

## TEMA 11. EL MERCADO DE VALORES.

### 1. Las funciones de los mercados de capitales en una economía de mercado.

Además de los bancos, forman parte de los mercados de capitales, las Bolsas. Las *funciones* del mercado de capitales en una economía de mercado consisten en *transferir recursos* desde los ahorradores a los inversores; en *acumular capital* para aquellos proyectos que necesitan una suma de capital superior a la riqueza de un individuo; *seleccionar los proyectos de inversión más rentables* entre todos los proyectos que “se presentan”, decisión que toman los inversores; *controlar* que los fondos se usen en la forma prometida; *asegurar el cumplimiento de los contratos* entre los que han pedido el capital y quienes lo han proporcionado; *transferir, agrupar, repartir y diversificar riesgos* y *registrar* las transacciones.

Las Bolsas permiten, sobre todo, desinvertir. Proporcionan *liquidez* a los ahorradores que pueden recuperar el dinero invertido cuando quieran. Según algunos estudios, la existencia de mercados de capitales líquidos actúa como un factor potenciador del crecimiento económico de los países que los disfrutan. La liquidez permite, simultáneamente, satisfacer el deseo de los ahorradores de poder recuperar su inversión fácil y rápidamente a la vez que no se produce la descapitalización de las empresas donde dichos fondos están invertidos, lo que es la garantía de que es posible financiar proyectos de largo plazo.

La importancia económica de la existencia de mercados de valores eficientes se extiende a la *valoración de las empresas y de la eficiencia con la que las empresas están gestionadas*. En particular, la información reflejada en las cotizaciones comunica al mercado mucho más rápidamente que los mercados de productos la situación en que se encuentran las empresas, ahorrando en “costes de quiebra” al permitir reaccionar cuando aparecen las señales de que la empresa está mal gestionada.

Pero un mercado de valores que funcione como se ha descrito hasta aquí y que pueda contribuir de forma tan importante al crecimiento de una economía sólo es posible si los inversores pueden confiar razonablemente en que los *insiders*, es decir, los que solicitan su inversión no les engañan respecto del valor de lo que adquieren. El objetivo del mercado de valores es la *protección del inversor* asegurándole que puede confiar, por un lado, en la calidad de la información que recibe de aquellos que solicitan su dinero y, por otro, en la honradez de los que gestionarán el mismo. Todo el Derecho del Mercado de Valores persigue este objetivo: asegurar que los que solicitan dinero del público proporcionan información completa y fiable del proyecto de inversión para el que lo solicitan y que lo gestionarán de forma transparente de forma que los inversores puedan dejar de temer que los que gestionarán su dinero no se quedarán con él. O más exactamente, que gestionarán la empresa tratando de maximizar su valor y que los resultados que se obtengan se repartirán de forma equitativa entre los que aportaron el capital (arts. 204 y 225 LSC, ¡verlos!).

## **2. Régimen jurídico y sistema institucional.**

El régimen del mercado de valores sufrió una profunda reforma mediante la promulgación de la Ley 24/1988, de 24 de julio, que implicó un cambio radical respecto a la disciplina existente entonces en esta materia. Posteriormente, y en consonancia con el deseo de construir el llamado “Mercado único de valores” dentro de la Unión Europea fue reformada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre. Fruto igualmente del dinamismo propio de esta materia y de la continua evolución de los mercados, esta norma se ha visto reformada con frecuencia en fechas recientes, siendo la última gran modificación la operada por la Ley 5/2009, de 29 de junio. Otros aspectos parciales –como el régimen fiscal de las operaciones de valores- se han visto afectados por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

### **A) Aspectos organizativos.**

El mercado bursátil español ha experimentado una profunda transformación estos últimos años, tanto en aspectos sustantivos como organizativos, materializada en Bolsas y Mercados Españoles (BME), que es la sociedad que integra todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. El grupo de cabecera está constituido por Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia, MF Mercados Financieros, Iberclear y BME Consulting.

