



universidad
de león



**FACULTAD DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE LEÓN
CURSO 2018/2019**

**BOLSAS DE VALORES: ESTRUCTURA
JURÍDICA Y OPERATIVIDAD PARA LA
EMISIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE ACCIONES
DE SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS**

***STOCK EXCHANGES: LEGAL STRUCTURE
AND OPERABILITY FOR THE ISSUE AND
DISTRIBUTION OF SECURITIES (SHARES)
OF LISTED CORPORATIONS***

GRADO EN DERECHO

AUTOR/A: DÑA. VERÓNICA GONZÁLEZ PIÑERO

TUTOR/A: DÑA. ELENA FÁTIMA PÉREZ CARRILLO

ÍNDICE

I.- RESUMEN	5
II.- PALABRAS CLAVE.....	5
III.- OBJETO DEL TRABAJO	7
IV.- METODOLOGÍA.....	9
V.- LOS MERCADOS FINANCIEROS, CONCEPTO Y SU TIPOLOGÍA	12
VI.- FUENTES DEL DERECHO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.....	14
1.- Fuentes constitucionales, legales y reglamentarias	14
2.-Derecho de la Unión Europea. Especial referencia a MIFID II y MIFIR	17
2.1 Ámbito de aplicación y exclusiones	18
VII.- LOS MERCADOS DE VALORES PARTICIPATIVOS (DE CAPITAL)	19
1.- Preliminar: el mercado primario y el mercado secundario	19
2.- Estructura y funcionamiento de las Bolsas de Valores	20
2.1.- La Sociedad Rectora.....	22
2.2 – Operadores en los mercados de valores	25
2.2.1 Emisor u oferente	25
2.2.2.- Intermediarios	27
2.2.2.1.- Las Empresas de Servicios de Inversión.....	27
2.2.2.2.- Los miembros del mercado: los negociadores sobre valores	30
2.2.2.2.1.- Obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes.....	31
2.2.2.3.- Intermediarios que gestionan las denominadas “infraestructuras del Mercado”	32
2.2.2.3.1.- Los depositarios centrales de valores	32
2.2.2.3.2.-Entidades de contrapartida central.....	35
2.2.3.- Adquirentes- inversores	36
2.3 Normas de funcionamiento y conducta	39
2.3.1 Normas de conducta aplicables, en general, a todos los sujetos que operan en el mercado	39

2.3.2 Normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión ESIs	40
2.3.3 Normas de conducta aplicables a emisores de valores negociables.....	41
3.- Operaciones con valores negociables en las bolsas de valores	42
3.1 Valores negociables en las Bolsas	42
3.1.1.- Especial referencia a las acciones de las sociedades cotizadas como valores negociables	44
3.2.- Referencia concreta a ciertas operaciones	46
3.2.1.- Emisión de valores y el mercado primario. Aspectos generales	46
3.2.2.- Negociación y transmisión de valores en Mercados Secundarios	51
3.2.2.1.- Admisión a negociación.....	52
3.2.2.2.- Distribución de valores en los Mercados Secundarios	53
3.2.2.3.- La intervención de miembros del mercado	55
VIII.- CONCLUSIONES	57
Las conclusiones que se pueden extraer del desarrollo y análisis de los diferentes apartados del trabajo, así como de las diferentes aportaciones doctrinales de los autores mencionados, son las siguientes:	57
IX.- ANEXO BIBLIOGRAFICO Y DOCUMENTAL	60

ABREVIATURAS UTILIZADAS

CCAA: Comunidad Autónoma.

CE: Constitución Española.

CNMV: Comisión Nacional de Mercado de Valores.

ECC: Entidades de contrapartida central.

UE: Unión Europea.

EMIR: Reglamento (UE) N° 648/2012, de 4 de julio de 2012.

ESI: Empresa de servicios de inversión.

LMV: Ley de Mercado de Valores.

LSC: Ley de Sociedades de Capital.

MIFID II: Directiva 2014/65/UE.

MIFIR: Reglamento UE 600/2014.

MR: Mercado Regulado.

OPS: Oferta pública de suscripción.

OPV: Oferta pública de venta.

SMN: Sistemas Multilaterales de Negociación.

SOC: Sistemas Organizados de Contratación.

I.- RESUMEN

Los mercados financieros y en especial los de valores han alcanzado en los últimos años una importancia sin precedentes en la economía mundial. Los avances tecnológicos materializados en las últimas décadas, las transformaciones en el *modus operandi* de las empresas, y en definitiva, la globalización han provocado grandes cambios en los hábitos financieros de la sociedad, viéndose afectados todos aquellos que, de una forma u otra, intervienen en los mercados como los ahorradores, empresas, o los intermediarios, por mencionar algunos.

Precisamente las reformas han afectado especialmente a los mercados de valores, cuya actividad como centros de financiación empresarial en todo el mundo se ha visto alterada por las reformas normativas posteriores a la crisis de 2007. En este trabajo se repasan las principales notas que configuran los mercados financieros (especialmente de valores), tanto en lo relativo a Mercados primarios como secundarios, así como el régimen jurídico de determinados actores de cuya interacción deriva la actividad bursátil. Nos centramos particularmente en figuras como la entidad rectora, las entidades de contrapartida central o los depositarios centrales de valores, y en sus rasgos definidos en la UE por los paquetes MIFIDII/MIFIR y EMIR, entre otros.

II.- PALABRAS CLAVE

Mercado Primario, Mercado Secundario, Bolsas de Valores, Mercados Regulados, Ley de Mercado de Valores. MIFID II, MIFIR.

ABSTRACT

Financial markets, and especially securities markets, have achieved unprecedented importance in the global economy in recent years. The technological advances materialized in the last decades, the transformations in the modus operandi of the companies, and in short, the globalization have brought about great changes in the financial habits of society, affecting all those who, in one way or another, intervene in markets such as savers, companies, or intermediaries, to name a few.

Precisely the reforms have particularly affected the stock markets, whose activity as business financing centers around the world has been altered by the regulatory reforms after the crisis of 2007. In this work we review the main notes that make up the markets financial (especially securities), both in relation to primary and secondary markets, as well as the legal regime of certain actors whose interaction derives the stock market activity. We focus particularly on figures such as the governing entity, central counterparties or central securities depositories, and on their features defined in the EU by the MIFIDII / MIFIR and EMIR packages, among others.

KEYWORDS

Primary market, Market secondary, Stock exchanges, Regulated markets, Securities Market Law, MIFID II, MIFIR.

III.- OBJETO DEL TRABAJO

De todas las materias impartidas a lo largo del Grado en Derecho me he decantado por una de las disciplinas de Derecho Privado, el Derecho Mercantil. Sin duda las asignaturas encuadradas en el “Mercantil” están entre las que más me han motivado a lo largo de mis estudios cursados en Derecho.

Son variados y abundantes los elementos de Derecho Mercantil cuya presencia en la vida cotidiana es evidente. Pero también hay otros muchos que, estando igualmente presentes, resultan menos conocidos o más ocultos. Las disciplinas estudiadas en el grado no llegan a abordar todas, especialmente las últimas, pero si fueron suficientes para sembrar interés y ganas de profundizar en ellas. Concretamente, en la asignatura de Derecho Mercantil II estudiamos sociedades, con alguna incursión dentro de ellas a las cotizadas, pero sin mucho detalle y sobre todo sin tiempo para poder conocer que es “eso” de la cotización o de los “mercados” donde tales entidades mercantiles operan.

Por todo ello decidí que mi TFG se centre en un estudio más profundo de los Mercados y Bolsas de Valores. Mi iniciación a la investigación mercantil me obligó a introducirme en a confrontar conceptos, tipos de entidades y operaciones novedosas para mí.

En este trabajo el papel protagonista los ocupan ciertos mercados financieros: los Mercados Primarios y Secundarios de valores en los que se ofrecen y adquieren que representan acciones-es decir capital- de las sociedades cotizadas. No se analizan los Mercados de Deuda Pública, Mercados de Futuros y Opciones o el Mercado de Renta Fija, que siendo también mercados financieros, presentan características cuya especificación desborda nuestros objetivos.

El ejercicio de análisis sobre el tema a desarrollar, más allá de lo que de su lectura resulte evidente, me ha resultado útil como complemento para mi formación jurídica. No estamos ante un tema exclusivo de los economistas, como una visión superficial de las bolsas pudiera hacernos creer, sino ante una materia profundamente enraizada en el derecho, y lo que es más, cuyo desarrollo se basa en las disciplinas jurídicas como el Derecho Mercantil.

Por todo ello, el propósito de este trabajo no es otro que el de analizar la regulación, organización y funcionamiento de los mercados de valores en nuestro país, a través de una visión global, pero suficiente, de la situación real y actual de dichos mercados. Para ello, el trabajo está estructurado en tres grandes epígrafes: El primero hace referencia a la aproximación conceptual a los Mercados Financieros. El segundo versa sobre las fuentes del ordenamiento jurídico de tales Mercados, tanto a nivel nacional como de la UE, destacando la reciente entrada en vigor del paquete MIFID II y MIFIR. Después analizamos la división de los Mercados Regulados en los que se emiten y negocian valores de capital en entidades privadas, tanto el Primario como el Secundario, así como la estructura y funcionamiento de las Bolsas de Valores, sus principales operadores y sus normas de conducta y funcionamiento. Posteriormente, abordamos los valores negociables en dichos mercados, centrándonos en la compraventa de valores en las bolsas, Mercados secundarios o de distribución, por ser el negocio jurídico más importante por volumen y trascendencia para la financiación empresarial.

La comprensión y trasfondo de los Mercados resulta de gran utilidad ya que constituyen una de las fuentes de financiación más importantes para que las empresas y demás operadores que llevan a cabo actividades en la economía real obtengan recursos: las sociedades y entidades que cotizan en bolsa captan capital mediante la emisión de nuevas acciones en los Mercados Primarios. El valor de mercado de estas acciones varía en función de la oferta y demanda, incrementándose a medida que los inversores demandan esas acciones (valores) tanto en la primera emisión (Mercado Primario) como en las sucesivas operaciones (Mercado Secundario). La elevación o disminución en las cotizaciones, es decir, en el precio de venta de las acciones en las bolsas, repercute sobre la posibilidad de que los inversores (ya sean miembros del mercado o clientes de éstos) obtengan a su vez beneficios. Entre unos y otros, auténticas cadenas de intermediarios altamente especializados en sus funciones, obtienen también rentabilidad. Pero, para alcanzar tales objetivos (de emisores, de inversores, de intermediarios), los mercados deben cumplir una serie de requisitos y exigencias. La tradición bursátil de ordenamientos como el de EEUU nos ha servido de modelo en Europa y así nuestros mercados aprueban normas de conducta para sus miembros y operadores. Pero además, nuestro legislador europeo (y español) establece pautas de

actuación que configuran el marco jurídico para la creación y desarrollo de los Mercados y de las operaciones que en ellos tienen lugar.

Sería imposible abordar la complejidad de la regulación bursátil en España. Pero si cabe subrayar la relevancia del paquete MIFID II, MIFIR y EMIR. No podríamos estudiar aquí todas las figuras y entidades que operan en las bolsas, pero se contemplan con agudo detalle las más afectadas por las reformas que los mencionados paquetes normativos han introducido en la UE, alineando nuestros Mercados con las transformaciones conocidas en todo el mundo a raíz de la crisis de 2007 y que han incidido especialmente en el refuerzo de las obligaciones de transparencia de los operadores, en relación con sus clientes, con el mercado, y con los supervisores.

IV.- METODOLOGÍA

Como ya se ha dicho anteriormente, semanas previas a la elección del Tutor del TFG, me planteé cuáles fueron las asignaturas que más me han impactado y conmovido a lo largo de estos cuatro años, una de ellas fue el Derecho Mercantil, sobre todo porque sembró en mí mucha curiosidad sobre ciertos temas a lo largo de la impartición de la materia; tanto fue así, que me puse en contacto con la Dra. Elena Fátima Pérez Carillo para plantearle la posibilidad de realizar este trabajo de investigación bajo su supervisión, dado el interés mutuo y tras el debate sobre los diversos temas a desarrollar, decidimos iniciar este último proyecto universitario.

Tras varias reuniones fuimos centralizando un poco más sobre qué tema versaría, sin duda algo novedoso, llamativo, reciente y sobretodo poco visto o conocido a lo largo de estos años universitarios en mundo jurídico, que sin embargo resulta complementario de la formación recibida especialmente en Derecho societario, pero sin olvidar del todo otras asignaturas como el Derecho de la Unión Europea, por su inmensa influencia sobre la regulación de mercados. De alguna manera el hecho de trabajar con una profesora de derecho mercantil que es parte de un grupo de trabajo de la Autoridad Europea de Mercados y Valores, ESMA, me ha servido de acicate, haciéndome sentir cercanas y asequibles operaciones y entornos que antes creía muy distantes para una joven jurista leonesa.

Las varias lecturas preliminares que me asignó , algún estudio en materias cercanas al objeto de este TFG me sirvieron para ir adentrándome en el terreno y sobre todo en los conceptos con los que trabajo, ya que estamos en un ámbito con terminología muy precisa y desconocida.

El objeto del trabajo se identifica con el índice desarrollado y para ello, se ha requerido del análisis íntegro de la normativa aplicable, la cual me ha ocupado varios meses de estudio, redacción y tutorización, tanto nacional como comunitaria, destacando el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y sus respectivos Reglamentos de desarrollo, pero de manera más llamativa conviene destacar en el ámbito comunitario la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, denominado MIFID II; y Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) N° 648/2012, denominado MIFIR; ambos de reciente aplicación y entrada en vigor, modificando, detallando y regulando múltiples figuras que anteriormente carecían de un régimen tan detallado normativamente. La legislación analizada me ha permitido matizar y clarificar los principales conceptos desarrollados aquí.

En los últimos años, el Derecho Mercantil, al igual que otras materias, ha sufrido modificaciones legales, y es por ello que para realizar este trabajo, lo haremos con la legislación consolidada y última versión actualizada y aplicativa. Además de la legislación, para el desarrollo y el estudio de este Trabajo de Fin de Grado, me he apoyado en la información recopilada tanto de monografías, artículos de revistas especializadas, bases de datos como son la de Dialnet, Aranzadi, y de muchísimos libros de autores especializados en la materia. En un orden menos formal, debo señalar que mi tutora me ha recomendado la consulta de algunas webs y blogs como el propio de su área DerMerUle, pero también otros como el blog de Tapia Herrmida, o la web de la CNMV.

He de esclarecer que la mayoría de la documentación ha sido recabada, aparte de la amplia legislación aplicable, de los recursos proporcionados por la biblioteca de la propia Universidad como por la biblioteca del Área, bajo la recomendación de mi tutora.

Una de las primeras dificultades a la hora de elaborar el TFG es la estructuración del texto a desarrollar, que aunque parezca sencillo, es una de las actividades que más tiempo y esfuerzo requieren para poder transmitir unas ideas e intentar plasmarlas de manera sencilla e inteligible. Siendo así en general, abordar este trabajo concreto que me exigió recabar tanta información, procesarla y presentarla de manera ordenada y clara, se basó en ir elaborando un inicial esquema sencillo que, en las tutorías fuimos ampliando, hasta conseguir el actual que estructura todas las ideas y conceptos; a partir de este momento, fue más sencillo el desarrollo del trabajo.

