

## **LAS "CARTAS-CIRCULARES" BOCA ARRIBA.**

**Mercedes Fuertes**

Universidad de León.

Con motivo de la clausura de un curso sobre la reforma del mercado de valores, el Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores impartió una conferencia sobre las "Cartas-circulares", que esta institución difunde. Asunto éste nada baladí, porque desde la aparición de esta nueva modalidad de manifestación por parte del órgano rector de los mercados, su plena y pacífica admisibilidad ha suscitado si no perplejidad, sí algunas cautas vacilaciones. Más que por la falta de una explícita previsión en la LMV, por el diverso contenido que estas "cartas-circulares" incluyen. De manera oportuna, J.J. Díez Sánchez ha analizado en un inteligente trabajo publicado en esta revista (RDBB, núm. 67, págs. 741-781) la adecuación de estas "cartas-circulares" al Ordenamiento jurídico y a su crítica valoración me remito. Sin embargo, interesa mucho conocer cuál es la opinión que sobre las mismas tiene la propia Comisión. De ahí que las palabras de su Presidente puedan ser consideradas como "interpretación auténtica" de esta figura.

En la conferencia impartida el Presidente de la Comisión recordó la polémica que ha envuelto la aparición de este instrumento de difusión, atribuyéndola bien a su novedad, bien a la influencia "*de los más rígidos principios del Derecho público continental*" bien a su denominación. Sin embargo, no es del todo cierto que esta figura constituya una auténtica novedad más que si se circunscribe su análisis a la estricta actuación de la Comisión. Desde antiguo la Administración ha comunicado a los ciudadanos información mediante "acuerdos", "circulares", "instrucciones", "informes", que podían tener el carácter de vinculantes o no vinculantes, etc. Es práctica habitual del actuar administrativo y de sus relaciones con los ciudadanos.

No parece tampoco que sea oportuna la crítica a mantener unos "rígidos principios del Derecho público continental" a la hora de analizar la adecuación de las "cartas-circulares" al Ordenamiento español. El edificio del Derecho público que, no lo olvidemos, nos permite a todos los ciudadanos un pacífico y seguro cobijo, ha sido levantado con sutil esfuerzo y toda su estructura ha de encajar de manera correcta para que no se tambalee ni desmorone, ni para que tampoco se perciban las grietas del desamparo que origina la inseguridad jurídica o el arbitrio. La atribución de facultades exorbitantes a determinadas autoridades y entidades (entre las que también se encuentra la Comisión) tiene como imprescindible contrapartida seguir las reglas del juego jurídico. De ahí que cualquier actuación de la Comisión deba acomodarse a un correcto cauce de expresión para superar el correspondiente juicio de conformidad jurídica.

Y con relación a la tercera causa de la polémica, es cierto que la denominación de estas "cartas-circulares" es absolutamente desacertada. Ha desaparecido en el Derecho moderno la antigua acepción de carta como documento público. En la actualidad, las cartas son modos de comunicación privados, sin perjuicio de que en

casos singulares puedan tener una lógica transcendencia jurídica (promesas de venta, reclamaciones de deuda o los conocidos casos de testamentos ológrafos, "*pacifios de mi vida...*"). Las Administraciones públicas han de comunicarse con los ciudadanos siempre de manera pública y oficial mediante "comunicaciones" y "notificaciones" que recogen "acuerdos". De ahí que sorprenda la denominación dada por la Comisión. ¿Qué inconveniente existe para utilizar otros nombres más correctos, como "acuerdos", "instrucciones", "recomendaciones"? El uso del término "carta" es ciertamente perverso. Sin perjuicio de las cartas, en sentido propio, que deba remitir o contestar el Presidente de la Comisión, el carácter público y oficial que se pretende imprimir a estas misivas exige otra denominación. Máxime cuando la autoridad que tiene atribuidas con carácter general las competencias en la supervisión del mercado y, por consiguiente, también en la interpretación normativa es el Consejo de la Comisión, como ha recordado J.J. Díez Sánchez en el trabajo ya citado (RDBB, núm. 67). ¿Qué dificultad existe para bautizarlas como "comunicaciones o instrucciones del Consejo"?