BME es una empresa de alta capacidad tecnológica, muy diversificada en sus actividades, de fuerte presencia internacional y de gran solvencia financiera. La gestión de la compañía está dirigida a obtener el máximo rendimiento de todos los grandes activos con los que cuenta y que la hacen un Grupo único con un enorme potencial de crecimiento.

BME, que culminó su proceso de constitución en 2003 y salió a Bolsa en Junio de 2006 (a través de la correspondiente OPV) es la respuesta de los mercados españoles al nuevo entorno financiero internacional donde inversores, intermediarios y empresas demandan una creciente gama de servicios y productos en un marco de seguridad, transparencia, flexibilidad y competitividad.

### **B) Marco normativo.**

De cara a la integración de los mercados financieros europeos, se ha establecido el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), compuesto por una serie de propuestas de naturaleza regulatoria y legislativa que se consideran prioritarias para alcanzar dicha integración. El Consejo Europeo de Lisboa, de marzo de 2000, subrayó la necesidad de activar la creación de un mercado único de servicios financieros, estableciendo como fecha límite el 2005 para la puesta en práctica del PASF.

En este sentido, cabe destacar las siguientes propuestas normativas:

**a) En Europa.**

- En relación a los servicios de inversión, y de acuerdo con el PASF, la UE ha adoptado una nueva directiva, la 2004/39/CE, destinada a reforzar el marco legislativo comunitario de los servicios de inversión y de los mercados regulados, con el fin de alcanzar dos grandes objetivos en cuanto a reglamentación: por una parte, proteger a los inversiones y preservar la integridad del mercado, estableciendo requisitos armonizados para la actividad de los intermediarios autorizados; y por otra, fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros.

- En relación con el abuso de mercado, la Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), entró en vigor el 12 de abril de 2003 y la transposición a la legislación de los Estados miembros tenía como fecha límite el 12 de octubre de 2004. Los objetivos de esta normativa son aumentar la integridad de los mercados financieros reduciendo la posibilidad de manipularlos y de llevar a cabo operaciones con información privilegiada; definir una disciplina común con objeto de aumentar la confianza de los inversores; y mejorar la cooperación entre las autoridades nacionales competentes dentro de la U.E. En España se ha incorporado a través del Real Decreto 1333/2005, de 11 noviembre, modificado más adelante por el Real Decreto 364/2007, de 16 marzo.

- En relación con los folletos informativos, la Directiva 2003/71/CE, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores entró en vigor el 31 de diciembre de 2003, debiendo ser transpuesta a las legislaciones de los Estados miembros antes del 1 de julio de 2005. El objetivo de esta Directiva es coordinar las condiciones de admisión de los valores negociables a cotización oficial de las Bolsas y la información que ha de publicarse sobre dichos valores para que la protección de los inversores resulte equivalente a nivel comunitario.

- En relación con las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs), Tras más de una década de debate, la UE aprobó el 21 de abril de 2004 esta directiva (2004/25/CE), que fue transpuesta en verano de 2006. Esta Directiva ha pretendido desde su primera proposición establecer un régimen uniforme en el ámbito de la UE para las OPAS relativas a acciones de sociedades cotizadas total o parcialmente en alguno o algunos de los mercados de valores establecidos en la geografía comunitaria europea. Esta armonización constituye una pieza básica de la existencia y funcionamiento del mercado interior en su dimensión financiera y bursátil. Su transposición al derecho español es lo que ha motivado las recientes reformas legislativas de la LMV a las que se hará referencia en el tema correspondiente.

- Finalmente, en relación a la contabilidad, La Unión Europea armoniza la información financiera de las sociedades que cotizan en bolsa con el fin de garantizar la protección de los inversores. Mediante la aplicación de normas contables internacionales (NIC), quiere preservar la confianza en los mercados financieros y facilitar la negociación transfronteriza e internacional de valores mobiliarios.

