

# LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE VALORES EN ESPAÑA: UNA VISIÓN PANORÁMICA

Emilio Díaz Ruiz\*

## I. ANTECEDENTES

La historia de los mercados secundarios oficiales de valores en España es ya antigua, aunque relativamente reciente si la comparamos con la de otros países<sup>1</sup>.

Por otro lado, en la última década se ha producido en España un cambio revolucionario en la organización y funcionamiento de los mercados de valores. La Ley 24/1988 del 28 de julio, Ley del Mercado de Valores, reemplazó a la regulación de estos mercados contenida en los artículos 64 y siguientes del Código de Comercio, respecto de las bolsas entonces llamadas de comercio, en parte por el Real Decreto 505/1987 del 3 de abril, relativo al sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado. Esta Ley del Mercado de Valores supuso un cambio radical en la organización de los mismos ya que, de una parte, reorganizó sustancialmente su funcionamiento interno, separando las funciones de negociación de las de compensación y liquidación, y de otra, introdujo legalmente los conceptos de valor negociable y de valor mobiliario no incorporados a títulos sino representados por anotaciones en cuenta, aunque el Real Decreto 505/1987 ya había recogido estos conceptos, si bien referidos sólo a la deuda del Estado; finalmente, permitió la creación de mercados de valores distintos a los tradicionales, es decir de las bolsas de valores y del entonces relativamente reciente Mercado de Deuda Pública Anotada.

*El Decreto Legislativo 861 del 22 de octubre de 1996, Ley del Mercado de Valores, y sus posteriores reglamentos, han tenido como base a la legislación española existente sobre este tema, por lo que ésta también debe conocerse a fin de estar informados sobre las razones de la creación de ciertas entidades, su funcionamiento, supervisión, etc.*

*En el presente artículo, el autor nos da una visión panorámica de la regulación que existe en España de los mercados secundarios oficiales, desde las bolsas de valores, hasta los mercados de opciones y futuros financieros, así como las perspectivas de crecimiento que él encuentra.*

---

Abogado, Profesor Titular de Derecho Mercantil de la Universidad Computense de Madrid

Existen lonjas y casas de contratación en Valencia (1283), Barcelona (1339), Burgos (1494), Sevilla (1585), Bilbao y Madrid (1632); sin embargo, la primera Bolsa de Valores se creó por Real Decreto del 10 de setiembre de 1831, siendo su autor el mismo que el del Código de Comercio de 1829, D. Pedro Sáinz de Andino. La primera Bolsa reconocida como tal se fundó en Amberes en 1460 (véase, sobre origen de las bolsas en Europa y en España, BONILLA SAN MARTIN, A. y MIÑANA VILLAGRASA, E. "Derecho Bursátil", Madrid, 1924, p. VII a XIII). Sin embargo, la doctrina española siempre estuvo interesada por esta cuestión; de hecho, la primera obra conocida que trata sistemáticamente sobre las bolsas de valores es la del español José de la Vega, publicada en Amsterdam en 1688 con el título "Confusión de confusiones, diálogos curiosos entre un filósofo agudo, un mercader discreto y un accionista erudito, describiendo el negocio de las acciones, su origen, su etimología, su realidad, su juego y su enredo."

En suma, si, como la doctrina había venido manifestando desde antiguo, existía una falta de adecuación del sistema bursátil español a la evolución de los mercados internacionales<sup>2</sup>, la Ley del Mercado de Valores adaptó el sistema español a la situación y a las tendencias que se manifestaban en los mercados más desarrollados.

Después de la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores se aprobó la Directiva 93/22/CEE del 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, modificada con posterioridad por la Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 29 de junio de 1995, y complementada por la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los servicios de indemnización de los inversores. Era preciso adaptar la normativa española a las Directivas comunitarias citadas, respecto de alguna de las cuales habían quedado ya excedidos los plazos de adaptación debido a problemas de tramitación parlamentaria española, y a las impugnaciones ante el Tribunal Constitucional que ciertas Comunidades Autónomas habían efectuado a los preceptos originales de la Ley del Mercado de Valores, pendientes de resolución en el momento de discusión de alguno de los proyectos de Ley de adaptación, pero resueltos luego por una sentencia del 16 de julio de 1997 que declaró parcialmente inconstitucional la referida Ley por invadir las competencias de algunas Comunidades Autónomas, específicamente la catalana y la vasca<sup>3</sup>. Como respuesta tanto a las necesidades de adaptación al Derecho comunitario como a la referida sentencia del Tribunal Constitucional, y, también, para adaptar la Ley en su redacción original a las nuevas circunstancias de los mercados financieros internacionales y a la experiencia de los diez años de funcionamiento de la misma, se dictó la Ley

37/1998, del 16 de noviembre, de reforma de la del Mercado de Valores (en adelante, las referencias a la Ley del Mercado de Valores lo serán al texto resultante de las modificaciones introducidas por esta Ley 37/1998).

La Ley del Mercado de Valores introduce, tras su reforma de 1998, una variación en el concepto de mercado<sup>4</sup>. Básicamente, se reacuña, en el sentido de confirmar la denominación, el término de "mercados secundarios oficiales de valores" (frente a la expresión "mercados organizados", de la Directiva comunitaria), y se reconoce específicamente como tales no sólo a las bolsas de valores, sino también al Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, a los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, y aquellos otros que, teniendo ámbito estatal, cumplan los requisitos previstos en la propia Ley para ser reconocidos como tales, o aquéllos que autoricen las Comunidades Autónomas con competencia, en este caso sólo con ámbito autonómico; pero debe entenderse que reuniendo los mismos requisitos, a saber, que funcionen regularmente y sujetos a las previsiones de la Ley del Mercado de Valores y normativa de desarrollo, específicamente en lo que se refiere a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.

Se recoge en la Ley del Mercado de Valores la diferenciación que se contenía en la Directiva, y que ya había recogido de alguna manera el Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea<sup>5</sup>, entre los llamados instrumentos financieros y los valores negociables, de tal manera que instrumento financiero sería una categoría dogmática superior, en la que se integrarían los valores negociables y otros instrumentos financieros

<sup>2</sup> Véase A. SÁNCHEZ ANDRÉS. "En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho Bursátil en el sistema jurídico español". Revista de Derecho Mercantil, 55/1980; *Ibid.*, Nueva Legislación del Mercado de Valores (observaciones preliminares al anteproyecto de 1985), Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 73/1999, p. 67 y siguientes.