Sin embargo, a mi entender, la verdadera razón de la polémica sobre estos "acuerdos" estriba en el diverso contenido que incluyen. El Presidente de la Comisión clasificó, en términos generales, a sus "cartas-circulares" al amparo de las tres finalidades que persiguen: interpretar, informar y recomendar. Finalidades que pueden concurrir de manera entrelazada. Según explicó, las "cartas-circulares" interpretan, sin desarrollar, preceptos de este complejo sector financiero, originando la vinculación de la actuación de la Comisión a dicho criterio. Informan sobre acuerdos con otras entidades, esto es, en correctos términos difunden el contenido de convenios o protocolos. Y ofrecen recomendaciones y consejos sobre la actuación en los mercados de valores. Se asemejan, en consecuencia, a conocidos ejemplos de acuerdos, notas e informaciones interpretativas que difunden otros organismos rectores de mercados extranjeros, caso de las *interpretative releases* de la SEC, *guidance notes* del *Financial Services Authority* inglés, o las *rescrit boursier* de la COB francesa.

Estos contenidos impiden que se califique a esas "cartas-circulares" de normas jurídicas. El Presidente de la Comisión declaró que se han configurado como auténticas misivas, que pueden surgir como contestación a consultas, que suscitan las entidades o los inversores, o tras el estudio y análisis en los procedimientos que lleva a cabo la propia Comisión. ¡Por supuesto que estas "cartas" no deben tener naturaleza normativa! Para publicar normas generales la Comisión cuenta con el extraordinario instrumento de las auténticas Circulares. Pero antes de entrar en la correspondencia de estas palabras con la ínsita naturaleza de las "cartas-circulares" publicadas, conviene detenerse en otro importante recordatorio del Presidente de la Comisión, en concreto, en lo relativa al amparo legal en que se apoya esta facultad de información.

En primer lugar, invocó el artículo 9.3 de la Constitución, sede de los principios básicos del Estado de Derecho, entre los que destaca el de seguridad jurídica. Pero, ofrece mayor relevancia la cita de otros dos preceptos. Uno, el artículo 13.2 de la LMV, donde se establece como mecanismo preferente para conseguir los tres fines que inspiran y justifican la actuación de la Comisión (transparencia de los mercados, correcta formación de los precios y protección de los inversores) "*la difusión de cuanta información sea necesaria*". No debe escatimar la Comisión los medios para

facilitar la mayor información a los inversores e instituciones que participan en los mercados, porque como con frecuencia se repite "*la información es la acción de más valor en los mercados*". De ahí la trascendencia que tiene la difusión de los criterios que adopte la Comisión a la hora de interpretar la normativa, recomendar actuaciones o informar sobre otras circunstancias de interés a los mercados. Dos, el artículo 37 de la Ley de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común, que establece la obligación de publicar de manera regular "*las instrucciones y respuestas a consultas planteadas por los particulares u otros órganos administrativos que comporten una interpretación del derecho positivo o de los procedimientos vigentes*".

No debe existir, en consecuencia, ninguna duda sobre la facultad de la Comisión para divulgar los criterios e interpretaciones que adopte. Y sus positivas ventajas son obvias. En este sentido, subrayó el Presidente de la Comisión, de manera reiterada, que su difusión garantiza una mayor seguridad jurídica. Difusión que, por cierto, se realiza de manera óptima mediante la completa información que ofrece la Comisión Nacional a través de Internet. Además, con estas "cartas-circulares", la Comisión queda vinculada por el criterio interpretativo manifestado, de tal modo que se facilita el trato semejante de las entidades e inversores y, en caso de que con posterioridad se modifique el criterio, está obligada a motivar la nueva interpretación.

Sin embargo, si en el análisis jurídico de estas "cartas-circulares" todo fuera parabienes no se habría originado cautela alguna sobre las mismas. Y es que si repasáramos el contenido de las publicadas advertiríamos que junto a la finalidad de informar existe también la intención de incorporar un contenido coercitivo. En el último año 1998, "la fecunda labor del Presidente" (como acierta a describir A. TAPIA HERMIDA en su completa monografía "*Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulación*", Ed. Dykinson, 1998) se ha concretado en ¡quince cartas! de las que ha dado cumplida cuenta esta Revista (prescindo de mencionar las anteriores porque en el citado trabajo de J.J. DÍEZ SÁNCHEZ, se ofrece un riguroso comentario de las mismas). En algunos casos, no están exentas estas "cartas-circulares" de manifestar una clara voluntad imperativa. Aspecto éste forzosamente criticable.

Las quince "cartas-circulares" publicadas a lo largo de 1998 pueden clasificarse en cinco distintos grupos, atendiendo a su contenido. El primero, estaría integrado por aquellas que tienen una mera finalidad admonitoria. Así, por ejemplo, cuando se recomienda la forma más adecuada para proteger los intereses de los partícipes a la hora de fijar el valor liquidativo de los fondos (núm. 2/98); o las actuaciones previas al tratar con los clubes de inversión (núm. 3/98); o la correcta conducta que deben seguir las empresas en las actividades de análisis y asesoramiento del mercado (núm. 10/98). No cabe formular ningún reparo a estas comunicaciones de la Comisión que facilitan adecuados criterios para una correcta actuación de las empresas en los mercados, pero con un mero carácter de recomendación.

En un segundo grupo podrían incluirse las que comunican la firma de acuerdos y convenios entre la Comisión y otras Administraciones o entidades. En virtud de los mismos se marcan las pautas de sus relaciones en diversos procedimientos, para evitar duplicidades y reiteraciones en su actuación, así como facilitar una ágil tramitación administrativa. Es el caso del acuerdo alcanzado con las Sociedades

rectoras de los mercados "*para simplificar los procedimientos de comunicación de participaciones significativas, presentación de expedientes de admisión a cotización en Bolsas de Valores, comunicación de hechos relevantes y remisión de cuentas anuales e informes de auditoría de entidades emisoras de valores admitidos a cotización*" (núm. 4/98); o el acuerdo con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera sobre el procedimiento de autorización de fusión de fondos de inversión (núm. 13/98). Estos acuerdos y convenios son altamente positivos al facilitar una buena coordinación entre Organismos y entidades que poseen facultades y competencias sobre similares asuntos. Se fijan las pautas de los procedimientos, con acertada economía, lo que sin duda redundará en una mejor actuación de los diversos organismos de supervisión de los mercados.

En tercer lugar, varias "cartas-circulares" se caracterizan por difundir modelos y formularios que deberán utilizar las entidades interesadas en distintos procedimientos. Así, el modelo de folleto en el que deben presentarse las emisiones de warrants, para que la Comisión proceda a su verificación (núm. 8/98); el modelo que deben adoptar las sociedades cotizadas para informar de la aplicación del código de buen gobierno, si es que voluntariamente han asumido este código (núm. 11/98); o los procedimientos derivados de la introducción del euro en los mercados de valores, que exigen redenominar las cifras de capital o las emisiones, las tarifas y comisiones, las cuentas anuales u otras informaciones periódicas que envíen las entidades financieras (núm. 11/98). Constituyen estos ejemplos una manifestación de la obligación que tiene toda Administración pública de facilitar modelos o sistemas normalizados de solicitudes en aquellos casos en que son reiteradas y numerosas, además de idénticas, las instancias que presentan los particulares (art. 70.4 de la Ley de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común). De ahí que tampoco quepa advertir ningún reparo al contenido de estas instrucciones, al ser comunes en el ámbito administrativo.

En cuarto lugar, destacan varias "cartas" que contienen verdaderos criterios de interpretación de la normativa del mercado de valores. Recordemos ejemplos. Tienen un auténtico carácter interpretativo los criterios que establecen el carácter de valores con liquidez a la deuda pública extranjera, siempre que cumpla determinados requisitos (núm. 1/98); el régimen de las emisiones por no residentes (núm. 6/98); las operaciones de autocartera para que no se consideren que alteran la libre formación de los precios (núm. 12/98) o la precisión de hechos relevantes que han de ser comunicados a la Comisión (núm. 14/98).

Todos estos criterios poseen una gran trascendencia. Baste recordar que si una entidad financiera no comunica un hecho relevante, de los precisados en la "carta circular", o negocia con su autocartera de manera distinta a la prevista en la "carta-circular" puede verse inmersa en un expediente sancionador al constituir ambas conductas infracciones en la LMV. La falta de precisión de los conceptos jurídicos indeterminados, que existen al tipificar las infracciones, se concreta mediante estos criterios difundidos por la Comisión.

No supone ninguna incorrección, en principio, que la Comisión precise la interpretación de las normas que rigen su actuación. Esta interpretación puede realizarse con eficacia normativa, estableciendo una obligación *erga omnes*,

vinculando a todos los interesados mediante la aprobación de la correspondiente Circular, o fijando un criterio de actuación interno. Esta es la opción por la que en estos casos se ha decantado la Comisión. A diferencia de otras ocasiones donde los hechos relevantes, por ejemplo, se definían en Circulares de la Comisión.

Estas mal llamadas "cartas-circulares" de carácter interpretativo son, en puridad, las clásicas instrucciones u órdenes de servicio de cualquier Administración pública (art. 21 de la Ley de régimen jurídico de la Administración pública y del procedimiento administrativo común, las tradicionales "circulares" del artículo 7 de la Ley de procedimiento administrativo de 1958). Esto es, los criterios que marcan los órganos administrativos para dirigir las actuaciones de los órganos dependientes. Mediante la precisión de estos criterios se están fijando pautas de actuación para el personal de la Comisión, en sus funciones de supervisión de los mercados. Así, al controlar las operaciones de autocartera podrán calificar con cierta facilidad y, sobre todo, con objetiva igualdad en las distintas situaciones que se presenten, si se ha falseado el precio de los valores. Este es el verdadero sentido de estas instrucciones, que por su trascendencia, como también prevé la Ley de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común, se difunden dándoles la máxima publicidad.

Con razón insistió el Presidente de la Comisión en las ventajas que ofrecía la difusión de los criterios interpretativos. Se facilitaba la transparencia de la actuación de la Comisión. Además, la publicidad originaba la *Selbstbindung*, la autovinculación de la Comisión a ese criterio difundido, de tal modo que la separación del precedente exige una adecuada motivación. Pero, lo más importante, es que se garantiza un igual trato a todas las entidades e inversores, lo que favorece la necesaria la seguridad jurídica. Todas estas relevantes ventajas encierra la difusión de los criterios de actuación. Sin embargo, hay que formular objeciones a cómo se están materializando estas interpretaciones. Porque estos criterios de actuación no deben dirigirse a las entidades financieras como "cartas". Al mercado le interesa conocer su existencia, pero no son propiamente los destinatarios de estas "cartas". La aprobación de estos criterios tiene por finalidad orientar la conducta del personal de la Comisión como instrucción de actuación y a los mismos debe dirigirse (aunque, lo normal será que estos criterios surjan desde la propia sección o área de trabajo, cuyos conocimientos prácticos van asentando la mejor actuación para el correcto funcionamiento del mercado, como lo demuestra el hecho de que muchas "cartas-circulares" mencionan a perfectos conocedores del mercado como referente a las dudas que puedan surgir). En consecuencia, las entidades financieras no deben considerarse vinculadas por la interpretación que se realice desde la Comisión.

Por último, en el quinto grupo de "cartas" estarían aquellas que incluyen nuevas prescripciones o pautas de conducta a seguir. Es el caso, por ejemplo, de la "carta" 5/98 que precisa reglas para que no se realicen operaciones en las horas cercanas al cierre, por el peligro de falsear los precios de los valores. En la misma se establece el deber de rechazar las órdenes cuya intención sea la de provocar una evolución artificial o un falso precio de cierre. De manera similar, la "carta" 9/98 formula nuevas obligaciones de comunicar las transmisiones de valores que se casan en bloque e, incluso, una previa supervisión de la Comisión para determinadas operaciones especiales.

Es cierto que estos dos ejemplos no debieran constituir, en principio, ningún "abuso" de facultades por parte de la Comisión. En su función de garantizar la transparencia del mercado, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores, la Comisión, puede establecer estas normas de actuación en los mercados, que encuentran una específica habilitación en preceptos de la LMV y en sus normas de desarrollo. Pero para ello la Comisión debería haber adoptado el vestido de la Circular y no de una simple "carta". La relevancia "externa" de estas obligaciones, que imponen nuevas conductas a las entidades financieras que actúan en el mercado, exige el adecuado instrumento normativo de la Circular. De ahí que en la actualidad estas prescripciones carecen de fuerza normativa alguna y, en consecuencia, la Comisión no puede exigir el cumplimiento de estas conductas ni imponer ninguna sanción por el incumplimiento de estas obligaciones, al no haberse adoptado como Circulares normativas. Si así lo hiciera la sanción sería nula de pleno derecho.

En todo caso, como no podía ser de otra manera, y recordó el Presidente de la Comisión estas "cartas-circulares" están sometidas al control de los Tribunales contencioso-administrativos. De tal modo que, ante la impugnación de un acto que aplique una "carta-circular", el Tribunal puede declarar que puede ser otra la interpretación de la normativa del mercado de valores y prescindir del criterio manifestado en la "carta-circular".

Aludió también el Presidente de la Comisión en su conferencia al flexible procedimiento que se sigue para la precisión de estos criterios e instrucciones, donde se subraya la amplia participación y consenso de las diversas entidades que reciben las misivas. Pero tanto la flexibilidad como la participación de las entidades interesadas son notas también predicables de las Circulares normativas de la Comisión, por lo que debería reconsiderarse la adopción de esta forma jurídica cuando en realidad se están imponiendo nuevas obligaciones y conductas.

En fin, importantes fueron las consideraciones generales que ofreció el Presidente de la Comisión. Aunque la realidad cotidiana desvele otros inconvenientes y matices de las mal llamadas "cartas", que sea necesario advertir y, sobre todo, corregir si lo que se pretende es garantizar la seguridad jurídica en los mercados. Porque aunque como repite el refranero popular es bueno "*tomar cartas en el asunto*", ya en el QUIJOTE se recuerda también que "*por carta de más o de menos se pierden los juegos*".