En materia de contabilidad la UE avanza hacia la homogenización de las prácticas para las empresas de los estados miembros. Tal y como aprobaron los estados miembros y el Parlamento Europeo, a partir del 1 de enero de 2005 unas 7.000 compañías europeas han empezado a utilizar los estándares internacionales de contabilidad IAS. El Reglamento 707/2004, de 6 de abril, indica el procedimiento que hay que seguir para una primera aplicación de las NIC. Además garantiza la transparencia al exigir que la entidad que las publica explique los efectos del paso a las NIC en su situación financiera.

### **b) En España.**

Además de la ya citada LMV, pieza clave de nuestro sistema (en cuanto al marco jurídico) y la creación de BME (en cuanto al marco institucional), los últimos años han sido de intensas reformas en el ordenamiento jurídico español relativo a los mercados financieros. La Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, también llamada "Ley Financiera", sigue siendo la generadora de gran parte de la normativa novedosa que durante los años 2003 y 2004 se ha aprobado y que afecta a los mercados financieros.

En primer lugar, citar la Ley 62/2003, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, también llamada "Ley de Acompañamiento", que aunque publicada el 31 de diciembre de 2003, recoge una serie importante de medidas de variado contenido que entraron en vigor en 2004. Entre las principales reformas o medidas incluidas en su articulado, por su importancia para el entorno financiero y tributario, se encuentran:

- El régimen fiscal de las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros y de los préstamos de valores.
- La extensión a los no residentes del tratamiento fiscal beneficioso de dividendos y rentas procedentes de la transmisión o reembolso de acciones previsto para los socios en el Impuesto de Sociedades.
- La regulación de la titulización de préstamos y otros derechos de crédito.
- La regulación del Comité de Auditoria que han de tener las entidades emisoras de valores admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales de valores.
- La modificación del Código de Comercio y del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, para trasponer el Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo 1606/2002 relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad.

En segundo lugar es importante mencionar la normativa que se inscribe dentro del proceso de reformas del sistema financiero acometido por la Ley 44/2002, de Reforma del Sistema Financiero y la Ley 26/2003, aprobada con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

En tercer lugar, hay que citar la Orden 764/2004, publicada el 26 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos de los préstamos de valores a que se refiere el artículo 36,7 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. La Orden desarrolla las

obligaciones de información de carácter financiero de los contratos de préstamo de valores admitidos a negociación en un mercado secundario.

Otros hitos legislativos recientes en esta materia han sido la Ley 12/2006, de 16 mayo, que reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, en lo relativo al régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores; el Real Decreto 1362/2007, de 19 octubre, que desarrolla la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea; la Ley 47/2007, de 19 diciembre, que reforma igualmente algunos aspectos de la Ley del Mercado de Valores.

Finalmente, como veremos en detalle en el Tema 13 (Régimen Jurídico de las Ofertas de Adquisición – OPAs) en este ámbito ha habido igualmente una amplia y reciente profusión legislativa, entre la que cabe destacar –y a ella nos referiremos más adelante- la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la LMV para modificación del régimen de OPAs y transparencia de los emisores, y el Reglamento que la acompaña, aprobado por Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

### **3. Mercados primarios y mercados secundarios.**

La Ley del Mercado de Valores (LMV) distingue entre Mercado primario (en el Título III) y Mercados secundarios (Título IV).

#### **A) Mercado primario.**

Podemos definirlo como aquel en el que los inversores suscriben los valores en el momento de su emisión. Jurídicamente, se produce la adquisición originaria.

Cuando los derechos se ofrecen al mercado por primera vez, (“se ponen en circulación”), el negocio por el cual los terceros se hacen titulares de tales derechos forma parte del *mercado primario de valores*. Se dice entonces que los terceros *suscriben* la *emisión*. Una vez que la emisión ha sido suscrita, los adquirentes de los mismos (los *suscriptores*) pueden, a su vez, transmitir dichos derechos a terceros. Tales operaciones son propias del *mercado secundario de valores*. Como puede suponerse, el *mercado primario de valores* carece de un lugar físico.