<sup>3</sup> Sobre la prevista necesidad de adaptación, teniendo en cuenta las previsiones de existencia de un mercado realmente único europeo en 1993, y los antecedentes y proyectos de Directivas, luego materializados, véase TAPIA y J. SÁNCHEZ-CALERO, A.J. "La adaptación del Derecho español del mercado de valores al Derecho comunitario" Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 44/1991, p. 967 y siguientes; de los mismos autores, "La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Introducción general", Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 3, Madrid, 1996, p. 5 y siguientes. Sobre las competencias autonómicas en materia de mercados de valores, véase mi trabajo "Reflexiones sobre competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de mercados secundarios de valores". Revista de Derecho Mercantil 103-104/1989, p.817 y siguientes, anterior a la sentencia del Tribunal Constitucional 133/1997, del 16 de julio, y, como obras posteriores, VERA, M. "Mercado único de valores y comunidades autónomas (comentario a la sentencia del Tribunal Constitucional 133/1997, del 16 de julio)" Revista de Administración Pública, 145, p. 147 y siguientes; y ABELLA SANTAMARÍA, J. "Competencias estatales y autonómicas sobre el mercado de valores. La sentencia del Tribunal Constitucional". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 73/1999, p. 85 y siguientes. Sobre la adaptación del Derecho español en materia bursátil a la normativa sobre las Comunidades Europeas, véase J. ZURITA, "El derecho europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español", Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 21/1986, p. 13 y siguientes.

<sup>4</sup> Vid. sobre este tema RUBIO DE CASAS, M.G. "Los mercados en el Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores de diciembre de 1995". Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 3/1996, p. 41 y siguientes; también, mi trabajo "Los mercados de opciones y futuros financieros y la incorporación de la Directiva 93/22/CEE" publicado en la misma obra colectiva, p.55 y siguientes.

<sup>5</sup> Véase la sentencia del 10 de mayo de 1995 en el asunto C-384/1993, Alpine Investments B.V.

distintos de los mismos, como por ejemplo las opciones y los futuros financieros<sup>6</sup>.

En cualquier caso, discusiones doctrinales aparte, la Ley del Mercado de Valores considera ahora como objeto de la negociación en los mercados no los valores sino los llamados instrumentos financieros, dentro de los cuales se incluyen los valores negociables y otros instrumentos que, por tanto, también se negocian de la forma que en cada mercado se establece conforme a sus características, por lo que no cabe identificar valor negociable con todo objeto de negociación en los mercados de valores.

## II. LAS BOLSAS DE VALORES

Las bolsas de valores fueron, como se ha adelantado, los primeros mercados organizados existentes en España. La primera se creó en 1831, y fue la de Madrid<sup>7</sup>.

Las bolsas españolas tienen hoy un régimen muy distinto del que preveía el Código de Comercio<sup>8</sup>. Ahora se encuentran regidas por una sociedad anónima, cuyos socios son precisamente los miembros del mercado, de tal manera que no se puede ser miembro de bolsa sin ser accionista de la sociedad rectora ni al contrario. Los miembros de las bolsas son, por el momento, las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa; a partir del 1 de enero de 2000 podrán acceder a dicha condición las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito españolas y comunitarias, e incluso las de países terceros, siempre que

cumplan los requisitos legales establecidos a tal efecto. Respecto de los mercados secundarios ubicados en los territorios de las Comunidades Autónomas, y con ámbito autonómico exclusivo, podrán ser miembros aquellas entidades que las Comunidades Autónomas determinen en los casos en que tengan competencia sobre la materia (debe señalarse que dichos mercados aún no existen). Las Sociedades y Agencias de Valores son sociedades anónimas especiales regidas por la propia Ley del Mercado de Valores y por varias normas de desarrollo de la misma, especialmente por el Real Decreto 276/1989 del 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores. Debe hacerse notar que existe un proyecto de modificación de este Real Decreto que alterará sustancialmente el régimen de estas entidades, al menos en lo que se refiere a exigencias del capital y requisitos de actuación interna.

En las bolsas de valores (en la actualidad existen cuatro: en Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao) sólo se realizan operaciones de compraventa de valores al contado, teniendo en cuenta que tienen la exclusiva en la negociación de acciones y de valores que den derecho a la suscripción o conversión en acciones. Por lo demás, se pueden negociar todos los demás valores negociables e instrumentos financieros que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Junto a las bolsas de valores indicadas existe un sistema de interconexión de las mismas, que de hecho opera como otra bolsa superpuesta a las cuatro refe-

<sup>6</sup> La redacción original de la Ley del Mercado de Valores generó una controversia doctrinal no resuelta, que sin duda se reiniciará, en otros términos, tras la entrada en vigor de la Ley 37/1998. Se mantuvieron en doctrina posturas contrarias acerca de si el concepto de valor negociable y el de valor mobiliario eran los mismos, o si se trataba de conceptos diferenciados; del mismo modo, se discutía acerca de si el concepto 'valor negociable' era un concepto integrador que englobaría a todos los derechos de contenido patrimonial que pudieran negociarse en el sentido de transmitirse en masa y sin identificación de los titulares transmitentes y adquirentes en el momento de la negociación. No puede decirse que se haya alcanzado un consenso sobre la materia. En mi opinión, sin embargo, precisamente la Ley del Mercado de Valores, aunque no sea más que una trasposición de la Directiva en este punto, y quizá pudo hacerse de forma más correcta, viene a superar las discusiones existentes hasta ahora. El concepto de 'instrumento financiero', como concepto superpuesto, resuelve los problemas de las diferenciaciones existentes entre los distintos derechos de contenido patrimonial negociables, muchos de ellos sin encajar en el concepto de 'valor', aun con el apellido de 'negociable', por cuanto el concepto antedicho tenía una trayectoria histórica determinada, que era a la vez un soporte importante para su comprensión, pero también un lastre, en el sentido de que difícilmente correspondía con los nuevos derechos que se negociaban, y especialmente con la forma de negociarlos, en los mercados secundarios. Sobre la cuestión, puede verse DE EIZAGUIRRE, José María. "La opción por el concepto amplio de título valor". Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez, Tomo I, p. 1133 y ss; FARRANDO MIGUEL, I. "El concepto de valor negociable y la aplicación en España de la cultura de la transparencia". Ibid. p. 1197 y ss; VALENZUELA GARACH, F. "Valores negociables, títulos-valores y atipicidad". Ibid. p. 1389 y ss; RECALDE CASTELLS, A. "Los valores negociables ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores? Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 74/1999, p. 95 y siguientes, aunque este último autor ya toma en cuenta el nuevo texto de la Ley del Mercado de Valores, sin resolver realmente la cuestión. Sobre el nuevo concepto de 'instrumento financiero', puede verse MÍNGUEZ PRIETO, R. "Los instrumentos financieros en las normativas comunitaria y española" En: "Productos Financieros Derivados y Mercados Organizados", Madrid, 1997, dirigida por E. Díaz y P. Larraga.

<sup>7</sup> Además de la bibliografía citada más arriba, puede verse ALEJANDRE, J.A. "El marco histórico de la creación de la Bolsa de Madrid". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 3/1981, p. 537 y siguientes; J. A. GALVARRIATO. "La Bolsa de Madrid. Desarrollo histórico de la Ley de 10 de septiembre de 1831 de la Bolsa". Madrid, 1935.