Para el desarrollo de este trabajo han sido esenciales y sustanciales todas las tutorías, reuniones y horas de trabajo con mi tutora en el Área. Me ha asesorado, ayudado en la comprensión de los términos que en muchas ocasiones son de gran complejidad y exactitud o forman parte de una “jerga” económica que se nos escapa de entre los dedos a los juristas. El desconocimiento de base del tema, que me exigió una preparación preliminar, así como su versatilidad e interconexión con otras disciplinas suman un plus de complejidad a este estudio, del que el texto que se presenta procura reflejar una visión de conjunto y su régimen jurídico actual.

V.- LOS MERCADOS FINANCIEROS, CONCEPTO Y SU TIPOLOGÍA

Aludimos con el término de mercados financieros a entornos en los que se facilita la puesta en común de oferta y demanda de productos financieros de muy distinto tipo. En ellos se posibilita la compra y la venta de títulos financieros, materias primas u otros activos de valor fungible mediante transacciones de bajo coste. Constituyen mecanismos de inversión del ahorro o excedente monetario de una parte de los intervinientes en ellos, para hacer frente a las necesidades de financiación de las otras partes de las operaciones que en ellos se realizan.

Al igual que todos los mercados, los financieros funcionan a través de procesos y procedimientos para que confluyan ofertas y demandas sobre determinados objetos de intercambio. Constituyen así el canal a través del cual el ahorro financia la inversión, y permiten a los que reciben la financiación ingresar en el presente lo que van a recibir en el futuro; y a los ahorradores –inversores- hacer lo contrario, es decir, transformar sus ingresos actuales en rendimientos futuros. Por ello, entre las funciones básicas¹ de estos mercados, entendidos en un sentido amplio, están la de suministrar recursos dinerarios a aquellos sujetos, públicos o privados que lo requieran para atender sus necesidades, para el control de la inflación, o para la estabilidad de los precios, por mencionar los objetivos principales. Los mercados financieros contribuyen al aumento de la liquidez, y a la supervisión del régimen general de pagos entre los distintos operadores.

Se pueden distinguir grandes tipos de mercados financieros: Por un lado el bancario que efectúa la asignación de inversiones de manera indirecta a través de la banca. Por otro, los centros de negociación multilaterales, que a su vez se dividen en Mercados Regulados (MR)², Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN)³ y Sistemas

¹ AURELIO MENÉNDEZ, A.R. *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Navarra. Thomson Reuters. 2018.

² MIFID II. Artículo 4.1.21: “«mercado regulado»: sistema multilateral, operado o gestionado por un organismo rector del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir —dentro del sistema y según sus normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con el título III de la presente Directiva.”

³ MIFID II. Artículo 4.1.22: “«sistema multilateral de negociación» (SMN): sistema multilateral, operado por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de

Organizados de Contratación (SOC)⁴ a raíz de las reformas introducidas por la Directiva MIFID II ⁵. En este trabajo nos vamos a centrar en un tipo de MR, que en España reciben la denominación de Mercados Oficiales, que son las Bolsas de Valores (conforme al artículo 43.2 LMV), en los cuales se intercambian valores participativos, representativos de capital en sociedades cotizadas, y otros instrumentos equivalentes por cuanto representan el capital de las entidades que los han emitido.

Dentro de la gran complejidad de los mecanismos financieros de asignación de recursos, tanto a nivel legislativo como regulatorio existen exigencias y requisitos para su funcionamiento. A ellos se unen además las normas que elaboran las entidades rectoras; y aspectos operativos como la amplitud del número de instrumentos a negociar, o como la libertad para incorporarse o salir del mercado o como la transparencia informativa, inspiradores de la regulación y de la práctica, por mencionar algunos. Este complejo panorama normativo influye en la organización y desarrollo de actividades en los mercados y dentro de ellos en las bolsas de valores⁶ que orientan su actividad conforme a una serie de principios⁷:

- Eficiencia, en virtud de la cual el mercado opera de la manera más ágil y con el menor coste posible y que se traduce, por ejemplo, en la puesta a disposición de la oferta y de la demanda toda la información disponible sobre los emisores e instrumentos financieros.
- Transparencia, en el sentido de que el sustrato de lo que se negocia en el mercado depende de la información, por lo que es esencial garantizar que los inversores tengan a su alcance informaciones precisas para adoptar decisiones.

venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad el título II de la presente Directiva. ''. Se actualiza en MIFID II, pero so creación de MIFID I.

⁴ MIFID II. Artículo 4.1.23: '*«sistema organizado de contratación» (SOC): sistema multilateral, que no sea un mercado regulado o un SMN y en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en el título II de la presente Directiva empresa de servicios de inversión''*

⁵ DIRECTIVA 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE

⁶GÓMEZ LÓPEZ, R. *Mercados Financieros: futuros y opciones*. (disponible en: <http://www.eumed.net/cursocon/cursos/mmff/mmff.htm>) (19/04/2019), explicando las características de los Mercados Financieros, en cuanto a su amplitud, profundidad, flexibilidad y transparencia.

⁷ TAPIA HERMIDA, A J. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015.

- Protección del inversor, como principio y como exigencia, para garantizarle un entorno seguro donde seguir invirtiendo en valores.
- Regulación, o principio esencial de sumisión al Derecho, conforme al cual los emisores e intermediarios quedan sometidos al Derecho, especialmente en las operaciones que impliquen una solicitud de ahorro al público, como es la oferta de valores bursátiles (acciones).
- Profesionalidad de los intermediarios que intervienen en los mercados, a los que se exigen requisitos en cuanto a su estructura, condiciones de acceso a la actividad y de desarrollo de sus funciones.
- Igualdad de los inversores e igualdad informativa de los mismos.

Como colofón de estos principios, subrayaremos que un aspecto esencial en la configuración de los mercados financieros es que en su seno se debe velar por la transparencia, que además de ser un principio rector al que acabamos de aludir es un requisito para la correcta formación de los precios, para la protección de los inversores y para la difusión de toda la información también fuera del sistema bursátil. En suma, la transparencia recoge y ejemplifica el conjunto de los principios señalados.

VI.- FUENTES DEL DERECHO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

1.- Fuentes constitucionales, legales y reglamentarias

Dentro del sistema jerárquico de fuentes de nuestro ordenamiento jurídico la Constitución Española de 1978, la norma de normas, ya cuenta con preceptos relevantes para nuestro estudio: En primer lugar, en lo relativo a nuestro modelo económico constitucional que responde a un sistema en el cual la actividad de los mercados es una actividad privada sometida a control público coherentemente con los artículos 1, 7, 9 33, 48 y 128, que conforman lo que se ha dado en llamar la ‘‘Constitución Económica’’

En segundo lugar, cabe destacar que dicho derecho es competencia exclusiva del Estado, premisa que se sostiene en las referencias que realiza la CE a la legislación mercantil y el sistema monetario, de divisas, bases de ordenación del crédito, banca..., en enmarca en el artículo 149.1 .6º y 11º de la CE. Aunque, las Comunidades

Autónomas son competentes para aprobar normas en materia de mercado de instrumentos financieros en el artículo 148.1 12º y 13º, lo que en la práctica, ha dado lugar a conflictos que han alcanzado al Tribunal Constitucional. Nuestro intérprete constitucional ha establecido que el Estado no tiene la absoluta libertad para atribuir el carácter básico a una determinada norma, sino que el mismo estará sometido en todo caso a la revisión de dicho Tribunal, y que el establecimiento por parte del Estado de las base del mercado financiero no puede vaciar de contenido las competencias normativas de desarrollo que tienen las CCAA.

Las previsiones constitucionales se desarrollan en legislación, pero además no debe olvidarse que en nuestra materia es esencial la influencia del ordenamiento europeo, mediante legislación de primer nivel⁸ con el Reglamento (UE) N° 648/2012, de 4 de julio de 2012 (EMIR), la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MIFID II) y el Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los Mercados de Instrumentos Financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) N° 648/2012 (MIFIR), y de Nivel 2 a través de distintos Reglamentos Delegados y de ejecución, algunos de los cuales servirán de base para nuestras explicaciones en las paginas siguientes.

En el marco del derecho legislado, el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, es la norma básica fundamental sobre la que se asienta la regulación de nuestro Derecho de Mercado de Valores (LMV). Ha sido modificada en numerosas ocasiones para adaptarla a la realidad cambiante y para transponer diversas directivas de la UE, destacando el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el

⁸ PÉREZ CARRILLO. E.F. *Niveles de regulación en servicios financieros en la UE. Proceso Lamfalussy* DermerUle (28/05/2019) (<http://blogs.unileon.es/mercantil/?s=informe+lamlalussy>): ‘‘Niveles de regulación en servicios financieros en la UE. Proceso Lamfalussy. ’’. Proceso iniciado en 2001 que concibe diversos ‘niveles’ en los que se clasifican las disposiciones normativas o medidas que integran el enfoque de la reglamentación financiera de la UE. Este proceso fue reforzado en 2009 por el informe Larosière, implicando asó cuatro niveles de reglamentación: nivel 1: el Parlamento y el Consejo Europeo, adopta los principios básicos que conforman la normativa, a través de la adopción de Directivas o Reglamentos; en este caso MIFID II y MIFIR. Nivel 2: la Comisión adopta disposiciones de desarrollo para la aplicación de las disposiciones del Nivel 1. Nivel 3: los comités de supervisión, desarrollan una labor consultiva para la aprobación de las disposiciones de Nivel 1 y 2. Nivel 4: la Comisión refuerza su rol para velar por la oportuna incorporación al derecho nacional de la normativa de la UE.

texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores, entre otros. También impactan sobre los mercados de valores otras leyes, ya sean la Ley de sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio) (LSC), la Ley sobre el sistema de pagos y liquidez de los valores, la Ley de entidades de capital-riesgo u otras entidades de inversión (Ley 22/2014, de 12 de noviembre), entre otras muchas.

El impacto del ordenamiento europeo ha hecho necesario adaptar el nuestro nacional, mediante sucesivas reformas en la LMV, y también a través de mediante normas reglamentarias, por ejemplo, el Real Decreto 878/2015 de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Y otras que inciden específicamente sobre los sujetos que de uno u otro modo participan en los mercados, ya sean a los emisores (Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, 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), los intermediarios en sus distintas funciones, roles y competencias⁹ Todo ello sin olvidar las normas referidas a los segmentos del mercado,

⁹ Principalmente el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos

es decir, sobre el Mercado Primario y el Secundario (Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos) , por mencionar las que nos parecen más relevantes.

En suma, las fuentes reguladoras del derecho de los mercados financieros se enmarcan en el sistema piramidal y jerárquico del ordenamiento positivo. Vienen siendo objeto de modificaciones con el fin de adaptarlas a las condiciones del mercado, concluyendo que dicho derecho de Instrumentos Financieros es un derecho cambiante y que se encuentra en constante evolución y crecimiento.

2.-Derecho de la Unión Europea. Especial referencia a MIFID II y MIFIR

Dedicamos una sección específica de este TFG a MIFID II (Directiva 2014/65/EU relativa a los mercados de instrumentos financieros) y MIFIR (Reglamento UE 600/2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros), por el enorme impacto que han tenido sobre la reforma de los mercados financieros en la Unión Europea después de la gran crisis de 2007. Ambos han entrado en vigor el día 3 de enero de 2018.

En primer lugar, respecto de la Directiva 2014/65/UE, denominada MIFID II, relativa a los mercados de instrumentos financieros, tiene como objetivo mejorar la normativa anterior, recogida en la Directiva MIFID I. MIFID II regula las condiciones de autorización y funcionamiento de la Empresas de Servicios de Inversión (ESIs), entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, profesional, a terceros y que en España incluyen las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero¹⁰, la

en materia de mercado de valores; el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre , por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

¹⁰ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Artículo 4.1.1) “ ESIs; *toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros. Los Estados miembros podrán incluir en la definición de empresa de*

libertad del establecimiento y prestación de servicios en territorio de la Unión Europea, las condiciones de autorización y funcionamiento de los mercados regulados, e incluso se ocupa de las condiciones que deben cumplirse con posterioridad a la negociación para facilitar una supervisión eficaz de las operaciones que se desarrollan en los mercados.

En cuanto al Reglamento UE 600/2014, generalmente conocido como MIFIR, relativo a los mercados de instrumentos financieros, regula la transparencia pre y post negociación para con las autoridades competentes y con los inversores, establece requisitos sobre la difusión al público de datos sobre actividad de negociación, la comunicación de datos sobre operaciones a reguladores y supervisores, entre otros aspectos¹¹.

2.1 Ámbito de aplicación y exclusiones

MIFID II tiene un ámbito de aplicación muy específico. Se aplica a las ESIs, a los organismos rectores del mercado, a los proveedores de servicios de suministro de datos y a las empresas de terceros países que presten servicios de inversión y/o ejerzan actividades de inversión mediante el establecimiento de una sucursal en la Unión. La propia Directiva establece en su artículo 2 algunas exclusiones¹² relativas a su ámbito de aplicación entre las que destacamos las personas que presten servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices; las personas que presten un servicio de inversión, cuando dicho servicio se preste de manera accesoria en el marco de una actividad profesional, y siempre que esta

servicios de inversión a empresas que no sean personas jurídicas, siempre que: - su estatuto jurídico garantice a los intereses de terceros un nivel de protección equivalente al que ofrecen las personas jurídicas, y - sean objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a su forma jurídica. ”

¹² MIFID II, artículo 2 establece más minuciosamente esas exclusiones referidas a su ámbito de aplicación; entre las anteriores citadas, destacan “ *las personas que negocien por cuenta propia con instrumentos financieros distintos de los derivados sobre materias primas, derechos de emisión, o derivados de estos, y que no presten ningún otro servicio de inversión o realicen ninguna otra actividad de inversión con instrumentos financieros distintos de los derivados sobre materias primas o de derechos de emisión o derivados de estos, a no ser que tales personas: i) sean creadores de mercado, ii) sean miembros o participantes de un mercado regulado o un SMN, o tengan un acceso electrónico directo a un centro de negociación, iii) apliquen una técnica de negociación algorítmica de alta frecuencia, o iv) negocien por cuenta propia cuando ejecutan órdenes de clientes; y tampoco se aplica a las personas que prestan asesoramiento en materia de inversión en el ejercicio de otra actividad profesional no regulada por la presente Directiva, siempre que la prestación de dicho asesoramiento no esté específicamente remunerada.*”

última esté regulada por disposiciones legales o reglamentarias o por un código deontológico profesional que no excluyan la prestación de dicho servicio; entre otras.

Por otra parte, los principales objetivos de MIFIR son reforzar la protección al inversor, regulando, entre otros, el asesoramiento en la comercialización de productos financieros y sus incentivos; permitir a la UE adaptarse a los desarrollos tecnológicos y de los mercados, regulando prácticas como la negociación algorítmica automatizada; impulsar la negociación de instrumentos financieros desde mercados OTC (“*over the counter*”) hacia centros de negociación (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o sistemas organizados de contratación); aumentar la transparencia en los mercados, no sólo en lo relativo a la negociación de acciones e instrumentos similares sino también en relación con bonos o derivados, para velar por el correcto funcionamiento de los mismos en la formación de precios; mejorar la regulación de algunos productos financieros como los derivados, especialmente los derivados sobre materias primas; facilitar el acceso de las pymes a la financiación, a través de la creación de los «Mercados PYME en expansión»; reforzar y armonizar la supervisión y las sanciones a disposición de las autoridades competentes y evitar el arbitraje regulatorio.

VII.- LOS MERCADOS DE VALORES PARTICIPATIVOS (DE CAPITAL)

1.- Preliminar: el mercado primario y el mercado secundario

El Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (LMV), incorpora la clasificación propia de los mercados financieros de MIFID II y distingue entre Mercado Primario (Título III) y Mercados Secundarios de valores (Título IV).