La demanda (los terceros interesados en adquirir valores) y la oferta (las empresas que ofrecen dichos valores) no están reunidas en ningún lugar físico. Sin embargo, los intercambios de los valores una vez creados (la *negociación*) se produce en los mercados secundarios que sí son lugares físicos. Tales mercados secundarios son *oficiales* cuando funcionan regularmente de acuerdo con la ley de mercado de valores (art. 31.1 LMV). Los oficiales son las *bolsas de valores*; el *mercado de deuda pública*, es decir, el “lugar” donde se venden y se compran los valores puestos en circulación por el Estado y el *mercado de*

*futuros y opciones* (art. 31.2 LMV). Además, pueden crearse otros si así lo autoriza el Gobierno nacional o autonómico.

La estructura del mercado primario consiste, por tanto, en:

- a) Ofertas Públicas de Venta o Suscripción de Valores, que es toda comunicación a personas de cualquier forma o por cualquier medio sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a esa persona adquirir o suscribir los valores;
- b) Admisión a cotización de los valores en un mercado secundario oficial, que significa sacar los valores a la venta en un mercado oficial (i.e. sacar a Bolsa).

La normativa aplicable tras la implementación en España de la normativa comunitaria es, como hemos dicho, la LMV y el Real Decreto 1310/2005 de 4 de noviembre, 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.

Los negocios fundamentales que tienen lugar en el mercado primario son, por tanto, los referentes a la suscripción de valores. El régimen de estas suscripciones dependerá de la naturaleza del valor correspondiente, ya que es diferente que se trate de acciones de una Sociedad Anónima, que de una ampliación de capital, que de suscripción de obligaciones de una Sociedad de Responsabilidad Limitada o la emisión de Deuda Pública (Letras del Tesoro, Bonos del Estado, etc...).

## **B) Mercados secundarios.**

En este mercado se contratan valores en un momento posterior a su suscripción. Se trata aquí de “dar salida” a unos valores de los cuales el suscriptor original quiere deshacerse. Jurídicamente hablamos de adquisición derivativa.

Esta adquisición puede llevarse a cabo a través de los múltiples formas que prevé el derecho, aunque la LMV da prioridad al contrato de compraventa mercantil, que es el negocio más frecuente tanto en las Bolsas de Valores con relación a los valores en ellas cotizados como en el mercado de Deuda Pública respecto a los valores emitidos por el Estado, así como a “otros negocios onerosos característicos de cada mercado”. La ley, por tanto, deja un amplio margen de discrecionalidad a las partes contratantes.

La LMV<sup>1</sup> distingue los siguientes **mercados secundarios oficiales**:

- a) Las **Bolsas de Valores**, que ocupan un papel de primer orden y en ellas son objeto de contratación, sin que puedan serlo en otros mercados secundarios, las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción que hayan sido admitidos a cotización. En España existen cuatro, Madrid, Valencia, Barcelona y Bilbao, el sistema de interconexión bursátil (mercado continuo) y, recientemente, el denominado “Nuevo Mercado”, en el que se negociarán los valores de empresas de sectores

---

<sup>1</sup> Y también la propuesta de Código Mercantil, en su artículo 584-2 (verlo).

innovadores de alta tecnología u otros sectores que ofrezcan grandes posibilidades de crecimiento futuro, aunque con mayores niveles de riesgo que los sectores tradicionales.

b) El *mercado de deuda pública en anotaciones*, que tiene por objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija, representados mediante anotaciones en cuenta, emitidos por el Estado (la llamada “Deuda Pública”), por el Instituto de Crédito Oficial así como otras instituciones oficiales (CC.AA., BCE, etc.).

c) Los *mercados secundarios oficiales de opciones y futuros* representados por anotaciones en cuenta, que tienen por objeto la negociación, compensación y liquidación en ellos de los contratos de **futuros** (contrato a plazo por el cual las partes realizan una compraventa de valores u otros activos financieros a un determinado precio y cuya ejecución se realizará en una fecha futura en las condiciones establecidas en el momento de su conclusión) y **opciones** (una de las partes otorga a la otra la facultad, que no la obligación, de comprar o de vender un determinado valor u otro activo financiero dentro de un determinado plazo a un precio fijado por las partes en el contrato), cualesquiera que sea el **activo subyacente** (activo objeto del contrato).