<sup>8</sup> Sobre el régimen anterior, aunque ya adelantando en parte el nuevo, puede verse GARRIGUES, J. "El concepto orgánico de Bolsa". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 4/1981, p. 741 y siguientes; también SÁNCHEZ ANDRÉS, A. "En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho bursátil en el sistema jurídico español". Revista de Derecho Mercantil, No. 155/1980, p. 7 y siguientes. También, F. SÁNCHEZ CALERO. "La bolsa y el sistema de las anotaciones en cuenta". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 26/1987, p. 247 y ss, especialmente p. 255 y 256, y 259 a 261.

ridas, denominado Sistema de Interconexión Bursátil, que a su vez se rige por la Sociedad de Bolsas, otra sociedad anónima en cuyo capital participan, a partes iguales, las sociedades rectoras de las cuatro Bolsas de Valores existentes. Para que un valor se negocie en el Sistema de Interconexión Bursátil es necesario que esté admitido a cotización en, al menos, dos Bolsas de Valores<sup>9</sup>.

Tanto a través del Sistema de Interconexión Bursátil como en las propias bolsas de valores sólo se negocia, es decir, se conciertan, los contratos de compraventa de valores siempre con la intermediación de Sociedades o Agencias de Valores y Bolsa, de tal manera que todo contrato bursátil implica una doble relación jurídica, al menos: la de compraventa propiamente dicha y la de comisión bursátil entre el comprador o vendedor, que actuaría como comitente, y la Sociedad o Agencia de Valores y Bolsa, que actuaría como comisionista, salvo en los casos en que las sociedades de valores y bolsa actuasen en su propio nombre y cuenta (dada la escasa capacidad inversora que la Ley permite a las Agencias de Valores y Bolsa, sus operaciones en nombre y por cuenta propios son residuales y de todo punto marginales). Caben contratos de subcomisión, ya que hay una serie de personas y entidades que pueden recibir órdenes para su transmisión a las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa, en cuyo caso existiría un contrato de comisión y otro u otros de subcomisión bursátil.

Hay que señalar que ni la compraventa bursátil propiamente dicha (que, hoy en día, sólo es al contado, aunque existe un sistema de crédito al mercado y otro de préstamo de valores), ni los contratos de comisión bursátil, están regulados por normas legales. Algunas referencias a los mismos se hacen en el Reglamento de Bolsas de 1967, parcialmente vigente, dada la - cabe señalar - pésima técnica reglamentaria que permitió la vigencia del mismo en la medida que no fuera contradictorio con la Ley del Mercado de Valores y las normas de desarrollo de la misma que pudieran ir dictándose en el tiempo, lo que ha generado una inseguridad jurídica absoluta acerca de cuáles preceptos del Reglamento de Bolsas deben entenderse vigentes y cuáles no. Una derogación formal del

mismo parecería conveniente en estos momentos, transcurridos ya más de diez años desde la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores en su versión original, y habiéndose desarrollado la misma con numerosísimas normas reglamentarias de diverso rango e índole, por lo que podía haberse aprovechado para reglamentar los aspectos que, del Reglamento de Bolsas citado, pudiera interesar que siguieran vigentes.

Sin embargo, existen unos usos muy desarrollados sobre contratación bursátil, además de aplicarse subsidiariamente las normas del Código de Comercio y del Código Civil sobre contratos de compraventa, de comisión y de mandato<sup>10</sup>, y algunas normas especiales contenidas en la legislación bursátil (de forma más bien asistemática) y en la normativa sobre contratación emanada de las Sociedades Rectoras de las distintas Bolsas y del Sistema de Interconexión Bursátil.

La compensación y liquidación de las operaciones bursátiles, es decir, la determinación de las cantidades que deben efectivamente liquidarse en valores y efectivo entre los distintos miembros del mercado por cuenta propia y de sus clientes, se llevan a cabo, respecto de la mayoría de las bolsas, por sociedades independientes, aunque pertenecientes a las mismas bolsas o a sus miembros, que vienen a denominarse, por regla general, sistemas de compensación y liquidación de valores, adoptando la forma de sociedades anónimas. Pero ellas sólo liquidan las operaciones que se negocian exclusivamente en una bolsa y no a través del Sistema de Interconexión Bursátil. La compensación y liquidación de estas otras operaciones, es decir, las realizadas a través del Sistema de Interconexión, también denominado oficiosamente Mercado Continuo, vienen a efectuarse por una sociedad anónima especial denominada Servicio de Compensación y Liquidación de Valores S.A., propiedad de las Entidades Adheridas al mismo, cuya creación estaba ya prevista en la propia Ley del Mercado de Valores (véase artículo 7), y cuyo régimen se desarrolló a través del Real Decreto 116/1992 del 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, luego modificado por el Real Decreto 1590/1998, del 7 de diciembre (especial-

<sup>9</sup> Véase sobre organización y funcionamiento de las sociedades rectoras y de la Sociedad de Bolsas, FERNÁNDEZ-AEMESTO, J y DE CARLOS BERTRÁN, L. "El Derecho del mercado financiero", Madrid, 1992, p. 342 a 349; también, MEGÍAS GÓMEZ, J. "Sociedades y agencias de valores". En: Derecho del Mercado Financiero, Tomo I, dirigida por A. Alonso Ureba y J. Martínez-Simancas, Madrid, 1994, p. 415 y siguientes; GALÁN LÓPEZ, Carmen. "Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. La Sociedad de Bolsas. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores" Ibid. p. 513 y siguientes; también CACHÓN BLANCO, J.E. "Derecho del Mercado de Valores". Madrid, 1992 (Tomo I), 1993 (Tomo II).

<sup>10</sup> Específicamente, la comisión bursátil se regirá por las normas del Código de Comercio para la comisión mercantil, con las especialidades de la operativa bursátil contenida en la propia Ley del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo, especialmente el Real Decreto 629/1993, del 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registro de operaciones.

mente, artículos 65 a 75), que prevé que podrán ser accionistas sólo las entidades adheridas y las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, con el límite para las Sociedades Rectoras del 40%, considerando a efectos de disminución del mismo las participaciones directas que pudieran tener entidades adheridas que a su vez fueran miembros de bolsa, y el restante 60% se distribuye entre las Entidades Adheridas no miembros de bolsa. Las Entidades Adheridas, -que deberán tener la condición de Sociedades o Agencias de Valores, bancos y cajas de ahorro- la Caja General de Depósitos, el Banco de España o entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del propio Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, se ocupan de actuar como entidades registradoras de los valores negociados en Bolsa a través del Sistema de Interconexión Bursátil.