El Mercado Primario permite la emisión de valores para su adquisición originaria por los inversores. El Mercado Secundario sirve para la transmisión de los valores por los inversores una vez que tales valores han sido admitidos a negociación¹³.

¹³ HIERRO ANIBARRO, S. *Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizado*. 2ª Edición. Madrid. Marcial Pons. 2013.

En definitiva, el mercado secundario¹⁴ es aquel en el que se transmiten activos ya emitidos, que se encuentran en circulación por el mismo. Su función principal es facilitar la liquidez de las emisiones e inversiones realizadas por los emisores, por lo que se constituye como un mercado de negociación y no de emisión (a diferencia del primario); aglutinando la oferta y la demanda, articulando los mecanismos de negociación y liquidación necesarios para constituir la eficiente transmisión económica de los valores negociables.

Las Bolsas de Valores han constituido en España, a la luz de los artículos 56 y 57 LMV, un Sistema de Interconexión Bursátil de ámbito estatal. Este SIB se integra en una red informática, y en él se negocian los valores que acuerde el supervisor financiero español (es decir la Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV-) de entre los que estén previamente admitidos a negociación por lo menos en dos Bolsas de Valores. Gracias al SIB el conjunto de Bolsas de Valores de nuestro país adquieren una mayor profundidad en aquellos valores seleccionados para ser objeto de intercambio en el SIB¹⁵.

2.- Estructura y funcionamiento de las Bolsas de Valores

Las Bolsas de Valores son, en terminología MIFID II, un tipo de MR (o mercado oficial en la terminología española)¹⁶ que conforme al artículo 53 LMV tienen por objeto la

¹⁴ AURELIO MENÉNDEZ, A.R. *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Navarra. Thomson Reuters. 2018.

¹⁵ TAPIA HERMIDA, A. J. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015. ‘‘Esta integración debe solicitar la entidad emisora, y contar con el previo informe favorable del mercado donde previamente era negociado, que se considera su órgano rector. El capital de la SIB se distribuye por partes iguales entre las sociedades rectoras de cada sociedad. Su Consejo de Administración lo configuran un representante de cada Bolsa y uno más, que actuará como Presidente, elegido por mayoría entre ellas. En cuanto a sus estatutos, a sus modificaciones y a la designación de los miembros de su Consejo de Administración requieren de previa aprobación de la CNMV, previo informe de las Comunidades Autónomas con competencias en la materia. ’’

¹⁶ MIFID II, Artículo 4.1.21 Tipos de Mercado: ‘‘*«mercado regulado»: sistema multilateral, operado o gestionado por un organismo rector del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir —dentro del sistema y según sus normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con el título III de la presente Directiva; «sistema multilateral de negociación» (SMN): sistema multilateral, operado por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad el título II de la presente Directiva; «sistema organizado de contratación» (SOC): sistema multilateral, que no sea un mercado regulado o un SMN y en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de bonos y obligaciones, titulizaciones,*

negociación de aquellas categorías de valores negociables y otros instrumentos financieros que por sus características sean aptas para ello.

El objeto principal de las Bolsas de Valores, es la negociación de aquellos valores participativos *equity*, representativos de una parte alícuota del capital de sus emisores u otros instrumentos financieros conforme a lo dispuesto reglamentariamente. Así, su función principal consiste en generar¹⁷ un mercado ordenado, multilateral, no discrecional¹⁸ y transparente¹⁹ para la emisión de acciones en las que las empresas pueden captar recursos, facilitando además distintos negocios jurídicos sobre esos valores. En este trabajo nos centramos especialmente en la compraventa de acciones por parte de los inversores, con el fin de invertir cuando estimen necesario, financiándose emitiendo deuda pública, ya sea a corto o a largo plazo.

Concurren en las Bolsas una gran cantidad de inversores ya operen como compradores o vendedores; y también intermediarios financieros. Es un mercado público, así llamado por estar abierto a gran tipo de sujetos e instituciones que se benefician de la posibilidad de aportar medios para transformar el capital en acciones negociables, facilitan nuevas inversiones, o incluso permiten la utilización de valores como medio de pago de otras operaciones.

Las Bolsas de Valores participativos ofrecen sistemas de compensación y liquidación que garantizan la liquidez del mercado, es decir la posibilidad de encontrar ofertas para

derechos de emisión o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en el título II de la presente Directiva empresa de servicios de inversión.''

¹⁷ TAPIA HERMIDA, A. J. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015.

¹⁸ FELICITAS MUÑOZ PÉREZ, A. *Contratación, compensación y liquidación de operaciones en los mercados secundarios organizados de valores y en los sistemas multilaterales de negociación y sistemas organizados de contratación*. En VVAA: *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados Tomo II*. 1ª Edición. Navarra. Aranzadi. 2019. Páginas 669 a 711. Por "normas no discrecionales" ha de entenderse aquellas normas que no permiten a la empresa de inversión que gestiona un SMN ningún margen de discrecionalidad sobre la interacción de los intereses. Según el Reglamento (UE) n °600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n ° 648/2012

¹⁹ FELICITAS MUÑOZ PÉREZ, A. *Contratación, compensación y liquidación de operaciones en los mercados secundarios organizados de valores y en los sistemas multilaterales de negociación y sistemas organizados de contratación*. En VVAA: *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados Tomo II*. 1ª Edición. Navarra. Aranzadi. 2019. Páginas 669 a 711. Los SOC y el resto de mercados deben respetar los requisitos organizativos y normas de transparencia que propicien una formación de precios eficiente. Una de las características claves es que las órdenes en este mercado se casan de manera discrecional, supeditada, en su caso, a los requisitos de transparencia y a las obligaciones de ejecución óptima y gestión de órdenes de clientes.

las demandas de valores y viceversa. Ahí radica en buena medida su importancia para la obtención de financiación por parte de las empresas, principalmente de las emisoras²⁰.

La creación de las Bolsas de Valores de ámbito nacional corresponde, en virtud del artículo 52 LMV, a la CNMV²¹. Las Bolsas están gestionadas y administradas por una Sociedad Rectora.

2.1.- La Sociedad Rectora

Conforme a la LMV y a la normativa²² que la desarrolla, en buena medida como consecuencia de la incorporación en nuestro país de las MIFID, la autorización de los mercados secundarios exige que cumplan una serie de requisitos, contemplados expresamente en el artículo 45 LMV. Entre ellos deben designar una Sociedad Rectora, que tendrá la forma de sociedad anónima y cuyas funciones básicas son contempladas en la norma.

La Sociedad rectora se ocupa de la administración y gestión del mercado así como la supervisión de su funcionamiento. Están sometidas a obtener autorización para su funcionamiento (artículo 54 LMV)

Antes de iniciar sus operaciones, debe presentar ante la CNMV su proyecto de estatutos sociales; elaborar un programa de actividades detallando la estructura organizativa del mercado, los instrumentos financieros susceptibles de ser negociados en el mismo y los servicios que pretende prestar la sociedad rectora. En esta documentación previa a sus operaciones se hace constar quienes serán los iniciales miembros del consejo de administración y las personas que efectivamente vayan a dirigir las actividades y las operaciones del mercado, justificándose su reconocida honorabilidad comercial y

²⁰ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, (LMV), artículo 52-55.

²¹ LMV, artículo 52: La competencia es de la CNMV, siempre y cuando las Bolsas sean de ámbito Nacional, ya que si son de ámbito autonómico y los Estatutos de la propia Comunidad Autónoma reconocen esa competencia, la creación de dichas Bolsas corresponderá a dicha Comunidad Autónoma.

²² Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva.

profesional así como que cuentan con conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones²³.

Los requisitos de idoneidad²⁴ se exigen también de los accionistas que vayan a tener una participación significativa en la Sociedad rectora de acuerdo a lo establecido en el Reglamento (UE) N° 648/2012, de 4 de julio de 2012 (EMIR). Además, obtener la autorización exige probar que la Sociedad Rectora disponga del capital social mínimo y de los recursos propios mínimos que se establecerán reglamentariamente, atendiendo a la necesidad de asegurar su funcionamiento ordenado y teniendo en cuenta la naturaleza y el alcance de las operaciones que en él se realizan y el tipo y el grado de riesgo a que se expone. Las Sociedades Rectoras presentan también especialidades tanto en el desarrollo de sus funciones como en su estructura interna; por ello, sus estatutos, modificaciones, designación de componentes que requieren la previa aprobación de la CNMV.

Establece el artículo 54 de la LMV que la Sociedad Rectora es un sociedad anónima de carácter especial, responsable de la organización y funcionamiento internos del mercado. Y esa función justifica los mencionados requisitos para obtener su autorización pues debe tener a su alcance los medios necesarios para el desarrollo de sus funciones directivas, organizativas y de funcionamiento interno, así como otras de carácter complementario.

La Sociedad Rectora ocupa un papel central en los Mercados. De ahí que, junto a las exigencias que estamos mencionando, el legislador limita su ámbito de actuación. Así, la LMV en su artículo 54 prohíbe que estas Sociedades Rectoras tengan la condición

²³ TAPIA HERMIDA, A. J. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015. Al margen del procedimiento administrativo ante el supervisor, en el plano puramente societario, una vez recibida la autorización para dar inicio a la actividad, la Junta General nombra a los miembros del Consejo de Administración, órgano encargado de la administración de la Sociedad. Quede estar compuesto por no menos de cinco miembros, y del Director General. Vemos que estos nombramientos, además de por la JG, deben ser aprobados por la CNMV entendiéndose aceptados si en tres meses el supervisor no se ha pronunciado al respecto. Similar procedimiento debe seguirse para introducir cambios en estos nombramientos cuando existan razones objetivas y demostrables que puedan suponer una amenaza, lo cual puede dificultar gravemente su gestión y buen funcionamiento.

²⁴ LMV, Artículo 155 y 184 BIS “ Los miembros del órgano de administración y de la alta dirección de las empresas de servicios y actividades de inversión deberán cumplir en todo momento los siguientes requisitos de idoneidad: a) Poseer reconocida honorabilidad, honestidad e integridad, b) tener conocimientos, competencias y experiencia suficientes, c) actuar con independencia de ideas; y d) estar en disposición de ejercer un buen gobierno de la entidad. ”

legal de miembro en las Bolsas de Valores y que realicen actividades de intermediación financiera, entre las que incluiríamos las de los arts.140 (servicios y actividades de inversión) y 141 (servicios auxiliares de inversión) de la LMV.

MIFID II²⁵ en su artículo 45 desarrolla minuciosamente el régimen jurídico de la Sociedad Rectora en el plano de la UE, precepto ya incorporado en nuestro ordenamiento.

Conforme a MIFID II todos los Estados miembros han de exigir que el Consejo y Director General posean en todo momento ‘‘la oportuna honorabilidad, conocimientos, competencias y experiencia suficientes para el desempeño de su cometido’’ (artículo 184 bis LMV). Es decir, tales requisitos no han de estar presentes únicamente a efectos de autorización sino también operativos mientras permanezca activa como tal Sociedad Rectora. Adicionalmente MIFID II exige además que los miembros del Consejo y el Director general dediquen el tiempo necesario para la realización de sus actividades, han de actuar con honestidad, integridad e independencia, evaluando y cuestionando las direcciones directivas; también podrán realizar tareas financieras y de recursos humanos, entre otras.

El desarrollo específico de la Sociedad Rectora, en España, se encuentra en el RD 726/1983 de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva cuyo su capítulo II detalla buena parte de sus funciones como que esta sociedad anónima, en su condición rectora dirigirá y organizará las contrataciones y actividades análogas que se lleven a cabo dentro de la Bolsa y será responsable de los servicios de la misma. Ejercerá las funciones establecidas en la LMV, el RD 726/1989²⁶ y demás que le sean encomendadas por parte del Gobierno, Ministerio de Economía y Hacienda, CNMV o, en su caso, la CCAA en la que esté domiciliada²⁷

²⁵ MIFID II. Artículo 4.1.18 ‘‘ «organismo rector del mercado»: la persona o personas que gestionan o desarrollan la actividad de un mercado regulado, y que puede ser el propio mercado regulado’’

²⁶ RD 726/1983 de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva. (21/04/2019): Artículo 12 ‘‘Funciones de supervisión’’, Artículo 13 ‘‘ Funciones de vigilancia relativas a las operaciones de crédito y a plazo’’, Artículo 14 ‘‘ Funciones de recepción y difusión de información’’, Artículo 15’’ Funciones de dirección y administración’’, Artículo 16 ‘‘ Funciones consultivas’’.

²⁷ Bolsas y Mercados Españoles BME (06/06/2019) (<https://www.bolsasymercados.es/esp/Sobre-BME/Que-es>). En España, nos encontramos con El Grupo Bolsas Mercados Españoles (BME), considerado

2.2 – Operadores en los mercados de valores

2.2.1 Emisor u oferente

Si definimos el mercado de instrumentos financieros como el ámbito económico en el que se emiten, adquieren y enajenan instrumentos financieros y, en particular, valores negociables, los emisores de valores son los sujetos que intervienen en primer lugar en dicho mercado porque son los productores de los objetos que en él se negocian. Esto es son los sujetos que emiten o que se proponen emitir valores, o cuyos valores estén siendo objeto de una solicitud de admisión a cotización o a negociación en el Mercado, o ya sean objeto de intercambios y otros negocios jurídicos. A los efectos de este trabajo nos centramos en los emisores de valores domiciliados en la UE y que operan en MR en la Unión Europea.²⁸

Los emisores de valores se caracterizan principalmente, por dos notas; en primer lugar, su sometimiento al Derecho del mercado de valores, en concreto a la LMV y su normativa de desarrollo; y en segundo lugar, su participación inicial en el mercado primario, lo que implica tener en cuenta la conexión existente entre las normas societarias, las cuales establecen controles de calidad de la producción de valores y las normas mobiliarias que establecen controles de calidad sobre la distribución inicial de dichos valores.

Igualmente, deben cumplir unos requisitos de idoneidad; es decir; han de estar válidamente constituidos, operar conforme a su escritura pública, estatutos... y

el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de nuestro país, cotiza en Bolsa desde 2006. Desde sus inicios, el Grupo ha sido una referencia en el sector tanto en términos de solvencia, como de eficiencia y rentabilidad. BME ofrece una amplia gama de productos, servicios y sistemas de negociación asentados sobre una tecnología estable y avanzada de desarrollo propio. También, acceso a los mercados globales a emisores, intermediarios e inversores tanto en España como a nivel internacional, contando con clientes en Europa, América y África. Una de las fortalezas de nuestra compañía se basa en su diversificación, que se plasma en su organización en torno a seis áreas de negocio que ofrecen gran variedad de servicios al más alto nivel. Las áreas son: Renta Variable, Renta Fija, Derivados, Clearing, Liquidación e Información de Mercados & Servicios de Valor Añadido. Su misión consiste en ser el referente de los mercados y sistemas financieros en España, buscando siempre la excelencia en la calidad de servicio y la innovación en nuestros mercados y servicios, otorgando valor a la sociedad y a nuestros accionistas. BME asume el compromiso de ser un referente destacado de la economía de las empresas españolas y latinoamericanas, a través de Latibex.

²⁸ TAPIA HERMIDA, A. J. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015.

asegurarse de que todos los tenedores de valores de deuda reciban el mismo trato, todos ellos imprescindibles para su admisión a negociación.

Ello se plasma en el artículo 185 bis de la LMV, el cual considera que han de establecerse ciertos criterios de honorabilidad, honestidad e integridad, es decir, que se muestre una conducta comercial y profesional que no arroje dudas sobre la gestión.