#### 4. La normativa “MiFID”

La Directiva europea 2004/39/EC sobre los mercados de instrumentos financieros “MiFID”, cuyas siglas en inglés responden a *Markets in Financial Instruments Directive*, es la primera de una gran proliferación legislativa que podemos llamar Normativa “MiFID”. La transposición de esta normativa en los Estados Miembros debería haber finalizado antes del 1 de noviembre de 2007, fecha en la que entró en vigor. A grandes rasgos, los objetivos de la MiFID son los siguientes:

**A) Mayor protección para el inversor:** Las normativas actuales ya no protegen debidamente a los inversores. Por ello, aparece en Europa la MiFID, la cual se basa en la anterior Directiva de servicios de inversión (ISD, *Investment Services Directive*), e incluye además la asesoría de inversión y la realización de cualquier operación de este tipo.

La nueva regulación afecta a todos los bancos de inversión y empresas que trabajen con datos de mercado y a plataformas comerciales y bolsas que puedan provocar potencialmente conflictos de intereses con inversores. Estos conflictos pueden surgir por barreras en la información, una insuficiente separación entre el control y la ejecución de operaciones de valores, una remuneración de asesores dependiente del volumen de negocio y la posibilidad de que las empresas influyan sobre la contratación de los valores en cuestión.

**B) Claridad y transparencia:** La MiFID aporta claridad al regular la información que se proporciona al cliente y ofrecer la documentación del contrato más adecuado. Las empresas de inversión aumentarán la transparencia en el establecimiento de precios y reducirán lo más posible los costes de las transacciones realizadas antes y después de cualquier negociación al tener que hacer públicos estos datos. Para ello deben tenerse en

cuenta variables como el precio, el volumen, los costes y la rapidez, y guardarse los datos correspondientes durante un periodo de cinco años.

La directiva busca, básicamente, que aquellos que operan en un mercado para un inversor lo hagan siempre en beneficio de éste y nunca en el suyo propio, debiendo probar que han obtenido para el inversor el mejor precio y en las mejores condiciones.

**C) Oportunidades operativas:** La MiFID rompe con la norma de que toda contratación de valores debe tener lugar en las bolsas nacionales, ya que esta directiva también regula los procesos de operaciones no bursátiles. De esta manera, los bancos pueden traspasar acciones entre los clientes que desean comprar o vender. Este proceso, además de ser más fácil de controlar, es más rápido y sencillo que las transacciones a través de las bolsas.

**D) Oportunidades estratégicas:** El potencial estratégico se encuentra en la revisión del modelo de negocio en cuanto a la rentabilidad, la optimización de la oferta de prestaciones para contratación de valores y la ampliación de negocio mediante la expansión comercial por toda Europa. La directiva también ofrece a las empresas la oportunidad de desarrollar actividades a nivel transnacional y prestar sus servicios financieros por toda la Unión Europea. La supresión de obstáculos legales facilita el establecimiento de filiales en otros estados europeos y la expansión de participaciones en el mercado. Esto permite a las empresas un ahorro en costes y un mayor aprovechamiento de sus actividades comerciales. Por otra parte, mediante el rediseño interno de TI y de los procesos de negocio se pueden conseguir mejores servicios, con lo que se fideliza a los clientes y se aumenta el volumen de negocio.

## 5. Los valores negociables.

Los conceptos jurídicos sobre los que se organiza la legislación<sup>2</sup> que regula los mercados de capitales son los de *mercados primarios* y *secundarios de valores*.

Lo que se regula es el intercambio de *valores negociables*. Un valor es un derecho. Por ejemplo, la letra de cambio es un *documento* que incorpora un *derecho* a recibir una cantidad de dinero a cargo del firmante de la letra. La letra es un *título-valor* porque es un documento (título) que incorpora un derecho (valor). En los mercados de capitales, lo que se intercambia (lo que se negocia) son derechos. Valor es, pues, sinónimo de derecho.