Existe un doble sistema de registro: un primer nivel centralizado en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que mantiene una cuenta doble con cada una de las Entidades Adheridas, respecto de los valores registrados por cuenta propia y los registrados por cuenta de sus clientes; y un segundo nivel en el que cada Entidad Adherida tiene desglosada la cuenta de valores registrados por cuenta de sus clientes dividida entre cada uno de ellos.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores es responsable de la correspondencia entre el número total de valores en circulación y la suma de los valores registrados respecto de cada una de las Entidades Adheridas en las cuentas propias y de clientes, siendo responsables las Entidades Adheridas frente a sus clientes por el correcto registro de los valores que cada una tenga en las cuentas de clientes y las subcuentas correspondientes a cada uno de ellos. Las obligaciones de las Entidades Adheridas son las que corresponden a un depositario, con las especialidades que se contienen en la Ley del Mercado de Valores y, sobre todo, en el Real Decreto 116/1992.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, además de ser depositario, es también garante de la corrección del funcionamiento de compensación y liquidación en el sistema, por lo que tiene unas ciertas facultades disciplinarias frente a las Entidades Adheridas, de una parte, y de otra su responsabilidad viene acentuada en caso de mal funcionamiento del sistema

o, incluso, en los supuestos de incumplimiento de alguna Entidad Adherida, ya que el Servicio, aun cuando podrá ejecutar las garantías constituidas en su favor por la Entidad Adherida de que se trate, vendrá obligada a sustituirla a efectos de que el propio sistema funcione correctamente.

Finalmente, debe señalarse que el Gobierno acaba de aprobar<sup>11</sup> la creación de un mercado de valores latinoamericanos promovido por las cuatro bolsas españolas, que gestionarán un Sistema Organizado de Negociación al efecto, actuando como entidad compensadora y liquidadora el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, previéndose que las entidades rectoras de los mercados latinoamericanos con valores negociados en España puedan también participar en la gestión del mercado. Se espera que comience a operar antes del fin de 1999.

### III. MERCADO DE DEUDA PÚBLICA ANOTADA

El Mercado de Deuda Pública Anotada supuso una novedad en el sistema de mercados de valores español en el momento de su creación, ya que introdujo oficialmente en nuestro sistema jurídico las anotaciones en cuenta frente a la tradicional representación por medio de títulos de los valores<sup>12</sup>. Este mercado se rige fundamentalmente por lo dispuesto en el Real Decreto 505/1987, del 3 de abril, modificado por diversos Reales Decretos posteriores, y que se encuentra pendiente de derogación por otro Real Decreto cuyo proyecto se encuentra en estos momentos en elaboración; además, la nueva redacción de los artículos 55 a 58 de la Ley del Mercado de Valores ha venido a alterar significativamente la organización y funcionamiento de este mercado.

El organismo rector del mismo es el propio Banco de España a través de un departamento denominado Central de Anotaciones, que carece de personalidad jurídica propia, y que se encarga, más que de la negociación (que se realiza fuera del mercado), de llevar un registro central de valores negociados en el mercado, organizando la compensación y liquidación de los mismos.

El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones tiene por objeto exclusivo los valores de renta fija represen-

<sup>11</sup> Acuerdo del Consejo de Ministros del 29 de octubre de 1999.

<sup>12</sup> Aunque desde 1974 existía un sistema de fungibilidad de títulos, a fin de facilitar la liquidación y compensación de valores. Sobre el régimen jurídico de este mercado, puede verse MAS SIRVENT, Antonio. "Entidades del mercado de deuda pública. Central de anotaciones, titulares de cuenta y entidades gestoras". En: Derecho del Mercado Financiero. Op. Cit., p. 559 y siguientes; también la obra colectiva "Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado", Banco de España, Madrid, 1987; también, J. FERNÁNDEZ-ARMESTO y L. DE CARLOS. Op. Cit., p. 514 y ss.

tados mediante anotaciones en cuenta que puede emitir el Estado, el Instituto de Crédito Oficial, el Banco Central Europeo, los bancos centrales nacionales de los países miembros de la Unión Europea, y las Comunidades Autónomas, así como los que autorice el Ministro de Economía y Hacienda, siempre que se trate de valores emitidos por bancos multilaterales de desarrollo de los que España sea miembro, por el Banco Europeo de Inversiones, o por otras entidades de derecho público.

Los miembros del mercado son las Entidades Gestoras de Deuda Pública, que pueden actuar por cuenta propia o por cuenta de sus clientes, y los Titulares de Cuenta, que actúan exclusivamente por cuenta propia. Además, hay entidades que pueden actuar con el carácter de creadores de mercado, es decir, que se comprometen a dar liquidez al mismo mediante determinadas obligaciones de cotización continuada.

Debe tenerse en cuenta que la Ley no otorga la exclusiva en la negociación de la deuda pública al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, de tal manera que es previsible que en el futuro próximo la misma se negocie en otros mercados, sin perjuicio de que la Central de Anotaciones tenga obligación, y por consiguiente, determinadas facultades frente a esos otros mercados, de llevar el registro central<sup>13</sup>. El sistema de cuentas llevado en el Mercado de Deuda Pública Anotada es similar al que se describía al tratar de las Entidades Adheridas y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, es decir, al doble sistema de cuentas, de tal forma que la Central de Anotaciones lo que lleva es un registro centralizado, mientras que las Entidades Gestoras mantienen cuentas propias y cuentas de clientes con dicho registro y a su vez subcuentas de clientes desglosadas, pero que en principio no comunican al registro centralizado.

#### IV. MERCADO AIAF DE RENTA FIJA

Hasta la entrada en vigor de la Ley 37/1998, el Mercado AIAF de Renta Fija (en adelante "AIAF") era el único mercado secundario organizado no oficial, creado al amparo del antiguo artículo 77 de la Ley del

Mercado de Valores. Hoy este mercado ha pasado a ser secundario oficial.

El mercado AIAF se creó por medio de Orden del Ministerio de Economía y Hacienda del 1 de agosto de 1991, promovido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros. En la orden de creación se estableció que su funcionamiento se ajustaría a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento del Mercado AIAF, tanto el general como el del segmento de bonos matador. Se trata de un mercado mayorista, es decir, al que sólo tienen acceso las instituciones que actúan como inversores institucionales o profesionales y por importes elevados, en relación con los valores de renta fija de carácter privado.

La Orden Ministerial referida contenía las reglas de funcionamiento del mercado, aprobaba sus reglamentos de funcionamiento y establecía que cualquier modificación de los mismos necesitaría nueva aprobación (de hecho se han producido varias modificaciones que han ido aprobándose por sucesivas órdenes ministeriales).

En 1995 se constituyó una nueva entidad, con forma de sociedad anónima, denominada AIAF Mercado de Renta Fija, S.A., que actúa desde entonces como entidad rectora del mercado, aprobándose entonces la fusión de los dos reglamentos existentes en uno solo. La propia AIAF puede dictar normas interpretativas o de aplicación del reglamento del mercado AIAF, lo que la ha convertido en una agencia de valores cuyo capital pertenece íntegramente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y al propio Servicio (en fecha próxima está prevista la absorción de Espaclear por éste último), calidad que ella misma se ha conferido a efectos de organizar la contratación, así como la compensación y liquidación de los valores, según se trate de valores representados por títulos o por anotaciones en cuenta, a Espaclear, Sistemas de Compensación de Activos Financieros, S.A., y A.V.