De ello se deriva que cumplen estos requisitos de idoneidad (artículo 184 bis) quienes cuenten con un nivel de formación adecuado en las áreas de valores y servicios financieros, al igual que una experiencia prolongada en la materia.

Podemos distinguir entre emisores públicos y privados. Los primeros por regla general se encuentran exonerados del cumplimiento de algunos requisitos propios del mercado primario y de los mercados secundarios, que en cambio son exigibles a los emisores privados. Así en cuanto al mercado primario quedan exonerados de la obligación de publicar folleto de oferta pública, siempre y cuando emitan valores no participativos²⁹: el Estado, las Comunidades Autónomas y entes locales, los bancos centrales comunitarios, Organismos internacionales de un Estado Miembro, entre otros. Por otro lado, los mercados secundarios o de distribución de valores que ya han sido emitidos y adquiridos anteriormente en el mercado primario.³⁰

El resto de emisores tendrán la consideración de emisores privados y adoptan una forma jurídica de derecho privado, principalmente la forma de sociedades mercantiles, en particular las connotaciones de Sociedad Anónima, ya sean bancos, establecimientos financieros de crédito o entidades aseguradoras, principalmente. No obstante, también pueden adoptar formas como de fondos de inversión, ya que la referencia legal a los emisores no es cerrada. Con todo, los emisores privados de valores más importantes por su volumen e impacto económico suelen tener la forma de Sociedad Anónima Cotizada, un tipo especial de sociedad anónima cuyo rasgo más destacado como género

²⁹ La CNMV define los valores no participativos en contraposición a los participativos “ El artículo 26.2 párrafo segundo de la LMV introduce una definición de valores participativos. Se entenderá por valores participativos las acciones y valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a acciones, por su conversión o por el ejercicio de derechos que confieren, a condición de que esos valores sean emitidos por el emisor de los valores subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor”

³⁰ TAPIA HERMIDA, AJ. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015.

es el de ser una sociedad diseñada para facilitar los negocios sobre sus valores, es decir, una sociedad de capital abierta³¹.

2.2.2.- Intermediarios

2.2.2.1.- Las Empresas de Servicios de Inversión

Las empresas de servicios de inversión³², consolidadas en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, se pueden definir como aquellas empresas que para su constitución en necesaria la autorización administrativa³³ correspondiente de la CNMV, cuya actividad principal³⁴

³¹ TAPIA HERMIDA, AJ. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015. Las Sociedades Anónimas cerradas, poseen un número reducido de socios, existiendo una correlación entre la propiedad del capital y la gestión social; por otro lado, destacan los nexos de unión de tipo familiar o de confianza entre los socios accionistas y la presencia de cláusulas estatutarias limitativas de transmisibilidad de acciones, dificultando así el acceso de accionistas extraños. No las vamos a encontrar en las bolsas de valores. En cambio, las Sociedades Anónimas abiertas, poseen un número elevado de accionistas, por lo que lo más relevante es la aportación del capital y no sus características personales, por lo que se puede producir perfectamente un intercambio de socios.

³² MIFID II. Artículo 4.1: *“empresa de servicios de inversión»: toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros. ”*

³³ TAPIA HERMIDA, AJ. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015. Entre los requisitos para obtener dicha autorización, destacamos que todas las ESI que sean personas jurídicas han de tener su administración central en el mismo estado que su domicilio social y para aquellas ESI que no posean forma jurídica, han de poseer su administración central en el Estado en el cual ejerza sus actividades. Además, se les exigen unos requisitos de organización y gobernanza, como por ejemplo, que han de establecer las políticas y procedimientos adecuados para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones, han de aplicar las medidas de organización efectivas destinadas a impedir conflictos de intereses, han de adoptar las medidas razonables para garantizar la continuidad y regularidad de la realización de servicios y actividades de inversión, entre otras. El procedimiento de autorización consta de tres fases: la autorización de su proyecto de constitución, constitución privada mediante elevación a escritura pública e inscripción de la misma en el Registro Mercantil y por último, la inscripción en el Registro administrativo de la CNMV. Dicha autorización especificara la clase de ESI. Puede ser denegada por la CNMV, por incumplimiento de requisitos legales y reglamentarios, falta de idoneidad de los accionistas, falta de transparencia de las relaciones de la ESI, imposibilidad del ejercicio efectivo de las funciones de supervisión, falta de honorabilidad, conocimiento y experiencia para poder realizar un buen ejercicio, o por la existencia de graves conflictos de interés entre los cargos, responsabilidades o funciones por los miembros del consejo de administración La autorización caducará en el plazo de un año desde la fecha de resolución administrativa si los promotores de la ESI no solicitan su inscripción en el Registro de la CNMV”

³⁴ LMV, artículo 140 *“Se consideran servicios y actividades de inversión los siguientes: a) La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros. Se entenderá comprendida en este servicio la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros. b) La ejecución de órdenes por cuenta de*

consiste en prestar servicios de inversión; considerándose como tales, la recepción, transmisión y ejecución de órdenes, la colocación y el aseguramiento de la inversión, así como la gestión de la misma; con carácter profesional, a terceros sobre los instrumentos financieros, además de poder prestar los servicios auxiliares y ser miembros de los mercados secundarios oficiales.

Conforme a MIFIDII, los Estados miembros exigirán que la prestación de servicios por parte de las ESIs, esté sujeta a una previa autorización de la autoridad competente de cada Estado Miembro (ANC) que en nuestro caso es la CNMV. De igual modo, los Estados Miembros han de establecer un registro público de todas las ESIs, con toda la información sobre los servicios y actividades para los cuáles está autorizada cada una de las ESI.

El Régimen jurídico de las ESI se ha visto modificado recientemente por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre³⁵, teniendo en cuenta que MIFID II, que como ya indicamos comenzó a aplicarse desde el 3 de enero de 2018, supone una modificación sustancial del funcionamiento de los mercados y de los centros de contratación de la Unión Europea.

Las ESIs autorizadas pueden desarrollarse desde un punto de vista positivo, ampliando su campo de actividad y extendiéndolo a la prestación de servicios auxiliares o servicios de inversión o para abarcar otras actividades accesorias y análogas que supongan la

clientes. c) La negociación por cuenta propia. d) La gestión de carteras. e) La colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme. f) El aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme. g) El asesoramiento en materia de inversión. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo dispuesto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial. Asimismo, tampoco se considerará recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente al público. h) La gestión de sistemas multilaterales de negociación. i) La gestión de sistemas organizados de contratación. ”

³⁵ Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores.

prolongación de su negocio; pero no podrán asumir funciones exclusivas de otras sociedades, como la Sociedad Gestora de Fondos o de Instituciones de Inversión Colectiva.

En nuestro país existen varios tipos de Empresas de Servicios de Inversión (artículo 143 LMV):

- Las Sociedades de Valores, las cuales poseen una capacidad operativa plena ya que extienden a todos los servicios de inversión y servicios auxiliares y pueden actuar por cuenta propia y por cuenta ajena.
- Las Agencias de Valores, poseen una capacidad operativa limitada, ya que no alcanza a cubrir todos los servicios de inversión y solamente pueden actuar por cuenta ajena.
- Las Sociedades Gestoras de Carteras, poseen una capacidad operativa restringida, ya que solamente abarca aquellos servicios de gestión de carteras, servicios auxiliares de asesoramiento, elaboración de informes de inversión...
- Por último, las Empresas de Asesoramiento Financiero; las cuales poseen una capacidad operativa exclusiva consistente en el asesoramiento en materia de inversión, servicios auxiliares de asesoramiento y elaboración de informes de inversión y análisis financieros.

Del mismo modo, nos encontramos con la figura de los agentes de las Empresas de Servicios de Inversión (Artículo 146 LMV), considerados como aquellas personas físicas o jurídicas designadas para promover y comercializar los servicios de inversión y auxiliares, realizar la recepción y transmisión de órdenes de sus clientes, la colocación de instrumentos financieros y asesorar sobre los instrumentos financieros y los servicios de inversión que la ESI ofrece. Actúan en exclusiva para una sola ESI o para varias pero del mismo grupo, bajo su total responsabilidad y deberán cumplir los requisitos de honorabilidad empresarial o profesional y poseer conocimientos generales y comerciales apropiados para que puedan comunicar con precisión a sus clientes la información sobre las inversiones a realizar. En ningún caso, podrán ostentar representación alguna de los inversores ni desarrollar actividades que puedan entrar en conflicto con la buena marcha de sus funciones, tampoco podrán recibir de sus clientes dinero, honorarios o cualquier otro tipo de remuneración; tampoco les está permitido subdelegar sus funciones.

2.2.2.2.- Los miembros del mercado: los negociadores sobre valores

La accesión e inclusión al Mercado con la condición de miembro se registrará principalmente por el cumplimiento de la LMV, las normas específicas de cada mercado y las condiciones de acceso que se establezca.

Así, conforme a los artículos 69 y siguientes de la LMV podrán ser miembros³⁶ de los Mercados Secundarios de Valores las empresas de servicios de inversión (ESI) que se encuentren autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia; las entidades de crédito españolas; las empresas de servicios de inversión (ESI) y las entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia y las empresas de servicios de inversión (ESI) y las entidades de crédito autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia, La Administración General del Estado, entre otros.³⁷

³⁶ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, (LMV), artículo 69 y siguientes.

³⁷ Artículo 69.2 LMV “ Podrán ser miembros de los mercados secundarios oficiales, las siguientes entidades: a) Las empresas de servicios de inversión que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia b) Las entidades de crédito españolas c) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia. El acceso podrá ser a través de cualquiera de los siguientes mecanismos: 1.º Directamente, estableciendo sucursales en España, de conformidad con el artículo 169 del título V en el caso de empresas de servicios de inversión, o de conformidad con el artículo 12 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, en el caso de entidades de crédito. 2.º Haciéndose miembros remotos del mercado secundario oficial, sin tener que estar establecidos en el Estado español, cuando los procedimientos de negociación o los sistemas del mercado en cuestión no requieran una presencia física para la realización de operaciones. d) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, siempre que, además de cumplir los requisitos previstos en el título V para operar en España, en la autorización dada por las autoridades de su país de origen se les faculte para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá denegar o condicionar el acceso de estas entidades a los mercados españoles por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de las reglas de ordenación y disciplina de los mercados de valores españoles. e) La Administración General del Estado, actuando a través de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España. f) Aquellas otras personas que, a juicio de la sociedad rectora del mercado secundario oficial correspondiente, quien tendrá en cuenta en particular las especiales funciones del mercado que pudieran ser atendidas por aquéllas: 1.º sean idóneas, 2.º posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación, 3.º tengan establecidas, en su caso, medidas de organización adecuadas, y 4.º dispongan de recursos suficientes para la función que han de cumplir, teniendo en cuenta los diversos mecanismos financieros que el mercado secundario oficial puede haber establecido para garantizar la correcta liquidación de las operaciones.”

Si tales miembros, actúan por cuenta ajena, han de responder de la entrega de valores o del pago de su precio a modo de garantía; sin embargo, cuando actúen por cuenta propia con quien no tiene la consideración de miembro, han de dejar constancia expresa y por escrito de que se le ha transmitido toda la información necesaria.

Los miembros tienen una serie de derechos y están sometidos a ciertos deberes³⁸. En cuanto a los primeros, han de cumplir las obligaciones de información, registros de contratos y las relativas a la gestión y ejecución de órdenes de sus clientes cuando actúen por cuenta de éstos. Igualmente, han de ejecutar las órdenes que reciban de sus clientes, aunque se les permite, mediante autorización previa, delegar esa ejecución, siempre y cuando se trate de operaciones a plazos.

En relación con los derechos que poseen, el más característico es recibir retribuciones por su participación en la negociación, la libertad de fijación de retribuciones, la obligación de transparencia, en definitiva destacan por su libertad.

2.2.2.2.1.- Obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes

Hace referencia a la adopción de todas aquellas medidas necesarias para la obtención de un resultado favorable, la disposición de procedimientos y sistemas de gestión de órdenes..., teniendo en cuenta el precio, costes, rapidez, ejecución, liquidación... son las medidas que han de adoptar las personas o entidades cuando ejecuten las órdenes de sus clientes.

Por ello, la entidad ha de informar a sus clientes la política de ejecución de sus órdenes, requiriéndose el consentimiento del mismo. Dicha información ha de ser clara y suficiente, de manera que pueda ser comprendida fácilmente por su cliente. Del mismo modo, las empresas de servicio que ejecutan órdenes han de publicar resumidamente y con carácter anual, los principales centros de ejecución de órdenes, así como la calidad de la ejecución.

³⁸ TAPIA HERMIDA, AJ. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª edición. Lugar de publicación: Madrid. Iustel, 2015.

La forma de ejecución dependerá de las órdenes y de la condición que posea el cliente, de tal modo que las órdenes que reciban de clientes minoristas las deberán ejecutar a los precios cotizados en vigor en el momento de la recepción de la orden.

Las órdenes que reciban de los clientes profesionales, se ejecutan de la misma manera; sin perjuicio de que puedan ejecutar dichas órdenes a un precio mejor al que se encuentra en vigor.

Para hacer más efectiva dicha ejecución³⁹, las empresas de servicios de inversión que ejecutan dichas órdenes han de supervisar la efectividad con la que realizan su actividad, para poder detectar a tiempo y subsanar cualquier deficiencia que desaviniere.

2.2.2.3.- Intermediarios que gestionan las denominadas “infraestructuras del Mercado”

2.2.2.3.1.- Los depositarios centrales de valores

Conforme al artículo 2 del Real Decreto 878/2015, los depositarios centrales de valores se rigen por el Reglamento (UE) N ° 909/2014, de 23 de julio de 2014⁴⁰, así como por los artículos 97 y siguientes de la LMV, por la LSC, sin perjuicio de las especialidades previstas en las disposiciones citadas, así como cualquier otra normativa que resulte aplicable del ordenamiento jurídico o del Derecho de la Unión Europea.

Son intermediarios –infraestructuras de mercado- que revisten la forma de S.A (artículo 2A Reglamento (UE) N° 909/2014, de 23 de julio de 2014) y cuya función principal es realizar liquidaciones de operaciones. Deben además de facilitar a los diferentes organismos públicos supervisores del mercado – en España la CNMV- la información sobre la compensación, liquidación y registro de las operaciones realizadas en el mercado, siempre conforme a la normativa aplicable.

³⁹ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, (LMV), artículos 221 y siguientes.

⁴⁰ Reglamento (UE) N° 909/2014, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE.

Sus estatutos sociales y las modificaciones de éstos han de ser aprobadas por la CNMV, al igual que el nombramiento de los miembros del Consejo de Administración, Director General y análogos.

Poseen una amplia y completa regulación que incluye el Reglamento (UE) N° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE; el Reglamento (UE) N° 236/2012 y sus correspondientes normas de desarrollo y aplicación; la LMV (artículos 97 y siguientes). Con carácter supletorio, se les aplica además la LSC.

El artículo 5 de la LMV señala que *“ Reglamentariamente se determinarán las funciones concretas de seguimiento y control que deberán ejercer los depositarios centrales de valores sobre sus entidades participantes, los requisitos de solvencia exigibles a sus entidades participantes, los tipos de entidades que podrán acceder a la condición de entidad participante, los requisitos de organización contable, medios técnicos, obligaciones específicas de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y cuantos otros aspectos se consideren necesarios para su adecuado funcionamiento, atendiendo, entre otros, a criterios de proporcionalidad en función de su nivel de actividad”*.

En esta línea cobra especial relevancia el Real Decreto 878/2015 por cuanto regula el sistema español de registro de valores, en dos niveles que configuran el llamado sistema de doble escalón. El primer escalón se encuentra en un registro central gestionado por el depositario central de valores mientras que el segundo escalón está compuesto por los llamados registros de detalle que gestionan las entidades participantes en dicho depositario.