Estrictamente hablando cuando se “emiten valores” (“mercado primario”) lo que sucede jurídicamente es que se celebran miles o millones de contratos (de sociedad, de préstamo...) en los que la posición contractual de una de las partes (los inversores) son idénticas entre sí y, por estas dos razones, a partir de su nacimiento pueden ser transferidos con facilidad a terceros (“negociación de valores / mercado secundario”).

---

<sup>2</sup> La propuesta de Código Mercantil hace esta distinción en el artículo 581-2.

Si en los mercados de capitales los intercambios se producen anónimamente parece obvio que no cualquier derecho puede ser objeto de intercambio en un mercado de capitales. Un mercado no podría organizarse si los compradores tuvieran que informarse acerca del valor de cada derecho individualmente considerado. De ahí que sólo aparezcan mercados organizados del tipo de los bursátiles para *bienes fungibles*, esto es, bienes entre los que no hay diferencias individuales.

Por tanto, objeto de intercambio en estos mercados son los *valores negociables*. Los *valores negociables* se caracterizan por pertenecer a un conjunto (una emisión) cuyos elementos tienen idéntica naturaleza, régimen de transmisión y contenido, es decir, atribuyen a sus titulares una posición substancialmente igual. Un conjunto de valores homogéneos constituye una *emisión*. De ahí los dos elementos que se predicen de los valores negociables: *negociabilidad*, es decir, que estén configurados de forma que sea poco costosa su transmisión y *agrupación en emisiones*, es decir, que no sean posiciones contractuales únicas sino substancialmente idénticas a otros muchos que se “constituyen” simultáneamente.

La propuesta de Código Mercantil se hace eco de todos estos conceptos, al regular en el Título VIII (del Libro V) las “operaciones en el mercado de valores”. Y lo hace, como señala la propia E.M. (párrafo I-27), con la siguiente matización: “*El Código regula de una manera absolutamente predominante el Derecho privado aplicable para los sujetos y las operaciones relacionadas con el mercado, aunque en materias concretas tales como la defensa de la competencia o las operaciones en el mercado de valores, se ha considerado coherente incorporar algunas normas de Derecho administrativo que parecía indispensable incluir aquí para por exigencias de la coordinación con las normas que regulan la materia en su conjunto*”.

## **6. Órdenes bursátiles.**

Aparte, hay que distinguir de lo anterior las órdenes de ejecución de operaciones, ya que la realización de operaciones en los mercados secundarios va precedida de una orden por parte del cliente de la sociedad o agencia de valores o de la entidad de crédito, con el fin de la ejecución de esa operación.

La LMV establece la obligación a cargo de cualquier miembro de un mercado secundario oficial de aceptar y ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que reciba, si bien podrá subordinar esa aceptación a que el cliente acredite la titularidad de los valores que ordene vender o que haga la oportuna provisión de fondos si se trata de una orden de compra.

La propuesta de Código Mercantil –pensamos que con bastante acierto-, al hablar de los intermediarios financieros del mercado bursátil (arts. 586-1 y ss.) directamente les atribuye el carácter mercantil de comisionistas, lo que no deja ningún espacio a la interpretación y al régimen que les es aplicable.

## **7. Compraventa bursátil.**

Se dice que tienen la consideración de operaciones bursátiles las transmisiones a título de compraventa, en sus diversas modalidades, de valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores. Son objeto de contratación en las Bolsas de valores, sin que puedan ser negociadas en otros mercados secundarios, las acciones y las obligaciones convertibles o canjeables en acciones, así como los derechos de suscripción preferente, y la deuda pública.

Tradicionalmente la compraventa realizada en Bolsa era contratada por dos Agentes que actuaban uno como vendedor y el otro como comprador por cuenta de sus clientes, de los que habían recibido las oportunas órdenes. En la actualidad, la compraventa bursátil ha de efectuarse en todo caso con la participación de al menos un miembro de la Bolsa, a través de los sistemas de contratación que estén establecidos.