En el Mercado AIAF se negocian toda clase de valores de renta fija privada, incluyendo cédulas, bonos y

<sup>13</sup> El proyecto del Real Decreto permite que tengan el carácter de miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, eliminando ya el carácter de Entidad Gestora con este nombre, para pasar a ser simplemente miembros del mercado las sociedades o agencias de valores, entidades de crédito españolas (pero no los establecimientos financieros de crédito), las entidades de crédito de otros estados miembros de la Unión Europea, las empresas de servicios de inversión españolas y de la Unión Europea, incluso de terceros países, así como el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los estados miembros y aquellas entidades que hayan emitido o puedan emitir valores de renta fija admisibles a cotización en el Mercado de Deuda Pública, cuando estatutariamente así lo puedan llevar a cabo. Se mantiene la categoría de miembro Entidad Gestora como entidad que puede operar por cuenta propia y de terceros, y de Titular de Cuenta como entidad que sólo opera por cuenta propia, pero también se crea la categoría de Mediador de Mercado de Deuda Pública, como entidad que puede poner en contacto a las partes que actúen en la operativa del mercado, categoría otorgada por el Ministerio de Economía y Hacienda, así como se prevé la autorización para que se creen redes de negociación ciega, es decir, sistemas de negociación de deuda pública anotada en que las partes no conozcan con quiénes están contratando, pero sin que pueda compensarse y liquidarse en las mismas, sino sólo negociarse.

participaciones hipotecarias, obligaciones con y sin garantía, bonos matador (bonos en pesetas emitidos por no residentes), bonos de titulización emitidos por fondos de titulización, pagarés de empresas y *warrants* (salvo los que recaigan sobre acciones o valores convertibles en acciones o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción, ya que, como vimos, los mismos se encuentran reservados a las Bolsas de Valores).

Existen diversas clases de miembros, diferenciándose entre los llamados "miembros en general" y los "miembros especializados", estos últimos pudiendo actuar como *Mediadores-Brokers* y como *Especialistas en Bonos Matador*, realizando algunas funciones similares a las de los creadores de mercado. Los miembros generales, sin embargo, pueden negociar en todos los segmentos del mercado, sin obligación de efectuar cotización, es decir, no actúan como creadores. A su vez, los *Mediadores-Brokers* pueden ser *Mediadores-Brokers* en general y *Mediadores-Brokers Especializados*; debe tenerse en cuenta que los *Mediadores-Brokers* sólo pueden actuar por cuenta de los miembros del mercado mientras que los demás miembros pueden actuar por cuenta propia o de sus clientes, aunque todos los miembros, en el sistema de contratación normalizada, tienen una cierta obligación de dar contrapartida al mercado ofertando precios en relación con los valores de sus propios clientes que allí coticen.

Los contratos que pueden realizarse en este mercado son, también, sólo los de compraventa, si bien puede ser simple al contado, simple a plazo y simultánea, liquidándose exclusivamente por entregas.

### V. MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE MERCANCÍAS

Aun cuando los mercados de futuros sobre mercaderías fueron los primeros mercados en los que se negociaron contratos a plazo en el mundo, en España han sido los últimos en aparecer. El único existente hasta ahora, regido por FC&M, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos, S.A. ("FC&M"), se creó por medio de una Orden Ministerial del 14 de julio de 1995, al amparo de la modifica-

ción efectuada en el Real Decreto 1814/1991 por el Real Decreto 695/1995, del 28 de abril, que introdujo un nuevo Capítulo V dentro de aquél.

En el momento de su creación era dudoso que quedase amparado por lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores; hoy, en la nueva redacción dada al número 2 del artículo 31 de la misma, no cabe ninguna duda, pues en el mismo se contempla que serán mercados secundarios oficiales de valores los mercados de futuros y opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero.

Además, de acuerdo a lo dispuesto en las normas antedichas, la contratación en este mercado y su funcionamiento se rigen por un reglamento de mercado, que tiene carácter de norma de ordenación y disciplina del mismo<sup>14</sup>. El régimen de este mercado es, hoy por hoy, muy similar al de los mercados de futuros y opciones financieros a los que nos referiremos más adelante, e incluso el reglamento del mercado es sustancialmente el mismo. Sin embargo, el objeto de la contratación en este mercado son las mercaderías, y, específicamente, en el momento actual, los cítricos (naranjas y mandarinas)<sup>15</sup>.

Como quiera que la forma de contratación y los miembros del mercado FC&M son similares, por no decir idénticos, a los que más adelante se describirán al tratar de la contratación en MEFF, nos remitimos a lo que allí se dirá. La sustancial diferencia es que la liquidación de los contratos, tanto los de opciones como los de futuro, es normalmente por entregas, sólo pudiendo liquidarse por diferencias en caso de incumplimiento o imposibilidad de la entrega<sup>16</sup>.

### VI. FUTUROS Y OPCIONES FINANCIEROS

Los mercados de futuros y opciones financieros en España fueron, sin duda, una de las grandes novedades que aportó la nueva normativa, impulsada por la realidad de la práctica mercantil. Estos mercados no se contemplaron en la Ley del Mercado de Valores en su redacción original, aunque la misma abrió la posibilidad a otros mercados distintos de los que en ella se mencionaban específicamente, a través de lo dispuesto en los artículos 31.c, 59 y 77 (si bien este

<sup>14</sup> Conforme al artículo 59 de la Ley del Mercado de Valores. Véase, respecto de la gestación de estos mercados y de su regulación, V. CUNAT EDO. "Mercados de derivados no financieros, su régimen jurídico". En: "Productos financieros derivados y mercados organizados", obra colectiva dirigida por E. Díaz y P. Larraga, Madrid, 1997, p. 113 y ss.

<sup>15</sup> Está en proyecto la negociación de derivados sobre la electricidad, aunque en el momento actual no puede concretarse si se negociarán en este mercado o en otros en los que FC&M pueda tener alguna participación.

<sup>16</sup> Debe considerarse, sin embargo, que a pesar de que la ley española los incluye como otros mercados de valores más, la Directiva 93/22/CEE no los incluye como mercados a los que la misma se refiere, es decir, no trata como servicios de inversión los que puedan efectuarse en estos mercados; en la misma línea, puede verse la sentencia, arriba citada, en el caso *Alpine Investments*.

último se introdujo a través de la modificación efectuada por una norma posterior<sup>17</sup>).

Por tratarse de unos mercados novedosos en cuanto a su organización y funcionamiento, así como respecto de los contratos que en ellos se negocian, vamos a tratar los mismos con un mayor detenimiento.