En este Real Decreto 878/2015 también se desarrollan aspectos de los estatutos sociales de los depositarios centrales de valores (cuya aprobación y modificaciones están sometidas a autorización de la CNMV, excepto en el caso de modificaciones menores conforme a lo dispuesto en el art 57 del RD 878/2015); su régimen de administración (que debe contar siempre con un Consejo de Administración compuesto por al menos 5 miembros y un director general cuyo nombramiento está también sometido a autorización de la CNMV a efectos de comprobar que cumplen los requisitos de

honorabilidad, experiencia e independencia impuestos por EMIR, y el artículo 27 del Reglamento (UE) N° 909/2014, de 23 de julio de 2014; idoneidad de accionistas con participaciones significativas⁴¹, en el sentido de lo establecido en el artículo 30.2 del EMIR y artículo 27.6 del Reglamento (UE) n.º 909/2014.

Los depositarios centrales⁴² desempeñan otras funciones importantes, en el sentido de lo contemplado en el artículo 23 del RD 878/2015, principalmente por lo que se refiere a la comunicación a las entidades emisoras de determinados datos sobre sus propios accionistas.

Así, deben comunicar a los emisores, dentro del proceso de liquidación, todas las operaciones relativas a acciones de sociedades cuyos títulos deban ser nominativos en virtud de disposición legal, por ejemplo las acciones de las entidades bancarias; y también deben comunicar esa identidad aunque sus acciones no sean obligatoriamente nominativas. Junto a los nombres que figuren en el registro contable del depositario, comunican las direcciones y medios de contacto de que dispongan, para permitir la comunicación, de conformidad con el artículo 497 LSC. Similares deberes de comunicación existen en relación con las asociaciones de accionistas y con los accionistas cuando se cumplan las condiciones del artículo 497.2 LSC.

Finalmente, los depositarios centrales prestan servicios de canalización de las solicitudes que las sociedades formulen con ocasión de la celebración de cualquier Junta general, a efectos de los procesos de legitimación de los accionistas que deseen asistir a la JG, así comunicarán a los emisores que lo soliciten las identidades de los accionistas que lo son 5 días antes de la celebración de la junta, conforme a lo establecido en el art 179 LSC.

⁴¹ Según la CNMV las participaciones significativas constituyen el “Porcentaje del capital de una sociedad en manos de un accionista, de forma directa o indirecta (a través de otras personas o entidades) y que supera un determinado umbral fijado en cada momento por la normativa. En estos momentos, en España se entiende que un accionista dispone de participación significativa cuando posee al menos un 5% del capital social”

⁴² TAPIA HERMIDA, A.J. *La post-contratación en los mercados secundarios de valores: el sistema de compensación y liquidación de valores*. Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, N° 107, 2017.

2.2.2.3.2.-Entidades de contrapartida central

Encontramos una primera mención en la LMV, en los artículos 103 y siguientes de la misma, en los artículos 57 y siguientes del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial; y supletoriamente por la LSC; sin perjuicio de las especialidades previstas en las disposiciones citadas, así como cualquier otra normativa que resulte aplicable del ordenamiento jurídico o del Derecho de la Unión Europea.

Las ECC han de revestir la forma de sociedad anónima y no podrán estar autorizadas como depositario central de valores; pero para facilitar y simplificar su ejercicio, podrán acceder a la condición de tal, siempre y cuando no comprometa la seguridad ni la solvencia de dicha entidad.

Su función principal es la de llevar a cabo un registro contable central de los instrumentos financieros y de los miembros autorizados para llevar a cabo registros de los contratos de sus clientes; igualmente podrán establecer acuerdos con otras entidades, ya sean nacionales o comunitarias, cuyas funciones sean análogas o que gestionen sistemas⁴³ de compensación⁴⁴, contrapartida⁴⁵ y liquidación de valores.

A su vez, las ECC, han de elaborar una memoria en la que han de detallar la forma en que se han de dar cumplimiento a los requisitos técnicos, organizativos, de

⁴³ NAVARO GANCEDO RODRÍGUEZ, F. *La reforma de la postcontratación de valores es España*. 1ª Edición. Madrid. Wolters Kluwer. 2018. Es la creación de una única obligación jurídica que abarca todas las obligaciones de pago y derechos de cobro de efectivo o las obligaciones de entrega y derechos de recepción de valores fungibles derivadas de las transacciones registradas en las cuentas de la ECC.

⁴⁴ MARTÍNEZ FLÓREZ, A. *La Reforma del sistema de postcontratación en los Mercado de Valores*. 1ª Edición. Navarra. Aranzadi. 2017. El servicio de compensación consiste en aglutinar día a día las posiciones compradoras y vendedoras de los mismos valores que se encuentran registrados en la misma cuenta, con el fin de calcular un único saldo neto de valores o de efectivo que corresponde a cada contraparte e incorporar ese saldo neto a la instrucción de liquidación que se envíe al sistema de liquidación.

⁴⁵ MARTÍNEZ FLÓREZ, A. *La Reforma del sistema de postcontratación en los Mercado de Valores*. 1ª Edición. Navarra. Aranzadi. 2017. Este servicio implica para las ECC la tarea de gestionar y asumir en nombre propio y de manera centralizada el ‘riesgo de contrapartida’, que constituye, el principal riesgo al que se enfrentan en la postcontratación tanto los participantes del mercado como sus clientes. Así, este riesgo consiste en la posibilidad de que una vez ejecutadas las órdenes de compra y venta de los valores, alguna de las partes contratantes incumpla sus compromisos de entrega o de pago en la fecha de liquidación prevista.

funcionamiento y de gestión exigidos en el Reglamento (UE) N° 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, para desempeñar sus funciones.

Dichas entidades, elaborarán sus estatutos sociales, así como un reglamento interno regulando el funcionamiento y los servicios⁴⁶ que presta. Se ha de destacar, la presencia de un Comité de Auditoría, de cumplimiento y de nombramientos y retribuciones; al igual han de contar con un órgano interno que asuma la gestión de riesgos, de manera proporcional a la complejidad de sus actividades. Por otro lado, contamos con el Consejo de Administración, compuesto por al menos cinco miembros, y directores generales, sujetos a la aprobación de la CNMV.

La condición de miembros de las ECC, está muy centralizada y viene condicionada por la suscripción de un contrato con cada uno de ellos, en el cual se detallara la relación jurídica entre ambas partes, así solo podrán acceder como tal el Banco de España y otras entidades con actividades análogas, las ESIs, las entidades de créditos y aquellas otras personas que la Sociedad Rectora estime por convenientes. (Artículo 103, en relación con el 69.2 A, D, F LMV).

2.2.3.- Adquirentes- inversores

El adquirente o inversor es la persona física o jurídica que adquiere valores, ya sea un miembro del mercado que los compra en su propio nombre, o como cliente de un miembro. Diferenciaríamos según esta tipología: particulares, institucionales y cualificados⁴⁷

⁴⁶ MARTÍNEZ FLÓREZ, A. *La Reforma del sistema de postcontratación en los Mercado de Valores*. 1ª Edición. Navarra. Aranzadi. 2017. Las ECC ofrecen varios servicios en el ámbito de la postcontratación. Estos servicios son: el registro de las operaciones, la contrapartida central respecto de las transacciones objeto de registro, la compensación de las múltiples obligaciones surgidas entre las mismas y la liquidación de esas transacciones.

⁴⁷ TAPIA HERMIDA, AJ. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015. “Dicha clasificación es relevante, en el mercado primario, para graduar la intensidad de la protección informativa de los inversores, mediante el folleto, a la hora de adquirir valores negociables o instrumentos financieros, de forma originaria o derivativa, a resultas, respectivamente, de ofertad publicas de suscripciones o de venta de valores. En efecto, no se considerarán ofertas públicas a los efectos de la Ley del Mercado de Valores las ofertas dirigidas exclusivamente a inversores cualificados y, por lo tanto, el oferente no estará sometido a la obligación de publicar el folleto.”

En el Mercado Primario, incluyéndose a efectos de una OPV⁴⁸ o de una OPS se consideran inversores cualificados:

- Las personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en mercados financieros, es decir, entidades de crédito, empresas de servicio de inversión, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras...
- Gobiernos, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo...
- Personas físicas residentes en territorio nacional
- Otras personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas
- Pequeñas y medianas empresas que tengan su domicilio social en España y que haya solicitado ser consideradas como tal.

Son inversores particulares o individuales, todas aquellas personas físicas y jurídicas que no sean constituidos como inversores cualificados.

Los inversores institucionales son una subespecie de inversores cualificados, que poseen una gran transcendencia para los mercados de valores y por ello son considerados con una atención especial. A su vez, pueden ser de dos categorías:

- De primer grado, cuya finalidad esencial es la inversión en valores (instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras)
- De segundo grado, cuyas finalidades son: la inversión en valores para su desarrollo posterior, invirtiendo así de forma masiva y continuada en instrumentos financieros. (Fondos de pensiones y sociedades gestoras y las compañías de seguros)

⁴⁸ LARA, Rafael; CASIMIRO, Luís Miguel. *La contratación en el Mercado Primario*. 1ª Edición. Valencia. Tirant Lo Blanch, 2013. Una oferta pública de venta o suscripción de valores es toda comunicación emitida sin requisitos de formalidad alguna y a través de cualquier medio que preste información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita al inversor decidir sobre la adquisición o suscripción de estos valores.

Tal clasificación, es de importante transcendía a efectos de graduar el nivel de protección que debe darse al cliente, haciéndose así una distinción entre clientes minoristas, profesionales y contrapartes elegibles.

Son clientes profesionales, aquellos sujetos que posean una gran experiencia conocimientos y cualificación necesarios para llevar a cabo sus decisiones de inversión y sean capaces de valorar adecuadamente el riesgo que ello conlleva. Dichos sujetos, poseen un nivel de protección medio, distinguiéndose a su vez varios tipos; clientes profesionales públicos (Estado, Administraciones Públicas, Organismos Públicos, Banco Central Europeo...), privados con carácter financiero (entidades financieras⁴⁹), privados de tipo empresarial (empresarios), clientes profesionales por solicitud propia.⁵⁰

Son clientes minoristas, todos aquellos que no sean profesionales y por ende poseen un nivel de protección máxima que les obliga a aplicar todas las normas de información y transparencia.

Por último, serán contrapartes elegibles, aquellas entidades que por sus características tengan carácter público (Gobiernos, Organismos Nacionales...) o privado, fundamentalmente financiero (ESIs, entidades de crédito...). Dichas entidades sin perjuicio de que sean calificadas como tal poseen el derecho a solicitar el trato como cliente de forma general o bien para una operación concreta.

Por otro lado, también se consideran contrapartes elegibles, aquellas que por solicitud propia, cumplan los requisitos necesarios para clasificarse como clientes profesionales.

⁴⁹ TAPIA HERMIDA, AJ. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015. “Entidades financieras y demás personas jurídicas autorizadas o reguladas por los Estados para poder operar en los mercados financieros (ESIs, compañías de seguros, fondos de pensiones...); y , en general los inversores institucionales que tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros (entidades de capital de riesgos y sociedades gestoras)”

⁵⁰ TAPIA HERMIDA, AJ. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015. “Clientes profesionales por solicitud propia ya que así lo han solicitado a los intermediarios, para que estos no sean tratados como clientes minoristas. ”

2.3 Normas de funcionamiento y conducta

La LMV dedica su Título VII al desarrollo de unas normas de conducta encaminadas a unificar los mercados, de manera que su funcionamiento habitual no se vea obstaculizado. Dichas normas poseen carácter público, por lo que su incumplimiento podría derivar sanciones administrativas, contractuales o responsabilidad civil.

Son de obligación para todos aquellos sujetos o entidades que realicen actividades en el mercado; ahora bien, están destinadas en particular a aquellos sujetos y entidades profesionales de actuación en el mismo; dichas normas poseen un carácter genérico, el cual se ve desarrollado más en profundidad en los “códigos de conducta⁵¹ y de los reglamentos internos de conducta⁵²”.

En algunos casos, dichas normas contienen reglas de comportamiento con terceros ajenos al mercado, mientras que en otros casos, tratan normas meramente estructurales u organizativas que afectan a la organización interna de las entidades profesionales que poseen un ámbito de actuación en el mercado.

2.3.1 Normas de conducta aplicables, en general, a todos los sujetos que operan en el mercado

Está prohibida la utilización abusiva de la información privilegiada, entendida como tal, aquella información de carácter concreto que se refiere directa o indirectamente a uno o varios valores o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública con anterioridad y que de hacerse podría influir gravemente en la cotización de dicho mercado.

⁵¹ AURELIO MENÉNDEZ, A.R *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Navarra. Thomson Reuters. 2018. “Normas de naturaleza reglamentaria, de ámbito más o menos amplio.”

⁵² AURELIO MENÉNDEZ, A.R *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Navarra. Thomson Reuters. 2018. “Privativos de una particular entidad y formulados por ella voluntariamente o en cumplimiento de una disposición legal, para regular la actuación de sus órganos de administración, empleados y representantes, es decir, reglamentaciones o normas de naturaleza privada, que su incumplimiento puede dar lugar a imposición de sanciones siempre que afecten al desarrollo de la LMV o de los códigos generales.”

Dichos abusos se han de prevenir imponiendo al sujeto que tiene en su poder dicha información la obligación de salvaguardarla, sin perjuicio de la colaboración y comunicación con las entidades y autoridades competentes en la materia.

Por otro lado, en el mercado se han de formalizar correctamente los precios a través del estudio de las diferentes curvas de oferta y demanda, así, todo ello puede atentar a dos de manipulaciones; por un lado, las manipulaciones operativas u órdenes que puedan suponer indios o información falsa y engañosa del precio, oferta y demanda de los valores negociables; y por otro lado, las manipulaciones informativas, esto es, la difusión a través de los medios de comunicación de datos engañosos de dichos instrumentos financieros.

2.3.2 Normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión ESIs

Este caso hace referencia aquellas relaciones entre los clientes (inversor) y una entidad, estableciendo unas normas que tratan de asegurar el cumplimiento de los deberes de diligencia, transparencia y lealtad.

Los deberes de las ESI pueden agruparse en una serie de categorías⁵³:

- A. Deber de diligencia y transparencia, esto es, las ESIs deberán comportarse diligentemente y transparentemente en cuanto a los intereses de sus clientes, cuidando siempre las normas legales y reglamentarias.
- B. Deber de clasificar y tratar adecuadamente a los clientes; estableciendo una protección máxima a los clientes minorista y una protección media a los clientes profesionales.
- C. Deber de información, así dichos intermediarios han de estar informados de las peticiones y deseos de sus clientes.
- D. Deber de riesgo.
- E. Deber de ejecución óptima de las órdenes de sus clientes, estableciendo una política de ejecución de las mismas y disponiendo de procedimientos y sistemas de gestión de órdenes que permitan su rápida y correcta ejecución.

⁵³ TAPIA HERMIDA, AJ. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015.

- F. Deber de separación informativa interna, estableciendo las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre las distintas áreas de actividad dentro de la misma.
- G. Deber de comunicar operaciones sospechosas a la CNMV con la mayor celeridad posible

Al igual, poseen unas normas relacionadas con la ejecución de órdenes, es decir, aquellas que regulan los incentivos aplicables, las tarifas de las comisiones, la ejecución óptima, esto es, la obtención del mejor resultado posible, actuar en defensa de los intereses del cliente, la tramitación de órdenes de los clientes, y análogas.