La compraventa bursátil se realiza con frecuencia entre dos miembros de la Bolsa, que a menudo operan por cuenta ajena, esto es, de sus clientes. El sistema tradicional de contratación en las Bolsas era el de *viva voz*, en corro; este sistema está en la actualidad en desuso, si bien se conserva para ciertos valores de escasa negociación y por motivos históricos (en Madrid, la sede de la Bolsa, el *parqué*, está en la Plaza de la Lealtad). El sistema de contratación bursátil normal en la actualidad, y que quizá en el futuro sea el único, es el que se realiza a través de medios informáticos y por medio de la interconexión bursátil, el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español) conocido como “mercado continuo”, y que es gestionado por las sociedades rectoras de las Bolsas de valores.

Este sistema funciona de lunes a viernes, de 10:30 hasta las 17:00 horas (aunque en la primera media hora no se pueden realizar contratos, es sólo para ajustes). El cumplimiento del contrato, es decir la entrega de los títulos al comprador y el pago del precio se hace por medio de los miembros del mercado, que actúan como entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Dado que las acciones están representadas mediante anotaciones en cuenta, una vez efectuada la anotación de las operaciones en dicho Servicio, el comprador aparecerá como legítimo titular de las acciones una vez realizado el oportuno registro contable a su favor.

## **7. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).**

Si en los mercados de valores se intercambian cosas -derechos a los rendimientos de unos activos en el caso de las acciones o derecho a la devolución de un capital prestado más los intereses en el caso de las obligaciones etc., en principio, debería ser suficiente con aplicar a dichos intercambios las normas generales sobre contratos. Sin embargo, como hemos visto, la necesidad de proteger a los compradores de estos valores como consecuencia del carácter inmaterial de los mismos y de la dificultad de los adquirentes para controlar el comportamiento de los emisores y gestores, exige una regulación específica.

Lo que ahora interesa destacar es que, desde los Estados Unidos, se ha extendido a todos los países occidentales una peculiar forma de asegurar el cumplimiento de las normas jurídicas en estos mercados: atribuyendo la garantía del cumplimiento de los contratos entre los que emiten valores y los inversores a una *autoridad administrativa* con fuertes poderes para regular la conducta de los que participan en el mercado; para imponer el cumplimiento de dichas regulaciones y para sancionar a los particulares que las incumplan. En el caso de España estas funciones corresponden a la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, en Italia es la CONSOB, en Estados Unidos la *Securities and Exchange Commission* etc.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos. Fue creada por la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, que supuso una profunda reforma de este segmento del sistema financiero español. La Ley 37/1998 ha venido a actualizar la anterior, estableciendo un marco regulador plenamente adaptado a las exigencias de la Unión Europea y propicio para el desarrollo de los mercados de valores en el entorno europeo.

El objetivo de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores. La CNMV promueve la difusión de cuanta información sea necesaria para el cumplimiento de estos fines, con todos los medios a su alcance, para lo que cuenta con las más modernas herramientas informáticas y está atenta a las mejoras que ofrece la evolución tecnológica.

La acción de la Comisión se proyecta sobre las sociedades que emiten valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores y sobre las empresas que ofrecen servicios de inversión. Sobre los dos últimos tipos la Comisión ejerce también una supervisión prudencial, que garantiza la seguridad de las transacciones y la solvencia del sistema. Estas entidades son:

- Instituciones de Inversión Colectiva, categoría que incluye: sociedades de inversión (mobiliaria e inmobiliaria), fondos de inversión (mobiliaria e inmobiliaria) y sus sociedades gestoras.
- Entidades de Servicios de Inversión, principalmente Sociedades y Agencias de Valores, entidades especialmente orientadas a la asesoría y a la compraventa de valores.
- Sociedades Gestoras de Cartera, entidades orientadas a la gestión de patrimonios individuales y constituidos fundamentalmente por valores.

La CNMV, a través de la Agencia Nacional de Codificación de Valores, asigna un código (ISIN), con validez internacional, a todas las emisiones de valores que se realizan en España.