspondiente.

El contrato se extingue normalmente por el transcurso del plazo de colocación y por cumplimiento contractual, esto es, por el cumplimiento de la comisión encomendada por el emisor.

8.3.2. El aseguramiento de emisiones

El contrato de aseguramiento de emisiones pretende que el emisor reduzca el riesgo de no colocación de los valores, cediéndolo a los aseguradores, que dotan de plena liquidez a la emisión, a cambio del pago de un precio. Es una función ajena a la colocación, si bien muchos colocadores son a la vez aseguradores, de ahí que se haya defendido en ocasiones su carácter de simple pacto adicional al contrato de colocación. No obstante, se trata de un contrato autónomo al de colocación.

El contrato de aseguramiento puede ser: 1) En firme, de forma que el emisor vende al asegurador, de inicio, todos o parte de los valores emitidos, que procura revender por sí o por terceros, difundiendo públicamente la emisión, pero deberá mantener los no recolocados; 2) No en firme, o con garantía financiera: el asegurador promete adquirir subsidiariamente los valores emitidos y no colocados.

Los sujetos que intervienen en el contrato son el emisor y el asegurador o aseguradores, que suelen coincidir con el grupo colocador, al menos parcialmente. Los aseguradores pueden actuar solidariamente o no. Pueden ser aseguradores en España las sociedades de valores y las entidades de crédito autorizadas y habilitadas para operar en España u otro Estado miembro de la UE, con sucursal autorizada en España que cumpla con las normas de conducta y de mercado anteriormente analizadas. No pueden asegurarlas las agencias de valores ni las sociedades de gestión de carteras (art. 143 LMV).

Son las obligaciones principales del asegurador frente al emisor: 1) Comprar los valores no suscritos o colocados al público. En el caso de pluralidad de aseguradores (sindicato), se los distribuirán de acuerdo con las reglas del mismo, que no siempre será proporcional. 2) Publicitar la oferta, cuando se hubiera comprometido a realizar actividades comerciales y a difundir la información necesaria relativa a la oferta con fines no comerciales. 3) Estabilizar el precio durante el tiempo posterior a la suscripción. 4) Cumplir las instrucciones del

emisor y del director que actúe por cuenta de este, sobre las condiciones económicas, temporales y comerciales de la oferta. 5) Cumplir las reglas de conducta del mercado y las de actuación previstas reglamentariamente. 6) Vender los excesos legales de autocartera, fundamental cuando se esté ante un grupo de sociedades. 7) Formular opa obligatoria, cuando exista toma de control conforme al artículo 128 LMV. 8) Notificar a la CNMV y a las sociedades rectoras de las Bolsas donde coticen los instrumentos emitidos la eventual adquisición o venta de derechos de voto en la sociedad emisora cuando se alcancen, superen o pierdan los múltiplos de acciones establecidos por la normativa reglamentaria en vigor (Ibáñez Jiménez).

Para el emisor, la principal obligación consiste en pagar la retribución debida al asegurador, que es de cuantía libre. La comisión suele abonarse conjuntamente cuando el contrato de aseguramiento concurre con el de colocación en un mismo sujeto.

El contrato se extingue por colocación total de los títulos, por compra de los valores no colocados, por concurso del asegurador o por su suspensión derivada de la imposición de una sanción administrativa.

8.3.3. El contrato de dirección de emisiones

Por el contrato de dirección de emisiones, una empresa de inversión (entidad directora) se obliga con el emisor a «dirigir las operaciones relativas al diseño de las condiciones financieras, temporales y comerciales de la oferta», así como a «la coordinación de las relaciones con las autoridades de supervisión, con los operadores de los mercados, con los potenciales inversores y con las restantes entidades colocadoras y aseguradoras» (art. 53, 1 R. D. 1310/2005). Dispone además el artículo 35, 3 del Real decreto 1310/2005, que «en el caso de que el emisor u oferente haya otorgado un mandato a una entidad directora para realizar las operaciones a las que se refiere el apartado 1, con relación a la primera admisión a negociación de las acciones del emisor que hayan sido previamente objeto de una oferta pública de venta y el folleto deba ser aprobado por la CNMV, aquella deberá llevar a cabo las comprobaciones que, razonablemente, según criterios de mercado comúnmente aceptados, sean necesarias para contrastar que la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable. Dichas comprobaciones podrán variar en función de factores como las características de la operación, del emisor y su negocio, de la calidad de la información disponible o facilitada por el emisor o del conocimiento previo que del emisor tenga la entidad directora». El contrato se estipula a cambio de un precio y generalmente por escrito.

Pueden ser directoras, las sociedades y agencias de valores, los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, u otras entidades de autorizadas, sean intracomunitarias o extracomunitarias. Las sociedades gestoras de carteras solo pueden asesorar sobre la estructura de capital.

Son obligaciones del director las relativas a la preparación de la oferta, y en concreto:

- Aconsejar al emisor sobre la conveniencia estratégica y financierofiscal de la operación.
- Asesorar sobre las características de los valores negociables o instrumentos financieros y sobre su sistema de colocación o distribución.
- Practicar las diligencias legales requeridas.