Por último, una serie de normas relacionadas con los documentos contractuales, esto es, establecer claramente los derechos y obligaciones de las partes durante la relación contractual y la posible remisión a otros documentos o textos legales que pueda surgir.

Igualmente, poseen otras muchas normas de conducta aplicables en la materia, como son, el desarrollo de una gestión ordenada y prudente, disponer de los medios adecuados para realizar su actividad y tener establecidos los controles adecuados para garantizar una gestión adecuada y prevenir los incumplimientos, asegurarse de que se dispone de toda la información necesaria para los clientes y mantenerlos siempre al tanto, deber de lealtad, en el sentido, de que han de cuidar os intereses de sus clientes como si fuesen los propios, han de organizarse de manera que los riesgos de reduzcan al mínimo, abstenerse de tomar decisiones por cuenta propia, no ostentar un trato privilegiado respecto de unos clientes u otros...

2.3.3 Normas de conducta aplicables a emisores de valores negociables

Constituye una obligación permanente de las entidades emisoras fijar correctamente el precio de los valores emitidos, suministrando al mercado contantemente información actualizada. Además, han de comunicar a la CNMV toda la información relevante⁵⁴, es

⁵⁴ CARRILLO DONARIE, J.A. Peculiaridades del sistema de fuentes en el mercado de valores, en JIMÉNEZ BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. *Derecho de la Regulación Económica II. Mercado de Valores*. 2ª Edición. Madrid, Iustel. 2009. Páginas 429 a 434. Es información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores

decir, aquella información que pueda influir en la toma de decisiones de un determinado inversor. Dicha comunicación ha de realizarse de manera previa a todo tipo de actividad, de manera clara, completa, veraz y cuantificada, sin inducir al error o engaño, igualmente, se ha de informar de toda modificación que pueda surgir con posterioridad. Igualmente, los emisores quedan sometidos durante la fase de negociación al deber de confidencialidad o sigilo con el fin de salvaguardar toda la información que se posea. Dichas normas se establecen para prevenir tanto la asimetría informativa como los abusos de información, actuando en dos momentos clave; en primer lugar, de manera preventiva para garantizar la privacidad completa en las operaciones a realizar, y en segundo lugar, una serie de deberes sucesivos para garantizar la transparencia.

Coexiste con todo ello, el deber de salvaguardar dicha información, ya que el emisor puede conocer y/o generar información relevante para la cotización de los valores; obligaciones de gestión interna de la información, de manera que deber limitar su conocimiento a aquellas personas, a las que les sea imprescindible, realizando un registro de las mismas; obligaciones de vigilancia de la evolución en el mercado de los valores emitidos, de las noticias y medios de divulgación que la emitan y pudieran afectar. Al igual, emana de todo ello el deber de publicar la información relevante, siempre y cuando se tenga conocimiento del hecho y a través siempre de la CNMV.

3.- Operaciones con valores negociables en las bolsas de valores

3.1 Valores negociables en las Bolsas

El concepto de valor negociable⁵⁵ constituye un término jurídico relativamente impreciso, pudiéndose realizar una definición aproximada consistente en que son valores que poseen una gran facilidad para convertirse en dinero líquido, formando parte de los activos de una empresa, conocido como activo corriente o circulante.⁵⁶Más

o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en el Mercado Secundario.

⁵⁵ CACHON BLANCO, J.E. *Derecho del Mercado de Valores Tomo II* 1ª Edición. Madrid, Dykinson. 1993. Dichos Valores poseen una serie de connotaciones: necesidad de la posesión, es decir, la posesión es necesaria para que su titular sea considerado legítimo propietario del título. Necesidad de exhibición del documento, transmisibilidad y necesidad de entrega del mismo para que se materialice la transmisión y para que el adquirente obtenga los derechos derivados del documento.

⁵⁶ Administración de Valores Negociables. (5/02/2019). (<https://es.slideshare.net/valejoda/valores-negociables>)

técnicamente, tendrá la consideración de valor negociable todo derecho de contenido patrimonial que por su configuración jurídica y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico en un mercado financiero.⁵⁷

De la LMV y su desarrollo, se desprende que “los instrumentos financieros” configuran su ámbito de aplicación, categoría que comprende tanto los “valores negociables” como los “instrumentos financieros derivados”⁵⁸ si bien aquí aludimos sólo a los primeros.

El Real Decreto 1310/2005⁵⁹, de 4 de noviembre, establece que constituyen títulos que incorporan derechos de contenido patrimonial, es decir, activos o derechos financieros que se atribuyen aquellos sujetos que previamente han prestado recursos financieros, por ejemplo, al comprador de acciones. Estos valores han de ser negociables, lo que presupone que sean fácilmente transmisibles, a cuyos efectos se agrupan en emisiones dotadas de cierta homogeneidad⁶⁰. Precisamente, esa combinación de pluralidad y

⁵⁷ Valores Negociables. Valores Rentables. (5/02/2019). (<http://www.inversion-es.com/negocios-rentables/valores-negociables.html>)

⁵⁸ AURELIO MENÉNDEZ, A.R *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Navarra. Thomson Reuters. 2018. La LMV extiende su ámbito objetivo a los “instrumentos financieros derivados”, a los que se le aplican las normas previstas para los valores negociables. Conforman dichos instrumentos los contratos a plazo, contratos de opción, acuerdos de tipo de interés a plazo, contratos de permuta, frags y swaps, entre otros.

⁵⁹ El Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la LMV, 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 configura en su artículo 3 como valores negociables los siguientes:

“ Los valores negociables y las acciones de sociedades, así como cualquier otro tipo de valor negociable análogo que de derecho a adquirir acciones o valores, las cuotas participativas de la asociación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y de las cajas de ahorros, las obligaciones (convertibles y canjeables) y otros valores análogos, representativos de parte de un empréstito, las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, las participaciones preferentes, las cédulas territoriales, aquellos valores que representan un interés en activo, es decir, los valores de titulación, incluido el derecho destinado a asegurar el pago, la puntualidad de los importes...; y todos aquellos valores garantizados por activos cuyos términos prevén pagos, las acciones y participaciones emitidas por instituciones de inversión colectiva, los certificados que representen acciones o bonos, aportaciones financieras subordinadas de las cooperativas de crédito, los pagarés, certificados de depósitos u otros valores análogos, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales que no impliquen la captación de fondos reembolsables, los “warrants” y demás valores derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier valor negociable, o que permitan la liquidación en efectivo, ya sean valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, riesgo de crédito u otros índices o medidas y materias primas, entre otros muchos.”

⁶⁰ AURELIO MENÉNDEZ, A.R *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Navarra. Thomson Reuters. 2018. Entiende por emisión “el conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito..., por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones”

homogeneidad de los valores determina la mercabilidad de los mismos.⁶¹ La LMV establece una serie de exclusiones respecto del concepto de valor negociable en una línea clásica en derecho español.⁶²

Ampliando el concepto y conforme al ámbito de aplicación de MIFID II, todos los Estados miembros deben, por un lado exigir que los MR establezcan normas claras y transparentes en relación con la admisión a negociación⁶³. Así se garantiza que os valores puedan ser negociados de modo equitativo, ordenado, y libre. Y, además los Estados miembros se asegurarán de que los MR establezcan los mecanismos necesarios para comprobar periódicamente el cumplimiento de los requisitos de admisión de los instrumentos financieros que admiten a negociación.

3.1.1.- Especial referencia a las acciones de las sociedades cotizadas como valores negociables

Todo ello encuentra su regulación en Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC); Como es sabido, el capital social en una S.A se divide en acciones, cada acción representa una parte alícuota del capital social y confiere a su titular la cualidad de socio. La suma del valor nominal de las acciones es igual al capital social. Las acciones son un título valor⁶⁴ impropio, en el sentido de que el propio documento representa el valor de la

⁶¹ AURELIO MENÉNDEZ, A.R *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Navarra. Thomson Reuters. 2018. Entiende por mercabilidad se entiende la accesibilidad a un mercado que se caracterice, como enuncia la Exposición de Motivos de la LMV, por el predominio de los términos económicos en que se producen las transacciones, sobre las circunstancias personales y subjetivas de los contratantes, o, dicho en otros términos, por permitir una contratación no tradicional, sino, justamente, impersonal y que puede ser continuada y masiva, esto es, una negociación de mercado o en régimen de mercado”

⁶² El Real Decreto 1310/2005 en su artículo 3.3, considera excluido del concepto de valor negociable a “Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples, las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada, las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca, las aportaciones al capital de las sociedades cooperativas de cualquier clase, salvo las que por su régimen jurídico específico tengan la consideración de valores negociables”

⁶³ DIRECTIVA 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. (Artículos 51 y siguientes)

⁶⁴ JIMENEZ SANCHEZ, J. Guillermo ‘*Derecho Mercantil II. Títulos valores*’. 12ª edición. Barcelona Ariel Derecho. 2008. Páginas 6 a 16. La doctrina ha dedicado un gran esfuerzo para la configuración de la categoría o denominación de los títulos-valores “Wertpapiere”, así, sugiere la idea de que en este tipo de documentos la existencia del título no reduce su significado a la información o reflejo de la existencia y contenido de una relación jurídica, sino que adquiere mayor valor en sí misma, al determinar la aplicación de un régimen especial al ejercicio y a la transmisión de los derechos incorporados o materializados en el texto del instrumento o soporte documental.

aportación y la cualidad de socio con sus derechos, constituyendo un documento que favorece la transmisibilidad. Si bien las acciones de las SA pueden, en general representar físicamente mediante títulos o a través de anotaciones en cuenta (artículo 93 LSC), pero la representación de las sociedades cotizadas se realiza mediante anotaciones en cuenta, no siendo posible en este caso la representación tradicional o en papel de los títulos (artículos 6-15 LMV y 496 y siguientes LSC), sin por ello perder el carácter de valores negociables⁶⁵, ya que sin cambiar la naturaleza de la acción se llevan a cabo diversos negocios jurídicos.

Las acciones tienen la consideración de valores mobiliarios, naturaleza imprescindible para permitir su negociación, distribución y transacciones en los Mercados Primario y Secundario.

Para su constitución como valores negociables es imprescindible su inscripción en el registro contable correspondiente, ofreciéndoles a los suscriptores el derecho a su práctica, libre de cualquier gasto (artículo 113 LSC). En cuanto a su transmisión, hay que tener en consideración que se realizara a través de una transferencia contable; siendo esta oponible a terceros desde el momento de su inscripción. El tercero que adquiera mediante título valores representados por medio de anotaciones en cuenta, no podrá realizar cualquier tipo de reclamación, a no ser que haya actuado de mala fe o con culpa grave en el momento de su adquisición.

La LMV, en su artículo 7 manifiesta que las acciones y valores negociables equivalentes a las acciones son consideradas como valores participativos. Igualmente, en su artículo 125, establece que el accionista que adquiera o transmita acciones, las cuales estén

La terminología adoptada permite encuadrar los documentos que contienen obligaciones o derechos de crédito, los que hacen referencia a situaciones jurídicas complejas – acciones.

Los títulos valores pueden clasificarse en: 1) títulos causales o abstractos según la relación subyacente. 2) títulos cuya posesión es necesaria para ejercerlo y transmitirlo o títulos cuya posesión puede sustituirse a tales efectos por otros medios auxiliares, según el grado de incorporación del derecho. 3) títulos completos o incompletos, según su literalidad. 4) títulos públicos y privados; y títulos nacionales y extranjeros, según su emisor. 5) títulos jurídico-personales o de participación según el objeto del derecho incorporado. 7) títulos principales y accesorios, según su sustantividad. 8) títulos al portador y títulos directos, por la forma de estar designado su titular. 8) títulos en efectos (o emitidos aislada o singularmente) y valores (emitidos en serie o en masa) según la manera de emitirse.

⁶⁵ El título 1 del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, se ocupa en su capítulo 1 de la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta

admitidas a negociación en un mercado secundario y atribuyan derecho a voto, se ha de notificar a la CNMV las condiciones en las que se señale ese derecho a voto.

Desde otra perspectiva, los valores negociables son inversiones financieras que pueden ser rápidamente transformables en efectivo. Posibilitándonos la entrada al mercado fácilmente y con gran amplitud, y con la capacidad de reducir al mínimo el tiempo para su conversión en efectivo.

Sus finalidades principales, consisten en mantener el flujo de efectivo en la empresa y/o mercado buscando así rentabilidad para evitar el capital ocioso y proteger a la entidad contra la posibilidad de no poder satisfacer demandas inesperadas.

3.2.- Referencia concreta a ciertas operaciones

3.2.1.- Emisión de valores y el mercado primario. Aspectos generales

La emisión⁶⁶ de los valores negociables y su posterior adquisición por los inversores resulta de gran complejidad jurídica, ya que la relación contractual que unifica a los inversores con los emisores utiliza la técnica de la oferta pública “oferta ad incertam personam”, excluyéndose el cauce normativo común de contratos y negociaciones. Por otro lado, dicha relación está sometida a la legislación especial del Mercado de Valores, permitiendo la obtención de los recursos por parte del inversor. Sobre tales premisas surge el Mercado Primario⁶⁷ como medio de financiación para determinados emisores

⁶⁶ CACHON BLANCO, J.E. *Derecho del Mercado de Valores Tomo II* 1ª Edición. Madrid, Dykinson. 1993. Ni la LMV, ni los diferentes RD que la desarrollan ofrecen un concepto jurídico de emisión; dicho concepto es complejo por cuanto engloba a operaciones jurídicas de naturaleza diversa tales como las ampliaciones de capital o las emisiones de obligaciones y por cuanto implica una actuación extendida en el tiempo, es decir, una concatenación de actos diversos: acuerdo de emisión, oferta de emisores, petición de suscripción y su formalización documental.

ARRILLAGA, *La emisión de obligaciones y la protección de los obligacionistas*. 1ª Edición. Madrid. Edersa. 1952, define emisión como el negocio jurídico que consiste en la creación de unos títulos de crédito y en su colocación en el mercado.

SÁNCHEZ CALERO, F. *Instituciones de Derecho Mercantil*, 16ª Edición. Madrid. Aranzadi. 1992, define emisión como los negocios fundamentales del mercado primario.

GARRIGUES. *Tratado de Derecho Mercantil, Revista de Derecho Mercantil*. 1947. Tomo I. Volumen 2, 95 a 98. Lo define como el acto de ofrecerlas a determinadas personas o al público en general (en cuanto a la emisión de acciones) y al conjunto de operaciones que tienen por finalidad introducir las acciones en el tráfico mercantil.

⁶⁷ AURELIO MENÉNDEZ, A.R. *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Navarra. Thomson Reuters. 2018.

que a su través superan los obstáculos que supondría la financiación privada o de carácter crediticio.

Las empresas que se introducen en el mercado primario, lo hacen con un objetivo principal, y es captar fondos del público mediante la emisión de nuevos valores. Por lo tanto, los inversores adquieren títulos ya creados directamente del emisor, por ello mismo son considerados instrumentos con valor de primera emisión.

Así, el mercado primario es parte del Sistema, cuya función institucional consiste en posibilitar la movilización de recursos financieros de quienes lo poseen hacia quienes los precisan para el desarrollo de su actividad económica.⁶⁸

Por ende, se constituye que toda emisión⁶⁹ de valores formaliza un proceso, en el cual destaca como punto de partida la producción de esos valores y en segundo lugar la fase de distribución, que ya se desarrolla en el Mercado secundario, y que han de cumplir en todo momento los requisitos de idoneidad, información y transparencia.