Los orígenes de estos mercados estuvieron en una resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera del 21 de marzo de 1989, referida exclusivamente a las operaciones a plazo respecto de deuda pública, y, desde luego, debe hacerse notar que la cobertura normativa era de ínfimo rango<sup>18</sup>.

Su regulación definitiva vino dada por el Real Decreto 1814/1991 del 20 de diciembre, y luego se ha venido a ratificar por lo dispuesto en la redacción de los artículos 36 y, sobre todo, 59 de la Ley del Mercado de Valores, tras la modificación introducida por la Ley 37/1998.

En un principio, existieron en España dos mercados independientes entre sí, uno localizado en Barcelona, que se denominó "Mercado Español de Futuros Financieros, S.A." (MEFFSA), y otro en Madrid, denominado "OM Ibérica, S.A." (OMIB), transformado luego en "Mercado de Opciones Financieras Español, S.A." (MOFEX). Hoy ambos mercados, aunque regidos por sociedades anónimas distintas, están integrados en un único *holding*, encabezado por una compañía denominada "MEFF Sociedad Holding de Productos Financieros Derivados, S.A.", manteniendo un mercado de futuros financieros derivados de renta variable en Madrid, regido por una sociedad denominada "MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Deriva-

dos de Renta Variable, S.A." (MEFF RV) y otro en Barcelona sobre productos financieros derivados de renta fija, regido por una sociedad denominada "MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A." (MEFF RF), cada vez más coordinados y bajo una misma dirección.

Ambos mercados se rigen, además de las anteriores normas y otras complementarias a las mismas, sobre todo por sus Reglamentos respectivos, ambos aprobados por sendas Órdenes Ministeriales del 8 de julio de 1992, que son idénticos en cuanto a su redacción y contenido.

En los mercados referidos se negocian productos financieros derivados, esto es, instrumentos financieros derivados en la terminología de la Ley del Mercado de Valores y de la Directiva Comunitaria, y por tanto no se negocian valores. Se trata de unos contratos que adoptan la forma o bien de futuros financieros (formalmente compraventas de futuro, aunque en la práctica unos lo son y otros no) y opciones financieras (opciones para la celebración de contratos de compraventa, pero que en realidad, además en unos casos son auténticas opciones de compra o de venta y en otros no son realmente opciones)<sup>19</sup>.

Sobre la validez de estos contratos, como de todos los instrumentos financieros derivados, se han producido en muchos países discrepancias y discusiones, pues se ha llegado a considerar que los mismos eran auténticos juegos de azar y, en consecuencia, resultan prohibidos<sup>20</sup>. En España, sin embargo, las operaciones a plazo bursátiles ya se declararon válidas por sentencias del Tribunal Supremo desde muy antiguo<sup>21</sup>; también, respecto de los que hoy llamaríamos instru-

<sup>17</sup> Ley 4/1920, del 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990.

<sup>18</sup> Debe señalarse que en España, en ese momento, estaban prohibidas las operaciones a plazo en bolsa. La historia de las operaciones a plazo ha estado llena de vicisitudes. Si bien por el Real Decreto del 10 de septiembre de 1831 y en la Ley provisional del 23 de junio de 1845 las mismas se permitieron, se prohibieron por Real Decreto del 5 de abril de 1846; volvieron a permitirse al año siguiente y de nuevo se prohibieron en 1848; finalmente, se aprobaron con muchas restricciones por Real Orden del 6 de abril de 1875, aunque sufrieron nuevos avatares hasta la guerra civil española de 1936-39, al finalizar la cual fueron prohibidas de nuevo, y aunque los sucesivos Reglamentos de Bolsa las contemplaban como posibles, sujetas a autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, nunca fueron autorizadas. Ciertamente, hoy no existiría prohibición legal para llevarlas a cabo, pero de hecho, el funcionamiento de los mercados de futuros y opciones, de una parte, y la existencia de instituciones jurídicas que las sustituyen en bolsa, como el crédito al mercado y el préstamo de valores, han hecho que, hoy por hoy, no existan operaciones a plazo sobre valores en bolsa (de entre las normas mencionadas, cabe destacar el artículo 2 de la Ley de 23 de febrero de 1940, conocida como Ley Larraz, que las prohibió, ratificando una norma anterior de 1939 en este sentido; el Decreto-Ley de 30 de abril de 1964 la permitió para títulos de cotización calificada, pero dejando facultad al Gobierno, como se dijo, para determinar cuándo se podrían comenzar a negociar estas operaciones, lo que nunca se hizo; así, aunque la Ley del Mercado de Valores derogó la referida Ley de 1940, el propio artículo 38 reservaba al Gobierno las facultades de limitación de la contratación, no habiéndose regulado hasta hoy, como se ha dicho).

<sup>19</sup> Sobre la naturaleza jurídica de estos contratos puede verse mi obra "Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAs) y futuros financieros sobre intereses". Madrid, 1993, y IGLESIAS, J.L. "El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico", y MASSAGUER FUENTES, J. "La opción financiera: caracterización jurídica", ambos en "Los mercados españoles: opciones y futuros financieros", Madrid, 1995, varios autores, dirigida por E. Díaz y P. Larraga, p. 229 y ss, y 259 y ss, respectivamente. También, IBAÑEZ, J. "Opciones normalizadas". Madrid, 1999.

<sup>20</sup> Véase la famosa sentencia en el caso de Hammersmith & Fulham, dictada por la Cámara Inglesa de los Lores, en la que se declaraba nulos, por ser juegos de azar, todos los contratos sobre productos financieros derivados.

<sup>21</sup> Véanse las sentencias del 6 de noviembre de 1898, 16 de febrero de 1897 y 26 de diciembre de 1905.

mentos financieros derivados, aunque no se les consideraba como tales, al menos con esta denominación, en su momento, negociados fuera de los mercados bursátiles<sup>22</sup>.

Precisamente una pieza esencial en la organización y funcionamiento de estos mercados es el denominado Reglamento del Mercado. Es una norma de difícil caracterización<sup>23</sup>, sobre todo porque su forma de elaboración no corresponde a la forma prevista, en su día, en la Ley de Procedimiento Administrativo, y hoy, a la Ley de Gobierno, que rige la forma de elaboración de las normas generales. Hay que entender, sin embargo, que establecida por el artículo 59.7 la obligatoriedad de existencia de un reglamento específico, cuya aprobación se ha de ajustar a lo dispuesto en las normas de creación del mercado, hoy recogidas en el Real Decreto 1814/1991, y prevista además la publicación de su contenido en el Boletín Oficial del Estado, significándose que este Reglamento será una norma de ordenación y disciplina del mercado, no cabe duda de que estamos ante una norma obligatoria y de carácter general, con el rango de la Orden Ministerial que debe aprobarlo, conforme a lo dispuesto en el referido Real Decreto.

Como se dijo, en estos mercados se negocian opciones y futuros financieros. Una opción financiera confiere a su titular el derecho a celebrar un contrato, que en la definición de Reglamento del Mercado es un contrato de compraventa sobre un instrumento subyacente. El instrumento subyacente consiste en valores o índices sobre valores, tipos de interés o de cambio, calculados por referencia a cotizaciones bursátiles o a las de mercados organizados o de conocimiento general. En la práctica, en muchas ocasiones las opciones sólo pueden liquidarse por diferencias, por lo que no estaremos ante auténticas opciones de compra ni de venta. Por lo demás, las opciones pueden ser europeas o americanas, es decir, ejercitables en una fecha determinada o en cualquier momento dentro de un período prefijado.

Los futuros financieros adoptan la forma de compraventas a plazo o de futuro, en el sentido de que las partes pactan desde este momento los términos del contrato de compraventa difiriendo su liquidación a un momento futuro; de nuevo, nos hallaremos en muchos casos ante contratos que no son auténticas

compraventas, porque sólo pueden liquidarse por diferencias, y las partes no desean comprar ni vender. Esto hace que la tipología de las opciones y los futuros financieros sea muy variada.

Es un mercado en el que se negocia, se compensa y se liquida, todo ello bajo la dirección de la Sociedad Rectora que, además, a efectos de facilitar la compensación y liquidación, asegurar la solvencia y el cumplimiento de la contraparte, ya que se trata de mercados - de alguna manera - ciegos, y facilitar la salida o el cierre de posiciones de los inversores, asume siempre la función de contraparte de todos y cada uno de los contratos, es decir, cuando alguien acepta una oferta existente en el mercado no se celebra ni surge el contrato entre quien hizo la oferta y quien la aceptó, sino entre quien hizo la oferta y la Sociedad Rectora, de una parte, y la Sociedad Rectora y quien aceptó la oferta, de otra, de tal manera que surgen siempre dos contratos de cada operación económica.

Los instrumentos subyacentes pueden consistir, como se dijo, en valores, normalmente acciones o bonos u obligaciones de deuda pública, índices sobre valores (en la actualidad hay opciones y futuros sobre el Índice Ibex-35) o sobre tipos de interés. En la actualidad, debido a la internacionalización de los mercados, han desaparecido, o están en vías de desaparecer, los contratos sobre tipos de interés españoles (MIBOR) para centrarse en la negociación del tipo Euribor, en conjunción con *Euroglobex*; igualmente se negocian algunos índices bursátiles internacionales en conjunción con la misma asociación de mercados (en concreto, los franceses MATIF y MONEP y el americano CME), en ocasiones por conexión directa entre MEFF RV y MEFF RF y el mercado correspondiente, y en otras a través de una sociedad instrumental de valores creada por MEFF Sociedad  *Holding*, y que se conoce como *Euromeff*.

Históricamente, hubo contratos sobre tipos de cambio, abandonados ya hace años, y algunos sobre diferenciales entre las deudas públicas de diversos países, unos abandonados y otros de reciente lanzamiento.

Como se ha dicho, la Sociedad Rectora es contraparte en todos y cada uno de los contratos que se celebran. A fin de proteger a la propia Sociedad Rectora, existe

<sup>22</sup> Véase la sentencia del Tribunal Supremo del 31 de diciembre de 1941; más modernamente, y ya nombrados como tales instrumentos financieros derivados, las sentencias del 19 de noviembre de 1990 y 22 de julio de 1995. Además, de nuevo hay que mencionar la sentencia en el caso *Alpine Investments*, en la que se considera la validez de este tipo de contratos.

<sup>23</sup> Véase J. R. DEL CAÑO. "Normativa reguladora de los mercados de futuros financieros derivados". En: "Los mercados españoles...". Op. Cit. p. 147 y ss; y mi trabajo "Reglamento del Mercado de Futuros y Opciones Financieras". Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto, 147/1992.

un sistema de garantías muy complejo. Por un lado, los miembros del mercado, que son los únicos que tienen acceso directo a la contratación y sobre los que luego volveremos, tienen que depositar una garantía inicial, en forma de depósito en efectivo o prenda de valores, en favor de la Sociedad Rectora, para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones. Por otra parte, la Sociedad Rectora calcula diariamente el riesgo de todas y cada una de las posiciones de los distintos inversores, individualmente, y conforme a unas reglas preestablecidas les atribuye la obligación de constituir, o si ya están constituidas, incrementar (o en su caso reducir) unas garantías que, hasta ahora, se han venido constituyendo mediante depósitos en efectivo, luego materializados en operaciones a plazo sobre deuda pública - aunque acaba de establecerse un sistema que permite la constitución de estas garantías por medio de prenda de valores - y, además, estableciéndose la garantía solidaria de los denominados miembros liquidadores, por las obligaciones de sus clientes y de los miembros que liquiden a través de ellos, en favor de la Sociedad Rectora. Por otra parte, respecto de los contratos de futuros, existe la obligación de la liquidación diaria de pérdidas y ganancias que tiene dos finalidades: por un lado, permitir la salida del mercado de cualquier inversor en cualquier momento, obteniendo su ganancia o limitando su pérdida a lo ya liquidado hasta entonces, y por otro supone también una cierta garantía por cuanto que limita las eventuales pérdidas en el sentido de que no se acumulan las mismas para su liquidación a vencimiento, sino que al liquidarse diariamente su importe es inferior y, en caso de incumplimiento, es más fácil que queden cubiertas por las garantías constituidas.

Finalmente, existen límites a las posiciones abiertas que pueden estar registradas a través de un miembro liquidador (sumando las propias y las de los clientes) por referencia a un porcentaje de los recursos propios, que puede aumentarse mediante prenda de valores o préstamo de límites por otro miembro del mercado.

La negociación en estos mercados es puramente electrónica, aunque ha existido durante algún tiempo la posibilidad de contratación telefónica. En cualquier caso, como se dijo, los inversores no pueden acceder directamente al mercado, sino a través de los miembros (excepción hecha, claro está, de los supuestos en que los propios miembros invierten para sí).

Existen varias clases de miembros; en primer lugar están los Miembros Negociadores, que son los que pueden transmitir órdenes de negociación, por cuenta propia o de sus clientes, pero sin que puedan compensar ni liquidar. En segundo lugar, los Miembros

Liquidadores, que no sólo transmiten órdenes sino que también compensan y liquidan por cuenta propia o de sus clientes y de otros Miembros Negociadores.

En tercer lugar están los Miembros Liquidadores Custodios, que, además de lo anterior, pueden también actuar como gestores o depositarios de las garantías constituidas en favor de MEFF RV o de MEFF RF. Finalmente, están los Miembros Liquidadores Custodios No Negociadores, que sólo pueden actuar como gestores de garantías. Los Miembros Negociadores y Liquidadores pueden además actuar, respecto de los contratos que así acuerden con la Sociedad Rectora, en el carácter de creadores de mercado, es decir, de obligados a ofertar contratación a fin de dar liquidez al mismo. Pueden ser miembros del mercado las Sociedades y Agencias de Valores, entidades de crédito españolas, comunitarias e incluso de países no comunitarios cuando se reúnan los requisitos establecidos en la Ley del Mercado de Valores, sin que, por tener carácter de mercados de ámbito nacional, quepan autorizaciones específicas por parte de las Comunidades Autónomas. Debe hacerse notar que no existe período transitorio respecto de las entidades de crédito para acceder a la condición de miembros de estos mercados, habiéndolo sido desde su creación.

Existen, por tanto, además de los contratos de futuros y opciones propiamente dichos, contratos de comisión, similar a la bursátil, e incluso de subcomisión, en los mismos términos que se comentaban brevemente respecto de las operaciones en bolsas de valores. Una especialidad de estos mercados es que como no se transmiten los derechos y obligaciones derivados de los contratos, a fin de poder cerrar una posición, es decir, desinvertir, con pérdida o ganancia, lo que se debe hacer es llevar a cabo un contrato igual al que se quiere cerrar, pero adoptando una postura distinta, es decir, si se era comprador será ahora vendedor y viceversa. De esta manera, por aplicación de lo dispuesto en el Reglamento del Mercado, se compensan las obligaciones y derechos de la parte de que se trate, al ser idénticos, y la ganancia o la pérdida vendrá dada por la diferencia entre la prima pagada y la prima cobrada, en los contratos de opción, o por la suma de las liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias producidas hasta esa fecha.

## **VII. GARANTÍA DE LOS INVERSORES**

Una de las novedades introducidas por la Ley 37/1998, en aplicación de la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores, es la creación de los llamados fondos de garantías de inversiones.

La Ley (artículo 77) prevé la creación de uno o varios fondos de garantía de inversiones para asegurar la cobertura a los inversores que no puedan obtener directamente de una Entidad Adherida a uno de estos fondos, la restitución del dinero o de los valores o instrumentos que le pertenezcan por razón de quiebra, suspensión de pagos o declaración por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de que la empresa de servicios de inversión de que se trate no puede, aparentemente, y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir con sus obligaciones respecto de los inversores, habiendo éstos reclamado dicho cumplimiento y transcurridos veintiún días hábiles sin satisfacción de sus pretensiones.

Estos fondos de garantía de inversiones se constituyen como patrimonios separados sin personalidad jurídica, gestionados por una o varias sociedades gestoras de forma similar a los fondos de pensiones y los fondos de titulización. El capital de estas sociedades gestoras pertenecerá a las empresas de servicio de inversión adheridas al fondo de que se trate, participando en su capital en la misma proporción en que efectúen aportaciones a los fondos. La adhesión a estos fondos de garantía de inversiones es obligatoria para todas las empresas de servicios de inversión españolas y potestativa para las sucursales en España de empresas extranjeras de la Unión Europea, estando pendiente de desarrollo reglamentario el régimen de adhesión de las sucursales de empresas de servicios de inversión de terceros Estados.

### VIII. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

A fin de supervisar la organización y funcionamiento de los mercados secundarios de valores (además de los de emisión), la Ley del Mercado de Valores creó un organismo especializado, con personalidad jurídica propia e independiente del Gobierno- aunque su Consejo de Administración está designado por el mismo, del modo que luego se dirá- denominado Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>24</sup>. La Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene encomendada la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de todas las personas físicas y jurídicas que actúan en relación con los mismos, además de velar por la transparencia en los mercados de valores, la correcta formación de precios en ellos y la protección de los inversores, siendo órgano asesor del Gobierno y del Ministerio de

Economía y Hacienda, y de los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas, en las materias relacionadas con los mercados de valores.

Como se dijo, es un ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad jurídica, que se rige fundamentalmente por lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y, como entidad de derecho público, por la Ley General Presupuestaria.

Tiene facultades para dictar disposiciones obligatorias que adoptan la forma de circulares, en desarrollo de las normas reglamentarias dictadas por el Gobierno y el Ministro de Economía y Hacienda, en la medida en que las mismas le habiliten expresamente para ello.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores se rige por un Consejo formado por un Presidente y un Vicepresidente, que designa el Gobierno, por dos consejeros natos, que son el Director General del Tesoro y Política Financiera y el Subgobernador del Banco de España, y tres consejeros designados por el Ministro de Economía y Hacienda. La Ley regula la duración de los mandatos, las incompatibilidades y protege a los Consejeros de los ceses arbitrarios, a fin de asegurar su independencia.

En su función inspectora, incoa los expedientes sancionadores por infracción de las normas relativas a los mercados de valores, pudiendo imponer las sanciones correspondientes a las infracciones leves y graves, y efectuando una propuesta al Ministro de Economía y Hacienda para la imposición de sanciones por infracciones muy graves.

Debe hacerse notar que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene potestad respecto de todos los mercados secundarios oficiales de valores españoles, excepto sobre el Mercado de Deuda Pública Anotada, ya que al estar el mismo regido por el Banco de España directamente, no se ha estimado conveniente que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenga facultades inspectoras y sancionadoras sobre aquél.

### IX. SUMARIO

De este apresurado repaso a la normativa y situación de los mercados de valores en España, puede concluirse, de una parte el acelerado desarrollo de los mismos: antes de la Ley del Mercado de Valores sólo

24 Véase J. FERNÁNDEZ-ARMESTO y L. DE CARLOS BERTRÁN. *Op. Cit.*, p. 335 y siguientes.

existían las bolsas de valores y un recientemente creado Mercado de Deuda Pública Anotada. Desde la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores en 1988, han surgido los mercados de futuros y opciones financieros y no financieros y el Mercado AIAF, además de estructurarse el sistema de interconexión bursátil, auténtica bolsa de carácter nacional.

Por otro lado, se ha modernizado el mercado enormemente, introduciendo nuevas técnicas empresariales (una muestra de ello es que todos los mercados se rigen por sociedades anónimas, en definitiva mercantiles privadas, lo que le da una gran flexibilidad, sin perjuicio de los controles administrativos existentes) lo que ha propiciado el enorme desarrollo de los mercados españoles en la última década.

La intervención de los poderes públicos por la vía de la supervisión se ha acentuado con la creación de un

organismo que se ha mostrado tremendamente eficaz, aunque en ocasiones con una cierta inclinación a burocratizar aspectos que debieran dejarse más en manos de los propios intervinientes en el mercado, cual es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que, al ser además un organismo único con supervisión sobre todos ellos, ha generado unas ciertas líneas de actuación uniformes.

Por último, la propia modificación de la Ley en fechas recientes es una muestra más de que la evolución de los mercados no se ha detenido. La creación de un mercado único europeo, la introducción del euro como divisa única en la mayoría de los países de la Unión Europea, y la globalización de la economía han acentuado la tendencia a la colaboración entre mercados, no pudiendo descartarse que en el futuro exista una mayor coordinación entre los mismos, aunque no necesariamente una fusión o integración de unos en otros.