Incumbe también al director la ordenación del proceso de distribución de los instrumentos:

- Establecer los mecanismos publicitarios, de difusión y colocación óptimos.
- Asesorar al emisor durante la ejecución de este procedimiento, salvo que el emisor hubiera contratado separadamente este servicio.
- Comprobar, si se ha pedido la admisión a cotización después de la oferta pública de suscripción, que la nota de los valores referente a la operación o a los instrumentos ofrecidos no es falsa ni omite datos relevantes (la responsabilidad la determina artículo 35 del Real decreto 1310/2005).

Por su parte, el emisor, además de pagar al director, deberá facilitar su labor profesional asumiendo frente a él un importante deber de información, cooperando con sus auxiliares y agentes y respondiendo a sus demandas de información en todo aquello que resulte necesario para el cumplimiento de su función.

8.3.4. Contrato de evaluación de emisiones o rating

Por este contrato, una entidad de agencia de rating (entidad dedicada al análisis financiero) se obliga a cambio de un precio a evaluar y calificar el riesgo de reembolso de la financiación solicitada a través de la emisión, en general de instrumentos de renta fija, así como el pago de intereses u otras prestaciones pactadas en la oferta (Ibáñez Jiménez). La calificación supone una valoración de la calidad de la deuda, en cuanto informa sobre la probabilidad de incumplimiento de los compromisos de pago del emisor. En el ámbito europeo se regulan por el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia,

que ha provocado la promulgación de la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación de este Reglamento en España.

Elemento esencial del contrato es la ulterior publicación de la calificación crediticia de la agencia, que se prevé básicamente en interés de los inversores, si bien últimamente se han vertido numerosas críticas en el momento actual de crisis económica sobre la función y utilidad de estas calificaciones y su incidencia en el funcionamiento del mercado, en un entorno normativo, como el europeo, en el que la transparencia e información al inversor son objetivos esenciales, como se aprecia por la promulgación de directivas como la del folleto o la MIFID.

La agencia de calificación asume las siguientes obligaciones (Ibáñez Jiménez):

- Analizar los valores emitidos de acuerdo con el estándar profesional según el mercado, la empresa emisora y su sector de su entorno financiero, para lo que debe disponer de medios suficientes y adecuados, y desempeñar imparcialmente su función, anteponiendo los intereses del emisor, y los del mercado, a los propios. Debe preservar la información obtenida sobre el cliente y guardar secreto sobre los datos que no se vayan a publicar; debe evitar asimismo los conflictos de interés con el emisor o con distintos emisores, absteniéndose de beneficiar a alguno en particular. Se obligan también a no usar indebidamente información privilegiada y asumen deberes de lealtad al emisor y de imparcialidad ante el mercado.
- Calificar los valores emitidos según el baremo y categorías fijados por el evaluador, en el tiempo pactado, y que debe dar tiempo para preparar la emisión.
- Presentar un informe complementario a la calificación, explicativo y justificativo de las conclusiones, que se puede incluir en el folleto de emisión.

La agencia de rating podrá responder por daños y perjuicios ante los inversores cuando estos confíen en una calificación superior a la publicada, si la calificación fue dolosa o negligente, y además prueban que las pérdidas son inducidas por la indebida calificación. Solo responderán por el folleto más allá de los datos de la nota de calificación cuando asuman personalmente esta responsabilidad o autoricen dichos datos expresamente.

En cuanto a las obligaciones del emisor, estas residen en: 1) Aceptar la calificación, aunque no se muestre conforme con ella, dado que se trata de una actividad enmarcada en la transparencia e información al mercado y, en concreto, dirigida a la información y tutela de los inversores; 2) Abonar el precio pactado a la agencia. 3) Publicar la calificación obtenida en el folleto informativo de la emisión. 4) Facilitar a la agencia de rating los datos necesarios para ejecutar de forma idónea la obra o los servicios. 5) Vigilar las noticias que el

evaluador dé en sus informes sobre él, para prevenir el abuso de mercado, y, en su caso, proceder a la publicación de un hecho relevante, en el sentido antes enunciado al tratar de estas conductas.

9. Contratos en el mercado secundario de valores

9.1. Mercados secundarios

El mercado secundario de valores se caracteriza porque en él se producen transmisiones derivativas de valores, una vez que estos ya han sido emitidos y suscritos. La existencia de mercados organizados permite a los inversores vender y comprar los valores. La LMV destaca que son mercados secundarios organizados oficiales los siguientes:

- Las bolsas de valores.
- El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta.
- Los mercados de futuros y opciones.
- El Mercado de Renta fija, AIAF.
- Otros mercados secundarios de ámbito estatal o autonómicos que se autoricen.

Junto a estos, la incorporación a nuestro ordenamiento de la normativa MIFID ha permitido la creación de otros mercados secundarios organizados no oficiales, como son:

- Los sistemas multilaterales de negociación (arts. 317 y sigs. LMV).
- La internacionalización sistemática (arts. 331 y sigs. LMV).

9.1.1. Las bolsas de valores

Son los mercados secundarios oficiales de mayor tradición e importancia. Actualmente existen cuatro bolsas de valores: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, entre las que se establece un sistema de interconexión bursátil (denominado «mercado continuo», art. 56 LMV), que está gestionado y dirigido por una sociedad de bolsas (tiene forma de sociedad anónima y solo pueden ser socios las sociedades rectoras de las bolsas; su capital ha de estar totalmente desembolsado; y sus acciones son nominativas, art. 57 LMV y Real decreto 726/1989, de 23 de junio, que lo desarrolla). Este sistema permite la contratación electrónica y ha supuesto un gran avance en la contratación bursátil. Desde el año 1999 existe una sección del mercado continuo, que se denomina

«nuevo mercado» y que engloba los valores de empresas que desarrollan su actividad en el sector de la alta tecnología o que ofrecen grandes posibilidades de crecimiento futuro, aunque con mayor incertidumbre y riesgo, por lo que pesan sobre estas entidades especiales deberes informativos para el mercado.

Cada bolsa de valores está administrada por una sociedad rectora de la bolsa de valores, sociedad anónima que tiene por objeto organizar el funcionamiento de la Bolsa, así como ser titular de los bienes o derechos necesarios para su funcionamiento y organización. Ya no es necesario que los miembros de la Bolsa sean a su vez accionistas de la sociedad rectora, ni tampoco es condición necesaria para ser accionista de la sociedad rectora ser miembro de la Bolsa de valores (modificación operada por Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social).

Para actuar en una bolsa de valores es necesario ser miembro de la misma. Pueden ser miembros de la misma: las empresas de servicios de inversión autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia, las entidades de crédito españolas y las empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la UE o en un país tercero y la Administración general del Estado, además de todas aquellas juzgadas idóneas por la entidad rectora del mercado (*cf.* art. 69, 2 LMV).

La ejecución de las transacciones efectuadas en el mercado se lleva a cabo mediante la compensación multilateral, que en la actualidad desarrolla la «Sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, S. A.». El sistema de compensación y liquidación de valores está en la actualidad inmerso en un proceso de modificación de gran trascendencia para la operativa de los mercados, cuya descripción y plazos de ejecución puede encontrarse en <<http://www.iberclear.es/esp/Entidades/Reforma.aspx>>.

9.1.2. El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta

En este mercado se negocian exclusivamente valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta, emitidos por el Estado, el ICO y a solicitud de ellos por otras entidades (CC. AA., Bancos Centrales Nacionales de Estados miembros de la UE, el Banco Europeo de Inversiones u otras entidades públicas, *cf.* art. 59 LMV). Es organismo rector el Banco de España, y la LMV prevé que las CC. AA. puedan crear su propio mercado de deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta.

En la actualidad, las actividades de compensación y liquidación las desempeña la «Sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, S. A.» (Iberclear), que reúne las funciones de los anteriores Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y de la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública en anotaciones. Por Orden EHA/2288/2011, de 2

de agosto se ha modificado la Orden de 19 de mayo de 1987, que desarrolla el Real decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado.

9.1.3. Mercados secundarios oficiales de futuros y opciones

Estos mercados secundarios están previstos en el artículo 64 LMV, y los ha de crear el Ministro de Economía y Hacienda previa propuesta de la CNMV. En la actualidad, los regula el Real decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el que se establecen los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados.

Los futuros y opciones son contratos que tienen por objeto el riesgo de evolución del precio de un «activo subyacente», que puede ser de diversa naturaleza, como la cotización de una divisa o de unos valores, un índice (tipo de interés, por ejemplo) o materias primas (*commodities*). Están enumerados en el artículo 2, 2 LMV, norma que ha sido ya citada. Dentro de esta categoría general, se pueden distinguir los mercados futuros, que suponen la compra en un mercado organizado de una cantidad concreta de un valor en una fecha futura predeterminada de antemano, con un precio prefijado, lo que puede comportar un elevado riesgo y la pérdida incluso total de la inversión.

Las opciones, por otra parte, permiten a su titular optar por la compra (*call*) o venta (*put*) de una determinada cantidad de un activo subyacente en una fecha y con un precio determinados (precio de ejercicio). Esto es lo que caracteriza a las opciones europeas, mientras que en las americanas podrá ejercerse la opción en cualquier momento hasta la llegada del vencimiento.

Al igual que ocurre con los futuros, las opciones son productos de muy elevado riesgo, de modo que no son aconsejables para el inversor medio. La rentabilidad e, incluso, el ejercicio de la opción dependerá del precio que alcance el activo en la fecha predeterminada para la compra o la venta del mismo. El comprador de la opción, que ha pagado su precio o prima, es el inversor, quien no está obligado a vender o comprar llegado el momento fijado. Por el contrario, el emisor sí está obligado a aceptar la oferta de compra o venta del inversor.

En cada uno de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones debe existir una sociedad rectora, con forma de sociedad anónima, encargada de organizar, dirigir y supervisar la actividad del mercado y de llevar el registro contable correspondiente a los instrumentos financieros negociados en este mercado.

9.1.4. Otros sistemas de negociación de instrumentos financieros

La introducción de la normativa MIFID ha posibilitado la creación de otros sistemas de negociación de estos instrumentos, de modo que en la actualidad se encuentran previstos los sistemas multilaterales de negociación y el servicio de internacionalización sistemática.

El artículo 317 LMV define el primero como «todo sistema, operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 % por una o varias sociedades rectoras, que permita reunir, dentro del sistema, y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en esta Ley».

Es libre, por tanto, la creación de estos sistemas, si bien quedan sometidos a la supervisión de la CNMV y han de contar con una sociedad rectora, que tendrá que redactar un reglamento de funcionamiento del sistema (arts. 319 y 320 LMV). La LMV, en sus arts. 321 y sigs. les impone obligaciones concretas de transparencia antes y después de la negociación.

El artículo 331 LMV contempla, por otra parte, los servicios de internacionalización sistemática, definiéndolos como la actividad de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión dirigida a ejecutar «al margen de un mercado regulado o de un sistema multilateral de negociación, por cuenta propia, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, siempre que esta actuación se desarrolle de forma organizada, frecuente y sistemática, y que se refiera a órdenes cuyo importe sea igual o inferior al volumen estándar del mercado que corresponda al valor en función de lo descrito en el apartado siguiente».

La LMV impone a las entidades que ofrecen este servicio una serie de obligaciones de información (art. 332 LMV), principios que deben seguir en la ejecución de las órdenes (art. 333 LMV) y principios reguladores del tratamiento de los clientes (art. 334 LMV).

9.2. Otros mercados

Además de los mercados secundarios, nos encontramos actualmente otros mercados organizados, que ostentan gran capacidad para autorregularse. Entre ellos pueden destacarse el SENAF (el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros), la plataforma electrónica de negociación de deuda pública española, simultáneas y valores registrados en AIAF, que actúa de un modo neutral y está sometida a la supervisión de la CNMV y del Banco de España; el sistema comenzó a operar en junio de 1999 y pertenece a BME (Bolsas y

Mercados Españoles); en julio de 2009 SENAF se transformó en SMN (Sistema Multilateral de Negociación) para adaptarse a la Ley del mercado de valores, modificada por la directiva MIFID), MTS España (sistemas de negociación electrónica de renta fija), LATIBEX (mercado de valores latinoamericanos) y el Mercado Alternativo Bursátil (MAB, concebido como una forma de permitir el acceso a esta financiación bursátil a las pequeñas y medianas empresas, por un cauce dotado de menos rigidez que las bolsas. Se inició la negociación de los valores emitidos por las instituciones de inversión colectiva y se amplió después a otras empresas en expansión con poca capitalización. No es un mercado secundario oficial, no es un mercado regulado).

9.3. Los contratos de los mercados secundarios

El artículo 83, 1 LMV considera operaciones del mercado secundario aquellas «transmisiones por título de compraventa, u otros negocios onerosos de cada mercado, cuando se realicen sobre valores negociables u otros instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo y se efectúen en ese mercado con sujeción a sus reglas de funcionamiento». No se consideran operaciones del mercado secundario las transmisiones a título oneroso: «las transmisiones a título oneroso diferentes de las previstas en el apartado anterior y las transmisiones a título lucrativo de valores o instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial no tendrán la consideración de operaciones del mismo» (art. 83, 2 LMV), si bien estas operaciones deberán ser notificadas a los organismos rectores del mercado.

De entre las operaciones desarrolladas en estos mercados, nos referiremos a los siguientes: compraventas de valores, préstamos de valores y comisión bursátil, así como los contratos de los mercados de futuros y opciones. No se ofrece en estos materiales un desarrollo concreto del régimen y la estructura de las ofertas públicas de adquisición, por corresponder a la materia de fusiones y adquisiciones.

9.3.1. Compraventa de valores

En las compraventas de valores deberá intervenir un miembro del mercado, y las operaciones serán ejecutadas y liquidadas mediante sistemas de compensación y liquidación multilaterales. De entre ellas pueden destacarse:

a) Las **compraventas bursátiles**, desarrolladas en las bolsas de valores, como transmisiones a título de compraventa de valores (acciones, obligaciones y derechos de suscripción de acciones) admitidos a cotización en las mismas. La regulación de estas operaciones se encuentra en el Real decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, de 1991, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, y en el Reglamento de las bolsas de valores (Decreto 1506/1967, de 30 de junio). Un requisito de validez de estas operaciones es la participación en ellas de un miembro de la correspondiente Bolsa de valores, que se encargan ade-

más de la ejecución de la operación como entidades adheridas a la sociedad de gestión encargada de la liquidación y compensación. La función de la sociedad rectora de la Bolsa se pone de manifiesto sobre todo en el caso de que se produzca algún incumplimiento por alguna de las partes, a través de las denominadas «compraventas de reemplazo». En la actualidad, para desarrollar esta actividad la LMV (art. 93) permite la creación de entidades de contrapartida central, con el objetivo de garantizar el buen fin de la operación.

Dentro de las compraventas bursátiles pueden distinguirse:

- Los contratos al contado, caracterizados porque no se pacta ningún plazo para el cumplimiento de las obligaciones de las partes, de modo que constituyen operaciones de inversión, si bien puede gozar el vendedor de los valores del crédito de la sociedad de valores y bolsa a través de la que ha realizado la operación, lo que permite vender unos valores que no tiene, en la confianza de poder comprarlos más adelante a precio inferior. En este caso se aplicarán también las normas del préstamo de valores, y el crédito puede también ser proporcionado al comprador.
- Los contratos a plazo, en los que sí que se pacta un plazo, cuya finalización determina la obligación de las partes de cumplir con sus obligaciones (son, básicamente, operaciones especulativas, en las que es normal que en el momento de perfección del contrato el vendedor no disponga de los títulos, pero no son operaciones a crédito porque ni vendedor ni comprador reciben crédito de la sociedad de valores o entidad de crédito intermedia-ria). Estos a su vez, pueden ser: operaciones en firme, en las que las partes quedan definitivamente obligadas por los términos fijados en el contrato; o bien operaciones condicionales, en las que una de las partes se reserva el derecho de modificar las condiciones de su prestación, pagando una compensación a la otra (así, pueden ser con prima, de modo que el tomador de la misma puede resolver el contrato abonándola a la contraparte; con opción, lo que implica exigir la entrega de una cantidad de valores igual o múltiplo de la que es objeto de la operación inicial; o a voluntad, de modo que quedan definitivamente obligados, pero pueden liquidar en cualquier día de un plazo convenido, preavisando con 24 horas de antelación).

b) El **contrato de doble y las operaciones con pacto de recompra**. Las operaciones dobles se caracterizan porque se unen con distintas finalidades (de préstamo o garantía), dos operaciones, una al contado y otra a plazo («a término»), o bien dos a plazo.

Similares a estas operaciones pero respecto de valores de renta fija son las operaciones con pacto de recompra (repos), muy utilizadas en el ámbito de la deuda pública, por ofrecer la garantía de que si el primer vendedor-recomprador

incumple su pacto de recompra y no paga el precio de la segunda operación, el primer comprador-revendedor se convierte en el dueño irrevocable de los valores vendidos.

9.3.2. El préstamo de valores

El préstamo de valores es una operación regulada en la LMV. El artículo 84 establece lo siguiente:

«Sin perjuicio de otras modalidades de préstamo, se podrá llevar a cabo el préstamo de valores negociados en un mercado secundario oficial cuya finalidad sea la disposición de los mismos para su enajenación posterior, para ser objeto de préstamo o para servir como garantía en una operación financiera. En cualquier caso, el prestatario deberá asegurar la devolución del préstamo mediante la constitución de las garantías suficientes. En su caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores determinará cuáles deberán de ser dichas garantías. La regla de exigencia de garantías no resultará aplicable a los préstamos de valores resultantes de operaciones de política monetaria, ni a los que se hagan con ocasión de una oferta pública de venta de valores.

El ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá: 1) Fijar límites al volumen de operaciones de préstamo o a las condiciones de los mismos, atendiendo a circunstancias del mercado; 2) Establecer obligaciones específicas de información sobre las operaciones».

9.3.3. Los contratos de los mercados de futuros y opciones

En estos mercados organizados se negocian de forma exclusiva contratos de opciones, futuros y otros instrumentos derivados. Son sistemas que se encuentran dotados de un elevado nivel técnico, y en el que los miembros del mercado pueden ser simples *brokers* o bien actuar como liquidadores de operaciones o custodiar y entregar las garantías o coberturas que los clientes del mercado han de depositar (Ibáñez Jiménez). La principal finalidad de la negociación de estos derivados es la de redistribuir el riesgo de cambio o de precio que soportan los activos subyacentes en su propio mercado, y pueden contratarse con una finalidad de especulación o de cobertura del riesgo.

Actualmente, ha cobrado gran actualidad la negociación de swaps, incorrectamente denominados «permutas financieras», en los que dos partes intercambian flujos monetarios, determinados sobre la base de una cantidad notional a la que se aplican bien tipos de interés para cada parte, bien el pago en monedas distintas (Valpuesta, Ferrando Villalba).

10. Las operaciones de servicios de inversión

10.1. El depósito administrado de valores

Este contrato, que tiene como objetivo primordial la custodia de los valores e instrumentos financieros que estén representados mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta, puede revestir dos modalidades: depósito de valores titulizados y contrato de administración de valores anotados en cuenta.

Se trata de uno de los servicios auxiliares comprendidos en el artículo 141 LMV, de modo que existe reserva de actividad para la sociedades de valores y agencias de valores, así como para las entidades de crédito, tanto las autorizadas en España como las autorizadas en otros estados miembros (principio de «pasaporte comunitario»).

Son obligaciones del cliente, por un lado, remunerar a la entidad depositaria, y, por el otro, facilitarle los apoderamientos necesarios para que la misma pueda ejercitar las actividades de administración. Para la entidad administradora, son las propias de todo depósito administrado:

- Obligación de guardar o conservar los títulos depositados o equivalentes, así como los derechos a ellos inherentes mediante una adecuada administración.
- Imposibilidad de servirse de los títulos depositados, si bien ha desaparecido la limitación existente con anterioridad para el ejercicio de los derechos de voto y su delegación (cf. art. 70 LMV en su redacción anterior a la reforma de la Ley efectuada en 1998).
- Obligación de administrar los títulos, proceder al cobro de intereses y dividendos, y realizar todos los actos necesarios para que conserven sus derechos (administración estática o conservativa).
- Obligación de informar periódicamente de las operaciones derivadas del contrato.
- Obligación de devolver los títulos cuando se le reclamen, sean los mismos o los que los sustituyan en caso de amortización, conversión o canje. Si se trata de valores anotados en cuenta, se devolverán otros tantos valores de la misma especie y calidad, por el carácter fungible que caracteriza a los valores anotados en cuenta (Tapia Hermida).

10.2. La gestión de carteras de inversión

La gestión de carteras de inversión es un contrato mercantil por el cual el gestor se obliga a administrar la cartera de valores o conjunto determinado de activos financieros del inversor o cliente a cambio de una remuneración.

Pueden desarrollar el contrato exclusivamente las entidades de crédito, sociedades y agencias de valores y las sociedades gestoras de carteras, empresas de servicios de inversión que, como ya señalamos, únicamente pueden prestar este servicio.

Pueden distinguirse dos modalidades del contrato de gestión de carteras de inversión:

- Contratos de administración asesorada de carteras de valores, en los que la entidad gestora se limita a proponer al inversor una serie de operaciones, y es este quien decide si se ejecutan o no.
- Contratos de administración discrecional o integral de carteras de valores en los que la entidad goza de un amplio margen de actuación, de modo que podrá efectuar las operaciones que considere convenientes, sin tener que preavisar al cliente, si bien deberá seguir sus instrucciones.

La cartera puede contener valores e instrumentos financieros negociables, pero también dinero. Estos valores pueden ser de renta fija o variable, y también pueden formar parte de la cartera otros instrumentos financieros como los contratos a plazo, los contratos de permuta sobre tipos de interés, opciones, etc.).

La principal obligación del inversor es la de remunerar la actividad del gestor, de acuerdo con las tarifas de comisiones que tenga establecidas la entidad gestora (puede adoptarse un sistema de comisión fija por volumen de cartera, de comisión variable por obtención de resultados, o una combinación de ambos o modelo mixto). Dado que el contrato tiene unos costes mínimos bastante elevados para el inversor, es recomendable para medianos y grandes inversores.

La entidad de gestión asume, por su parte, las siguientes obligaciones:

- Realizar actos de disposición para conservar e incrementar el valor de la cartera.
- Actuar de forma leal, anteponiendo siempre los intereses de su cliente a los suyos propios.

- Seguir en su actuación las instrucciones del inversor, para cuya constancia suele exigirse la forma escrita. Las instrucciones pueden ser vinculantes o meramente indicativas.
- Informar al inversor sobre la evolución de su cartera. Cuando la cartera presente pérdidas a final de un mes con respecto al anterior, o cuando así lo exija el nivel de riesgo por razones de prudencia, la información deberá ser remitida mensualmente.

11. El asesoramiento de inversión y la responsabilidad por defectos de información o mal asesoramiento

La entidad financiera no responde porque la evolución del mercado haya sido negativa y el cliente no obtenga la rentabilidad esperada, o incluso sufra pérdidas relevantes en el capital invertido, si esta circunstancia era previsible y se desprendía de la información prestada por la entidad en el momento del asesoramiento o la contratación del producto. De ello se desprende que principalmente los motivos que originan la responsabilidad de las entidades en este punto son los siguientes:

- Defectos en la información proporcionada al cliente sobre las características y riesgo del producto. La responsabilidad puede surgir tanto de ofrecer condiciones que no responden a la realidad del producto (se dice, por ejemplo, que es garantizado, sin más, pero solo lo es a partir de cierta inversión), o por callar u omitir condiciones relevantes que quizá hubieran hecho desistir al cliente de su contratación (se habla de la liquidez de la inversión, pero esta solo responde a una parte de la misma y en determinados períodos de tiempo, por ejemplo).

En el momento previo a la contratación, además, cuando se trata de un nuevo cliente minorista, se le debería informar sobre las circunstancias y la naturaleza de la entidad oferente y sobre sus datos de inscripción en la CNMV.

- Defectos en la elaboración del perfil de inversor.
- Incidencias y retrasos en la ejecución de las órdenes de los clientes.

11.1. La responsabilidad concreta por un mal asesoramiento a los clientes

Una novedad importante de la reforma de la LMV efectuada por la Ley 47/2007 fue la consideración del asesoramiento en materia de inversiones como un servicio de inversión. De este modo, se somete a las entidades oferentes de dichos servicios a unos controles en el seno de los mercados de valores inexistentes hasta el momento de entrada en vigor de la norma. En concreto, el artículo 140 de la LMV considera a partir de la reforma como servicio de inversión «el asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo previsto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan reali-

zar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial». Véanse sobre estas entidades que presten servicios de asesoramiento, los artículos 20 y sigs. del Real decreto 217/2008.

Se considerarán servicios auxiliares a los de inversión según el artículo 141, «el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas», así como también, la letra e) del mismo precepto, que considera servicio auxiliar «la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros, u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros». Sigue diciendo la norma que «se entenderá incluida en este apartado cualquier información que, sin tener en cuenta las circunstancias personales del cliente al que vaya destinada, recomiende o proponga una estrategia de inversión, de forma explícita o implícita, sobre uno o varios instrumentos financieros o sobre los emisores de instrumentos financieros, incluyendo cualquier dictamen sobre el valor o el precio actual o futuro de tales instrumentos, siempre que la información esté destinada a los canales de distribución o al público y que se cumplan las siguientes condiciones: i) Que el informe de inversión se califique como tal, o como análisis financiero, o cualquier término similar a estos, o bien, se presente como una explicación objetiva o independiente de aquellos emisores o instrumentos sobre los que efectúen recomendaciones. ii) Que, cuando la recomendación se haga por una empresa de servicios de inversión a un cliente, no constituya asesoramiento en materia de inversión de conformidad con lo establecido en la letra g) del apartado anterior de este artículo».

El artículo 143, 5 LMV considera empresas de asesoramiento financiero aquellas personas físicas o jurídicas que únicamente pueden prestar los servicios comprendidos en el artículo 140, g) o 141, c) y e) de la Ley. Requerirán, para prestar los servicios comprendidos en el primero de dichos preceptos, autorización administrativa del Ministerio de Economía e inscripción en el Registro correspondiente de la CNMV, adoptando las siglas EAFI. Sus actuaciones no estarán cubiertas por el Fondo de Garantía y no podrán efectuar operaciones en nombre propio o efectivo, salvo que se trate de administrar su propio patrimonio.

A partir de este momento, nos encontramos con una situación muy diversa a la existente con anterioridad a la reforma: solo podrán prestar estos servicios de asesoramiento las empresas de inversión que reúnan los requisitos establecidos en la Ley. Por el contrario, con anterioridad, cualquier persona o entidad podía desarrollar esta actividad, con independencia de la solvencia o del conocimiento o experiencia del sector que tuviera. A partir de la reforma, la entidad oferente precisa los servicios de autorización del Ministerio de Economía y Hacienda y quedará sometida a la supervisión de la CNMV.

La nueva normativa europea, que supone introducir el pasaporte comunitario para las empresas de inversión, ha querido sujetar esta actividad a los mismos controles establecidos para otros servicios de inversión, sobre todo la reserva de esta actividad (como servicio de inversión) para las empresas de servicios de inversión.

Se trata de una actividad, cuando se trata de asesoramiento financiero en sentido estricto (el del artículo 140, g) LMV), que comprende una labor de recomendación o propuesta cualificada de un profesional a un cliente, quien, normalmente, confiado en la profesionalidad, cualificación y experiencia del asesor, seguirá el consejo proporcionado por este. Por ello, resulta fundamental delimitar cuáles son las obligaciones que el asesor asume en su actuación, así como, por tanto, la responsabilidad que este pueda asumir por su incumplimiento.

En primer lugar, debe resaltarse que la obligación del asesor es una obligación de medios y no de resultado, el asesor responde por la realización de un juicio de valor y oportunidad sobre la inversión atendiendo a las circunstancias subjetivas del cliente, empleando en ello toda la diligencia que le es exigible, pero no responderá en ningún caso del resultado negativo que la inversión pudiera tener para el inversor. Esta observación que, en una primera aproximación pudiera parecer muy clara, no lo es tanto cuando pensamos en la actividad financiera, en las repercusiones patrimoniales que puede tener para los clientes y en la experiencia y profesionalidad, y, por ende, nivel de diligencia exigible al asesor.

Efectivamente, a este le es exigible un nivel de diligencia en el cumplimiento de sus obligaciones que no es el ordinario del hombre medio, el del buen padre de familia, según el Código civil, sino que es el estándar de diligencia exigible a un experto en el sector financiero. En consecuencia, el asesor responderá siempre y cuando no tenga en cuenta, a la hora de prestar su asesoramiento, las condiciones subjetivas del cliente o la información disponible sobre los concretos instrumentos financieros recomendados o sobre los cuales el cliente le ha solicitado su asesoramiento. Asimismo, el asesor financiero responderá igualmente si no ha obtenido o conocido toda la información que utilizando una diligencia media debía haber tenido en cuenta en su labor de asesoramiento.

El asesor no responderá, por el contrario, cuando utilizando la diligencia que le es exigible, manejando toda la información conocida o que debiera conocer sobre los instrumentos financieros recomendados, por una circunstancia no previsible, la inversión del cliente fuera desastrosa. No obstante, el asesor siempre asumirá responsabilidad cuando no informe adecuadamente al cliente de las características objetivas del producto o instrumento financiero propuesto, cuando dichas circunstancias, si hubieran sido conocidas por el cliente, probablemente le hubieran llevado a una decisión distinta sobre la inversión.

Resulta esencial, por tanto, destacar, como hace igualmente la STS de 20 de enero de 2003, que el asesor debe atender a las circunstancias objetivas del objeto de su asesoramiento, a las condiciones subjetivas del cliente y además debe actuar con diligencia, respondiendo si no tiene en cuenta toda la información que debía haber conocido por su posición, en este caso, como entidad participada por dos bancos que eran a su vez acreedores cualificados de la emisora de los pagarés. Resulta también esencial para la decisión del supuesto litigioso por el TS el hecho de que los clientes solo deseaban invertir en valores seguros y que no tenían conocimiento alguno sobre el funcionamiento de los mercados de valores. De hecho, en la SAP Asturias (Sec. 7.ª) de 11 de enero de 2006 (AC 2006/437), se plantea, en un supuesto de contrato de gestión discrecional de carteras de valores, la posible responsabilidad de la entidad, que se niega debido a que, en primer lugar, se contrató la gestión discrecional; en segundo lugar, no era previsible el resultado negativo de la inversión; y, en tercer lugar, el cliente tenía experiencia y conocía el mercado financiero, y, en todo caso, hubiera podido rescindir el contrato de gestión. La SAP Asturias (Sec. 7.ª), de 19 de abril de 2005 (AC 2005/482) se refiere, por el contrario, a un supuesto en el que se aprecia la responsabilidad del comisionista, dado que se trataba de un contrato de gestión de carteras autorizado en el cual se ejecutaron operaciones no autorizadas por el cliente, y el daño se cuantificó por la pérdida sufrida por este.

Por otra parte, la SAP Valencia (Sección 7.ª), de 2 de junio de 2008, relativa a la compra por consumidores de bonos Lehmann exime de responsabilidad a la entidad por estimar que los clientes fueron debidamente informados, ya que asistieron a alguna reunión con la entidad incluso con un familiar que conocía el mercado financiero y les hacía la función de asesor independiente. En relación con las demandas interpuestas en los últimos tiempos sobre esta cuestión es de esperar que la resolución del pleito dependa de las circunstancias concretas de la adquisición y las personales de cada uno de los clientes.

El TS ha tenido también oportunidad de pronunciarse sobre el deber de información (y asesoramiento) como manifestación del más general de buena fe, en relación con el contrato de gestión de carteras de valores. La importante sentencia de 18 de abril de 2013 limita la decisión de la sociedad gestora de la cartera del cliente al perfil que este tuviera, lo que significa que, siendo conservador, no podía comportar la suscripción de productos de alto riesgo patrimonial, aun tratándose de una gestión de carteras discrecional. Muestra de la importancia que tienen en este mercado los deberes de buena fe y de información, que se plasman en un adecuado asesoramiento al cliente, son las dos sentencias del TS sobre la comercialización de participaciones preferentes, ambas de 3 de febrero de 2016.

Cabe resaltar, como efectúa la jurisprudencia de otros países europeos desde hace más de cuatro décadas, que las entidades que prestan servicios en el mercado financiero están sometidas a un nivel de diligencia elevado, el propio del experto en el sector concreto al que se dediquen, y ello comporta la exigencia

de actuar conforme a la buena fe, con un especial y cualificado deber general de informar adecuadamente a sus clientes. Este deber general de informar debe comprender: 1) Una obligación de informar al cliente sobre el carácter de las operaciones que se van a realizar, de modo que pueda valorar los riesgos que conlleva; 2) El asesoramiento de la entidad, manifestado en forma de noticias sobre hechos concretos o una recomendación sobre las operaciones proyectadas; 3) La obligación de informarse sobre el cliente, de modo que ello le permita delimitar sus propias obligaciones de información; 4) Una obligación de advertencia o aviso al cliente sobre toda situación de peligro para sus intereses, si le consta que el cliente la desconoce o simplemente es razonable pensar que así sea. Dichas obligaciones tienen reflejo en la LMV y han sido reclamadas por la doctrina desde hace tiempo.

Bibliografía

CNMV, www.cnmv.es.

Ferrando Villalba, M.ª L. (2000). *La información de las entidades de crédito. Estudio especial de los informes comerciales bancarios*. Valencia.

Ferrando Villalba, M.ª L. (2010). «Swaps: vicios del consentimiento y anulación del contrato». En: *La Ley* (3 de diciembre de 2010).

Ferrando Villalba, M.ª L. (2014). «Deber de información sobre el riesgo en el contrato de gestión de carteras: la doctrina del Tribunal Supremo español». *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni* (vol. 112, núm. 1).

Ferrando Villalba, M.ª L. (2005). *Guía de la inversión*. Valencia: UCE.

Ibáñez Jiménez, J. (2009). «Contratación del mercado de valores». En: Bercovitz Rodríguez-Cano, R., *Tratado de contratos*. Valencia: T. V.

Tapia Hermida, A.J. (1992). «Los contratos de depósito y administración de valores negociables». En: AA.VV. *Contratos bancarios*. Madrid.

Tapia Hermida, A.J. (1995). *El contrato de gestión de carteras de inversión*. Madrid.

Valpuesta Gastaminza, E. (2009). «Contratos del mercado de valores». En: Cuesta Rute (dir.); Valpuesta Gastaminza, E. (coord.). *Contratos mercantiles* (2.ª ed.). Madrid.

Zunzunegui Pastor, F. (2005). *Derecho del mercado financiero* (3.ª ed.). Madrid.

Zunzunegui Pastor, F. (dir.) (2012). *Derecho bancario y bursátil* (2.ª ed.). Madrid: Ed. Colex.