También son consideradas operaciones de mercado primario algunas ventas y compras de valores ya creados con anterioridad y ya puestos en circulación, cuando se realizan a través de una oferta pública de suscripción (OPS) y/o de una oferta pública de venta (OPV)⁷⁰. El art 35 LMV se refiere a la OPV y OPS en un modo que en apariencia haría a ambas operaciones idénticas. Sin embargo, como veremos después, existen diferencias entre una y otra. Dice el artículo 35. 1, que una OPV u OPS es “toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores”, y así en tal sentido genérico ambas operaciones están incluidas en la definición.

⁶⁸ LARA, Rafael; CASIMIRO, Luís Miguel. *La contratación en el Mercado Primario*. 1ª edición. Valencia. Tirant Lo Blanch, 2013.

⁶⁹ TAPIA HERMIDA, Alberto J. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015.

⁷⁰ CACHON BLANCO, J.E. *Derecho del Mercado de Valores Tomo II* 1ª Edición. Madrid, Dykinson. 1993. Son negocios jurídicos del MR a través de los cuales una persona o entidad efectúa una oferta de venta de valores negociables al público inversor, es decir, una masa de ahorradores no identificada a priori, entre los que se determinarán los compradores de tales valores. Dicha OPV consta de varias fases: formulación pública de la oferta, desarrollo, adjudicación de los valores, consumación de los contratos de compraventa y formalización de tales operaciones.

Sin embargo, una OPS es una operación de mercado primario dirigida a la captación de fondos consistente en que los valores que se ofrecen públicamente proceden de una ampliación de capital de la entidad oferente⁷¹. Desde un punto de vista jurídico-privado, la OPS es una oferta contractual, esto es, una declaración de voluntad unilateral susceptible de una futura conversión en un contrato, dirigida a una pluralidad de destinatarios cuya identidad se desconoce; dicha oferta puede formularse en los términos que se convenientes sin ningún tipo de limitación y sin necesidad de concretar previamente la condiciones de la misma y su colocación y/o aceptación.

La aceptación de la oferta debe de ser adhesiva, sin alteración o modificación alguna, formulándose con un mes de anterioridad al registro del folleto y en la forma establecida en las cláusulas de la misma; también se considera irrevocable, salvo circunstancias sobrevenidas o conocidas con posterioridad.

En cambio, una OPV es una operación que consiste en ofrecer al público una parte o la totalidad del capital social de una empresa, por ejemplo como consecuencia de la privatización de una empresa pública, o de la salida a Bolsa de sociedades no cotizadas, o bien porque un accionista mayoritario o de control desee desprenderse de una participación importante en una sociedad cotizada⁷². A las Ofertas Públicas de Venta de acciones, en las que la empresa sale por primera vez a cotización en el mercado de valores, se les denomina también Ofertas Públicas Iniciales (OPI).

Las operaciones de Mercado Primario se han de formalizar satisfaciendo unos fundamentos y principios formulados en la LMV (artículos 33 y siguientes), en el Real Decreto 1698/2012 de 21 de diciembre, por el que se modifica la normativa vigente en

⁷¹ Esta operación la pueden realizar tanto sociedades cotizadas como no cotizadas. En general, en las no cotizadas se aborda con una doble finalidad: captar fondos y alcanzar el requisito de difusión accionarial necesario para su admisión a cotización. La norma básica aplicable a estas.

AURELIO MENÉNDEZ, A.R *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Thomson Reuters. Navarra. 2018, señala que “Las OPS de valores negociables, son las operaciones que, en rigor, definen y constituyen el Mercado Primario; mediante la difusión por el emisor de toda la información relevante, permite prescindir de la negociación del contrato de suscripción de valores entre el emisor y los inversores; y, por otro, la utilización de una particular forma contractual, la oferta ad incertam personam o ad incertas personas. Recuérdese que las sociedades mercantiles, cotizadas o no gozan de distintos modos de financiación y de configurar su capital social, por todos DIAZ GÓMEZ, M A., *Las aportaciones no dinerarias en la sociedad anónima: contenido, valoración y desembolso* Madrid, McGraw-Hill Interamericana de España, 1997.

⁷² También se aplica a la OPV el RD 1310/2005, modificado por el RD 1336/2012, de 21 de septiembre.

materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73/UE y por la Orden Ministerial EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Estos procedimientos pasan por la aportación y registro en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico aplicable, de los estados financieros del emisor y la aportación, aprobación y registro en la CNMV de un folleto informativo sobre la oferta proyectada, así como su publicación. Cumplidos éstos requisitos regulados, existe libertad de emisión de valores se refiere, es decir, no se somete a autorización (art 33 LMV) aunque si deba seguirse un procedimiento reglado⁷³. Y en la colocación de valores el emisor puede recurrir a cualquier técnica que, a su juicio, mejor se adecue a las necesidades del emisor.

La fase de distribución de la Oferta pública de venta y/o suscripción, debemos de analizarlo desde dos puntos de vista⁷⁴: Desde un punto de vista positivo, ya que es toda comunicación emitida sin requisitos de formalidad alguna y a través de cualquier medio que preste información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita al inversor decidir sobre la adquisición o suscripción de estos valores y, desde un punto de vista negativo, ya que no es posible la calificación de oferta pública, a la oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados; o a menos de 150 personas físicas o jurídicas por un Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados; o dirigida a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros por inversor, para cada oferta separada; o a una oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea, al menos, 100.000 euros; o a una oferta de

⁷³ LMV (artículos 25 y 26) consagra el principio general de libertad de emisión de valores y que estas emisiones no están sujetas a autorización administrativa previa. Ahora bien, dados los intereses en juego, la propia Ley ha querido someter dichas emisiones a un régimen de verificación, este sí de naturaleza propiamente administrativa, encomendado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

⁷⁴ AURELIO MENÉNDEZ, A.R *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. Navarra. Thomson Reuters. 2018. Lección 41. “Nos encontramos también con las Ofertas públicas de adquisición OPAs, las cuales están dirigidas a todos los accionistas de una sociedad o a los titulares de otros valores que puedan dar derecho a sus suscripción o adquisición para adquirir la totalidad o parte de unas u otros. Además de ser una operación que permite adquirir acciones, es utilizada, como medio para lograr o incrementar el control de S.A con la anuencia del órgano de administración o sin ella. No deben confundirse con la OPS y OPV, ya que la OPA aunque participe con la misma naturaleza contractual, exige todo el registro de la información necesaria para su aceptación, y por ende no es una operación propia del Mercado Primario. Las OPAs se regulan en los artículos 128 y siguientes de la LMV, RD 1066/2007 y la Circular 8/2008”

valores por un importe total en la Unión Europea inferior a 5.000.000 euros, calculado sobre un período de 12 meses⁷⁵.

De todo ello se deriva que cuando se trate de emisiones dirigidas al público en general sin requisito formal alguno en su comunicación ha de intervenir una entidad que esté debidamente autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de su futura comercialización y, que el oferente deberá cumplir los requisitos de idoneidad e información⁷⁶ establecidos legalmente.

Además, el emisor que ponga a disposición esos valores ha de estar adecuadamente constituido conforme a la legislación del país en que se encuentre domiciliado y por ello operará conforme a su escritura de constitución, estatutos o documentos análogos.

Cuando nos hallamos en este tipo de Mercado, es de carácter preceptivo realizar un registro previo y la posterior publicación de un folleto informativo, que ha de ser aprobado por la CNMV.

El folleto de emisión ofrece al inversor una información completa sobre la entidad emisora, su situación económico- financiera y demás datos de interés para adoptar una decisión de inversión fundada, y para la admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial.

Las operaciones de Mercado Primario se someten a requisitos y procedimientos como es la emisión de un folleto, con las excepciones que reconoce la propia LMV. No obstante, mediante el reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/ CE, se establece excepciones permitidas a la obligación de publicar el folleto informativo también en las ofertas públicas de venta y/o suscripción,

⁷⁵ Conforme al art 35.3 LMV Cuando se trate de colocación de emisiones contempladas en las letras b), c), d) y e) del apartado 35.4 que vayan dirigidas al público en general empleando cualquier forma de comunicación publicitaria, debe intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de la comercialización de los valores emitidos. Pero, y a modo de excepción de la excepción, no será de aplicación esta obligación al ejercicio de la actividad propia de las plataformas de financiación participativa debidamente autorizadas.

⁷⁶ TAPIA HERMIDA, Alberto J. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015. "Noción legal de "información fundamental", es toda aquella información esencial y correctamente estructurada que ha de facilitarse a los inversores para que puedan comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al emisor, el garante y los valores que se les ofrecen y decidir las ofertas de valores conviene seguir examinando. "

en función de unos parámetros, como son la naturaleza del emisor o de los valores, la cuantía de la oferta, naturaleza o número de inversores a los que van dirigidos.

Así, a las ofertas públicas de venta y/o suscripción se les aplicara la regulación relativa a la admisión a negociación en Mercados Secundarios, con las exigencias establecidas reglamentariamente, con la peculiaridad de que estas ofertas no serán libremente transmisibles.

3.2.2.- Negociación y transmisión de valores en Mercados Secundarios

Los Mercados secundarios oficiales, reciben la denominación de “Mercados regulados⁷⁷ españoles”. Son aquellos sistemas multilaterales que permiten englobar los diferentes intereses de compra y venta sobre los instrumentos financieros, para así dar lugar a contratos. Las operaciones que en ellos se realizan se basarán en instrumentos financieros ya admitidos a negociación, autorizados de forma regular, siempre y cuando cumplan las condiciones de acceso, admisión, información, publicidad, transparencia, entre otros. A tales efectos, se consideran mercados regulados; las bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los Mercados de Futuro, el Mercado de Renta Fija..., y como venimos indicando de entre todos ellos el objeto de análisis y estudio se va a centrar en las Bolsas⁷⁸ de Valores, y a los objetos de este epígrafe , en la transmisión de valores.

⁷⁷ MIFID II. Artículo 4.21: «mercado regulado»: sistema multilateral, operado o gestionado por un organismo rector del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir —dentro del sistema y según sus normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con el título III de la presente Directiva;

⁷⁸ SÁNCHEZ ANDRÉS, A. *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Editorial Aranzadi, S.A.U., Junio de 2006. .BIB 2008\3368: Como queda dicho, la Bolsa es económicamente una forma de mercado. En sentido objetivo se identifica con la organización de personas que, mediante relaciones de diversa índole (laborales, civiles o mercantiles) prestan servicios para ella, dentro o fuera de sus dependencias, y de los medios, materiales o no (inmuebles, instalaciones, logotipos y marcas, ordenadores, equipos, etc.) que coadyuvan a la realización de sus funciones y que, bajo diferentes títulos jurídicos de disponibilidad (propiedad, alquiler, etc.) mantiene y dirige su Sociedad Rectora.

3.2.2.1.- Admisión a negociación

Lo primero debe ser objeto de análisis y de estudio, es la admisión a negociación⁷⁹ en el Mercado Secundario; dicha admisión de valores requiere la previa verificación por parte del organismo supervisor, en nuestro país la CNMV, de los requisitos y procedimientos establecidos reglamentariamente.

La admisión a negociación de valores negociables en mercado y su posterior conversión en negociados es objeto de atención legislativa; El artículo 36 LMV establece los requisitos⁸⁰ para la admisión a negociación en el mercado, a la vez que trata de definir el ámbito de aplicación del mismo, igualmente, establece que dicha admisión se producirá a solicitud del emisor, previo análisis y control y acuerdo del organismo rector, todo ello para proporcionar una mayor negociabilidad y mercabilidad, siendo de aplicación el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. Corresponde señalar además que en virtud del artículo 12 del RD 878/2015 el efecto constitutivo de los valores admitidos a negociación en un mercado secundario

⁷⁹ HIERRO ANIBARRO, S. *Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizado*. 2ª Edición. Madrid. Marcial Pons. 2013.

⁸⁰ Artículo 36 LMV “ *La admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial requerirá autorización administrativa previa. No obstante, estará sujeta al cumplimiento previo de los requisitos siguientes: a) La aportación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable. b) La aportación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los estados financieros del emisor preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable a dicho emisor. Reglamentariamente se determinará el número de ejercicios que deben comprender los estados financieros. c) La aportación, aprobación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de un folleto informativo, así como su publicación. 2. Cuando se trate de valores no participativos emitidos por el Estado, las Comunidades Autónomas y las entidades locales, no será necesario el cumplimiento de los requisitos anteriores. No obstante, estos emisores podrán elaborar el folleto informativo de acuerdo con lo previsto en este capítulo. Este folleto tendrá validez transfronteriza de acuerdo con lo previsto en el artículo 39. 3. Adicionalmente, el Gobierno podrá exceptuar total o parcialmente del cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 33 y en el apartado 1 anterior, la admisión a negociación de determinados valores en función de la naturaleza del emisor o de los valores, de la cuantía de la admisión o de la naturaleza o el número de los inversores a los que van destinados. Cuando las excepciones se basen en la naturaleza del inversor, se podrán exigir requisitos adicionales que garanticen su correcta identificación. 4. El procedimiento para la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales deberá facilitar que los valores se negocien de un modo correcto, ordenado y eficiente. Reglamentariamente se regulará dicho procedimiento y se determinarán las condiciones que han de cumplirse para la aprobación del folleto informativo por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y para su publicación. La falta de resolución expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre el folleto durante el plazo que se establezca reglamentariamente tendrá carácter desestimatorio. 5. La publicidad relativa a la admisión a negociación en un mercado regulado se ajustará a lo dispuesto en el artículo 240. ”*

oficial se produce con la inscripción en el registro central a cargo del depositario central de valores designado.

La operación de admisión de valores en el mercado origina numerosas obligaciones para los emisores, de carácter informativo, control, auditoria, estructura de gobierno, entre otras, hasta el punto de que para las S.A cuyas acciones se negocian en Bolsa se puede hablar de sociedad bursátil como una especialidad de la Sociedad Anónima común.

Dichas obligaciones (artículos 118, 126, 228 y siguientes LMV), persiguen mantener informado al mercado sobre la situación y circunstancias del emisor y por otro lado, obtener la mayor protección de los inversores.

A la luz de este trabajo, conviene destacar el artículo 125 LMV, el cual expone las obligaciones del accionista; por ello se establece el deber de notificar la adquisición o transmisión de dichas acciones al emisor y a la CNMV; entendiéndose por tal cualquier adquisición o transmisión que suponga alzar o perder determinados porcentajes de participación.

Por todo ello, la emisión de valores se puede analizar en dos fases, que constituyen un proceso. En primer lugar, la creación de valores, el cual ha de cumplir las pautas del estatuto jurídico de cada emisor, es decir sus propias normas internas de gobernanza; y en segundo lugar la fase de distribución que se desarrolla en el mercado de valores. Así, las consecuencias jurídicas que se derivan son que cuando se trate de la colocación de emisiones dirigidas al público en general deberá intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de comercialización de los valores emitidos; y el emisor deberá cumplir los requisitos de idoneidad e información legal y reglamentariamente establecidos.

3.2.2.2.- Distribución de valores en los Mercados Secundarios

Por ende, el proceso de distribución se desarrolla en dos fases, en la primera el inversor adquiere los valores por suscripción, sin que nadie los haya poseído con anterioridad, esta fase tiene lugar en el mercado primario; y en la segunda fase, los valores se

adquieren como consecuencia de determinados contratos mediante su entrega por parte de su anterior titular.

Del mismo modo, se contempla la exclusión de negociación (artículos 73 a 86 LMV) de cualquier instrumento financiero, la cual ha de ser solicitada por la entidad emisora, es decir, a voluntad del emisor, que por razones varias estime necesario retirar el valor de la negociación; por otro lado, la exclusión puede ser forzosa cuando así lo ordene el organismo rector y la CNMV.

Las transmisiones por título de compraventa u otros negocios onerosos análogos cuyo objeto sean valores negociables u otros instrumentos financieros admitidos a negociación adquieren la condición de operaciones de mercado secundario.

Por el contrario, las operaciones que no son consideradas de mercado quedarán sujetas a las reglas civiles y mercantiles. Una diferencia importante entre unas y otras es que las operaciones de mercado poseen la consideración de públicas, en el sentido que se someten a requisitos de transparencia, con el alcance y en los términos que reglamentariamente se concretan para cada caso. La operación más característica es la compraventa; ahora bien, existen otras como las operaciones dobles, operaciones con pacto de compra, el préstamo de valores, entre otras. Establece el Real Decreto 878/2015, en su art 13, que la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones se realiza por transferencia contable, de tal modo que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos, y que esta transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se practiquen las correspondientes inscripciones.

La LMV no ha regulado de manera concreta y específica la compraventa de valores admitidos a negociación; no obstante, de la lectura de su articulado se pueden acotar sus rasgos esenciales: se trata de contratos consensuales, pero la oferta y aceptación se realizan conforme a los sistemas de contratación establecidos, dando lugar a la obligación de entrega de los valores y de pago de su precio. La entrega, que determina la transmisión de la titularidad, debe inscribirse en el registro de anotaciones en cuenta por parte del organismo rector.

3.2.2.3.- La intervención de miembros del mercado

Las compraventas deben realizarse con la participación de al menos una entidad que ostente la cualidad de miembro en el mercado. Puede tener lugar entre miembros del mercado, o entre un miembro del mercado actuando por cuenta propia y otra parte contractual que no tenga la condición de miembro, o entre quienes no sean miembros, con la intermediación de uno o más miembros del mismo; o finalmente, entre quienes no tengan la condición de miembro y hayan convenido entre sí el registro de sus términos a través de un miembro del mercado.

La intervención de los miembros y otros participantes en las bolsas se encuentra regulada a efectos de su uniformidad y seguridad, y se apoya no sólo en los organismos rectores de la bolsa, sino también en los mecanismos de compensación y liquidación. Finalmente, es además imprescindible contar con un sistema informativo, transmitivo y de almacenamiento de datos por parte de los depositarios de valores que presenten servicios en España, con el fin de materializar la compensación, liquidación y registro de valores⁸¹ admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

Podemos hablar de una doble fase en las transacciones a cargo de los miembros negociadores de los mercados secundarios: la contratación y la post-contratación. Esta última a su vez consta de dos etapas: la compensación (a cargo de los miembros compensadores de las Entidades de Contrapartida Central) y la liquidación (a cargo de las entidades liquidadoras del Depósito Central de Valores).

En la primera fase de contratación, intervienen las sociedades rectoras del mercado secundario con sus respectivos miembros negociadores y en la segunda fase de post-contratación, intervienen sendas infraestructuras, con sus correspondientes miembros o participantes. Dentro de la fase de post-contratación, la compensación es el proceso consistente en establecer posiciones, incluido el cálculo de las obligaciones netas, y en asegurar que se dispone de instrumentos financieros, efectivo, o ambos, para cubrir las exposiciones derivadas de dichas posiciones. La liquidación, es la auténtica finalización de una operación con valores, dondequiera que se realice, con el fin de extinguir las obligaciones de las partes en dicha operación mediante la transferencia de fondos, de

⁸¹ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, (LMV), artículos 93 y siguientes.

valores, o de ambas cosas. Dichas etapas de compensación y liquidación se caracterizan por ser de carácter multilateral.

VIII.- CONCLUSIONES

Las conclusiones que se pueden extraer del desarrollo y análisis de los diferentes apartados del trabajo, así como de las diferentes aportaciones doctrinales de los autores mencionados, son las siguientes:

1.- A día de hoy, el Mercado de Valores constituye un elemento imprescindible, fundamental y vital para el avance y desarrollo de un país, así como para propia sociedad y para la economía de un territorio, que al fin y al cabo es la raíz de la humanidad; por todo ello ha sido primordial el avance en estas últimas décadas, intentando alcanzar un sistema altamente eficiente, en el que se eluden las aglutinaciones o desviaciones de capitales que pueden llegar a causar grandes perjuicios a las inversionistas y ahorradores, produciéndoles grandes pérdidas y riesgos que han de asumir, por lo que su seguridad se transmuta.

Igualmente, estos mercados constituyen un ámbito de metamorfosis cultural, social y económica protagonizada en la mayor parte del mundo, sin dejar de lado, que España en las últimas tres décadas se ha hecho más visible, palpable, vehemente e intensa; convirtiéndose en un pilar esencial del avance financiero, por la capacidad de canalizar grandes volúmenes de financiación a través de mecanismos, que han ido mejorando con la nueva regulación y avance de la sociedad en cuanto a transparencia, liquidez y eficacia se refiere.

2.- El Mercado de Valores, tanto primario como el secundario, poseen una amplia, compacta y completa regulación, tanto a nivel interno como comunitario, destacando EMIR, MIFIR y MIFID II, normas europeas de reciente entrada en vigor y gran complejidad. Igualmente, conviene destacar la LMV y sus múltiples Reglamentos y Reales- Decretos complementarios; así, todo este amplio abanico de preceptos normativos y legislativos proporcionan una mayor confianza a los inversores, informándoles en todo momento de todas las actividades a realizar y de sus posibles causas y consecuencias, dotando al mercado de gran transparencia, condición fundamental para el correcto funcionamiento de los mercados, conllevando que los

participantes que accedan de forma clara y fidedigna a la información de las sociedades emisoras y demás operadores del mercado, al igual que de los valores u otros instrumentos financieros emitidos por ellas, de manera que puedan tomar adecuadamente las decisiones.

3.- Por todo ello, he llegado a la conclusión de que la Bolsa de Valores (Mercado Secundario), constituye una organización que contribuye a la inversión a través de la intermediación, facilitando la obtención y colocación de capital para quienes lo necesiten; igualmente permite el flujo de ahorro e inversión en el mercado realizando la colocación primaria en el mercado, con una gran de requisitos y supervisiones que pasar, para promover la libre determinación de los precios y la transparencia de las operaciones.

Además, proporciona la supervisión, infraestructura y servicios necesarios para la emisión, aceptación, colocación e intercambio de valores, fortaleciendo al mercado e impulsando el desarrollo económico y financiero en la mayoría de países.

4.- Conviene destacar la multitud y diversidad de operadores que participan en el mercado, constituyendo una gran red de negociación a la par que de dificultades e inconvenientes que pueden acarrear grandes consecuencias no solo para el sujeto o sujetos intervinientes sino para el resto de la sociedad, por ello, se regularon las ECC; aquellas entidades que compra los valores al vendedor y los vende al comprador, así de este proceso de novación, la compraventa entre vendedor y comprador se reduce a dos transacciones con la ECC, todo ello es así, para proteger e intentar reducir al máximo el riesgo entre ambos sujetos.

Asimismo, conviene destacar el papel de la Sociedad Rectora, entre otros muchos sujetos, cuyo objetivo principal es administrar, supervisar y coordinar la bolsa o el mercado correspondiente, siendo responsable de la organización y funcionamiento interno, administrando la admisión a cotización de las diferentes empresas y/o sociedades, promover, legislar y facilitar información entre las partes interesadas en un

negocio, entre otras muchas funciones; es decir, todo el Mercado compone una gran red con múltiples y peligrosos entrelazados, que si no se solucionan y se toman las precauciones para ello pueden causar grandes pérdidas, inclusive llegando a causar la quiebra del Mercado y por lo tanto de la economía de ese territorio.

5.- El desarrollo de este trabajo y sumergirme en esta materia tan desconocida para mí, me ha resultado embrollado a la par que fructífero ya que desconocía al completo la mayor parte de la materia, y no todo lo que podemos percibir a través de los medios de comunicación es correcto; así es de gran complejidad adentrarse en unos términos muy precisos y técnicos y sobretodo más cuando existe reciente normativa comunitaria que ha entrado en vigor y todavía no ha dado tiempo a los expertos a analizarla y estudiarla en profundidad.

Por todo ello, dicha materia, aunque posea gran parte económica y financiera posee conforme a un alto porcentaje una base jurídica, ya que todo ello precisa de una amplia, extensa y compleja regulación, la cual ha de regularizar desde una simple acción de una entidad, pasando por todos los participantes del mercado, sus normas de conducta, las múltiples autorizaciones, requisitos, requerimientos, condiciones, entre muchas otras cosas, hasta la formación de un Mercado completo, que puede ser de algún territorio específico, como nacional. Es por ello, que la base jurídica en este aspecto ha de estar día a día actualizada para poder conseguir un mundo más eficiente, perdurable, energético, pero sobre todo que sea posible mantener la economía y la sociedad fuerte, activa y segura, para poder constituir un mundo destacado y preferible.

IX.- ANEXO BIBLIOGRAFICO Y DOCUMENTAL

A. Bibliografía

- ARRILLAGA, *La emisión de obligaciones y la protección de los obligacionistas*. 1ª Edición. Madrid. Edersa. 1952
- BAGO ORIA, B. *Las cuentas de la entidad de contrapartida central y su registro de operaciones*. En: VVAA. *La reforma del sistema de postcontratación en los mercados de valores*. 1ª Edición. Navarra. 2017. Páginas 253 a 257.
- BELANDO GARÍN, B. *Las ofertas públicas de adquisición de acciones*, en JIMÉNEZ BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. *Derecho de la Regulación Económica II. Mercado de Valores*. 2ª Edición. Madrid, Iustel. 2009. Páginas 475 a 484
- CARRILLO DONARIE, J.A. Peculiaridades del sistema de fuentes en el mercado de valores, en JIMÉNEZ BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. *Derecho de la Regulación Económica II. Mercado de Valores*. 2ª Edición. Madrid, Iustel. 2009. Páginas 429 a 434.
- CASTELLANO RAMÍREZ, P. *Las entidades de contrapartida central: aspectos fundamentales de su operativa disciplina jurídica*. EN: VVAA. *La reforma del sistema de postcontratación en los mercados de valores*. 1ª Edición. Navarra. 2017. Páginas 187 a 192.
- CENTENO HUERTA, L. *Régimen jurídico de los valores negociables y de los instrumentos financieros*, en URÍA FERNÁNDEZ, F. *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, 2007. Páginas 457 a 465.
- CINDOCHA MARTÍN, A. *Los mercados de valores: mercados primarios y secundarios. Las Bolsas de Valores*. En JIMÉNEZ BLANCO CARRILLO DE

ALBORNOZ, A. *Derecho de la Regulación Económica II. Mercado de Valores*. 2ª Edición. Madrid, Iustel. 2009. Páginas 103 a 110.

- CORTÉS, L.J. *Lecciones de contratos y mercados financieros*, 1ª Edición. Madrid. Thomson. 2004
- DIAZ GÓMEZ, M A., *Las aportaciones no dinerarias en la sociedad anónima: contenido, valoración y desembolso* Madrid, McGraw-Hill Interamericana de España, 1997
- FELICITAS MUÑOZ PÉREZ, A. *Contratación, compensación y liquidación de operaciones en los mercados secundarios organizados de valores y en los sistemas multilaterales de negociación y sistemas organizados de contratación*. En *VVAA Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados Tomo II*. 1ª Edición. Navarra. Aranzadi. 2019. Páginas 669 a 711
- FERNÁNDEZ ARMESTO, L. *El Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Civitas. 1992.
- GARRIGUES. *Tratado de Derecho Mercantil, Revista de Derecho Mercantil*. 1947. Tomo I. Volumen 2, 95 a 98.
- HIERRO ANIBARRO, S. *Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizado*. 2ª Edición. Madrid. Marcial Pons. 2013.
- JIMENEZ SANCHEZ, J. Guillermo ‘*Derecho Mercantil II. Títulos valores*’. 12ª edición. Barcelona Ariel Derecho. 2008
- LARA, Rafael; CASIMIRO, Luís Miguel. *La contratación en el Mercado Primario*. 1ª edición. Valencia. Tirant Lo Blanch, 2013.
- MARTÍN MUÑOZ, A. *Concepto de valor y ámbito de aplicación de la Ley de Mercado de Valores*. En JIMÉNEZ BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. *Derecho de la Regulación Económica II. Mercado de Valores*. 2ª Edición. Madrid. Iustel. 2009. Páginas 19 a 25.

- MARTÍNEZ FLÓREZ, A. *La Reforma del sistema de postcontratación en los Mercado de Valores*. 1ª Edición. Navarra. Aranzadi. 2017.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.R *Lecciones de Derecho Mercantil*. 16ª Edición. . Navarra. Thomson Reuters. 2018.
- NAVARO GANCEDO RODRÍGUEZ, F. *La reforma de la postcontratación de valores es España*. 1ª Edición. Madrid. Woltrs Kluwer. 2018.
- SÁNCHEZ CALERO, F. *Instituciones de Derecho Mercantil*, 16ª Edición. Madrid. Civitas. 1992.
- TAPIA HERMIDA, A, J.
 - *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. 1ª Edición. Madrid. Iustel. 2015
 - . *La post-contratación en los mercados secundarios de valores: el sistema de compensación y liquidación de valores*. Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Nº 107, 2017.
 - *Derecho del Mercado de Valores*. 2ª Edición. Barcelona, Iustel. 203
- VAQUERIZO ALONSO.A. *El sistema de garantías de las entidades de contrapartida central*. En: VVAA. *La reforma del sistema de postcontratación en los mercados de valores*. 1ª Edición. Navarra. 2017. Páginas 415 a 471
- VIDA FERNÁNDEZ,J. *Sujetos gestores y administradores de los mercados de Valores. Sociedades Rectoras de los mercados y Sociedades del sistema*, en JIMÉNEZ BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. *Derecho de la regulación económica II. Mercado de Valores*. 2ª Edición. Madrid. Iustel. 2009. Páginas 191 a 196.

B. Otros recursos

- Bolsas y Mercados Españoles BME (06/06/2019)
(<https://www.bolsasymercados.es/esp/Sobre-BME/Que-es>).
- GÓMEZ LÓPEZ, R. *Mercados Financieros: futuros y opciones*. (05/04/2019)
(disponible en: <http://www.eumed.net/cursecon/cursos/mmff/mmff.htm>)
- PÉREZ CARRILLO. E.F. *Niveles de regulación en servicios financieros en la UE. Proceso Lamfalussy DermerUle* (28/05/2019)
(<http://blogs.unileon.es/mercantil/?s=informe+lamfalussy>)
- VVAA *Administración de Valores Negociables*. (5/02/2019)
(<https://es.slideshare.net/valejoda/valores-negociables>)
- VVAA *Valores Negociables. Valores Rentables*. (5/02/2019). (<http://www.inversion-es.com/negocios-rentables/valores-negociables.html>)

C. Normativa y regulación

Nacional

- Constitución Española 1978.
- Real Decreto 726/1983 de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva.
- Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva.
- Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a

negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

- Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, 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.
- Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Real Decreto 878/2015 de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Europea

- Reglamento (UE) N° 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.
- Reglamento (UE) N° 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.
- Reglamento (UE) N o 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR).
- Real Decreto 1698/2012 de 21 de diciembre, por el que se modifica la normativa vigente en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73/UE y por la Orden Ministerial EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MIFID II).
- Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) N° 648/2012 (MIFIR).
- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

- Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n ° 648/2012.
- Reglamento (UE) N ° 909/2014, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n ° 236/2012.
- Reglamento (UE) N° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE.
- Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/ CE.
- Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.
- Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores.