

# ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN ESPAÑA

SOME REFLECTIONS ON THE PROTECTION  
OF THE INVESTOR IN SPAIN

MATÍAS NUÑO Abogado  
de la CMNV  
[mnuno@cnmv.es](mailto:mnuno@cnmv.es)

*RESUMEN: La regulación del mercado de valores es un elemento esencial para controlar los impulsos irracionales de la economía y proteger el derecho de la propiedad de los inversores. La clave del éxito es lograr una regulación eficaz que permita cumplir con dichos objetivos.*

*El presente trabajo se centra en el análisis de determinados elementos y actividades que inciden en el mercado de valores y que deben ser regulados para garantizar la confianza de los inversores. Así son objeto de examen la comercialización de instrumentos financieros; el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas; las implicaciones del Derecho concursal para los inversores y la poscontratación de valores.*

*PALABRAS CLAVE: regulación del mercado de valores; CNMV; protección del inversor.*

*ABSTRACT: The regulation of the securities market is an essential element to control the irrational impulses of the economy and protect the right of the investor-owned. The key to success is to achieve an effective regulation allowing to comply with these objectives.*

*This work focuses on the analysis of certain elements and activities that have an impact on the stock market and that should be regulated to ensure the confidence of investors. They are subject to review the sale of financial instruments; the corporate governance of listed companies; the implications of the bankruptcy law for investors and the poscontratacion of values.*

*KEY WORDS: Regulation of the stock market; CNMV; protection of the investor.*

*FECHA DE ENTREGA: 02/07/2017/FECHA DE ACEPTACIÓN: 30/07/2017.*

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN.- II. LA COMERCIALIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.- 1. Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros.- 2. Reglamento PRIIPS (Reglamento 1286/2014, de 26 de noviembre, sobre productos de inversión minorista vinculados y productos basados en seguros).- III. DERECHO CONCURSAL.- IV. POSCONTRATACIÓN DE VALORES.

## I. INTRODUCCIÓN.

Los dos grandes objetivos de la regulación del mercado de valores son la defensa del derecho de propiedad (COASE<sup>1</sup>) y contribuir a domar los impulsos irracionales de la economía (AKERLOF<sup>2</sup>). En los años anteriores a la crisis, se produjo un proceso de desregulación que facilitó la exuberancia irracional de los mercados y la aparición de instrumentos financieros objetivamente nocivos, como las participaciones preferentes o los credit default swaps. Por otro lado, tampoco se cumplió bien el otro gran objetivo de la regulación financiera, la defensa del derecho de la propiedad, y, en este sentido, hubo en España una cierta fatiga reformadora, por ejemplo, en relación con la regulación de las cajas de ahorro, que finalmente se acabó pagando. Y, citando nuevamente a AKERLOF, lo peor es que exista una regulación mala o ineficaz, pero que la gente piense que es buena, porque entonces se confiará en exceso y los inversores no tomarán las medidas que habrían tomado en un entorno no regulado, por lo que no debe desdeñarse el hecho de que la regulación financiera tiene a veces efectos contraproducentes.

Estos dos grandes objetivos están presentes en la programación de la regulación de la Unión Europea. En cuanto a la defensa de la propiedad, la UE ha publicado recientemente una iniciativa llamada Capital Markets Union que trata de fomentar las titulizaciones sencillas, transparentes y supervisadas así como de desarrollar otros segmentos del mercado de valores que no han alcanzado el desarrollo que merecen, tales como el capital-riesgo, el crowdfunding y, en fin, diversas instituciones jurídicas que ponen en contacto a los inversores con la economía real, y que en España y Europa no están todavía demasiado desarrolladas. Y es que la economía europea está muy bancarizada, depende demasiado de la financiación bancaria, que además es muy procíclica y se contrae en las situaciones de crisis. Incluso dentro de la UE, también se observa que en el Sur de Europa los mercados son menos innovadores<sup>3</sup>. En cuanto a la prevención de los impulsos irracionales de la economía, debe destacarse una novedosa pieza legislativa, a la que más adelante nos referiremos: la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la

---

<sup>1</sup> COASE, R. H.: *The Institutional Structure of Production*, Discurso de la ceremonia de los premios Nobel, 1991.

<sup>2</sup> AKERLOF G.: *Animal Spirits. Cómo influye la psicología humana en la economía*, Gestión 2000, 2009.

<sup>3</sup> <https://ec.europa.eu>

reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

Por otro lado, querría resaltar en este apartado introductorio, junto a los grandes objetivos de la regulación del mercado de valores, una reflexión general sobre aquellos que defienden esta regulación, que son lógicamente los reguladores, y aquí ya hay que poner al mismo nivel a los reguladores europeos y a los reguladores nacionales.

En el ámbito de la UE, la Agencia Europea de los Valores y los Mercados (ESMA) tiene básicamente cuatro objetivos:

- a) Trata de desarrollar un marco jurídico único para toda la UE, lo cual es sumamente difícil porque venimos de culturas financieras y jurídicas muy distintas.
- b) Promueve la convergencia en las prácticas supervisoras, es decir, no basta con tener un Derecho uniforme, sino que hay que tratar que luego se aplique de la misma manera, y para eso existen ciertas técnicas: la elaboración de guías; las revisiones *inter pares*, que consisten en que un supervisor revisa la actividad de otro supervisor de un país distinto; y la mediación vinculante, en virtud de la cual ESMA media cuando existen criterios distintos entre los supervisores.
- c) Otra función de ESMA es la de valorar los riesgos financieros, estar siempre alerta ante los problemas que pueden venir en el futuro.
- d) Y, finalmente, tiene un papel muy puntual en cuanto a la supervisión directa de unas entidades financieras concretas que son las agencias de rating.

Por otro lado, en el ámbito nacional está la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que se regula en la Ley del Mercado de Valores. Está dirigida por un Consejo formado por siete integrantes, con objeto de que el poder esté repartido entre varias personas (quizás por la experiencia del Banco de España en los años 80, donde se produjo una concentración excesiva de poder en una sola persona). Por debajo de ese Consejo, existe un Comité Consultivo con presencia del sector privado, y cuatro direcciones generales: la Dirección General de Entidades, que se encarga de supervisar a brokers, empresas de servicios de inversión y fondos de inversión; la Dirección General de Mercados, que supervisa a las infraestructuras de mercado: las Bolsas, la actividad diaria de los emisores, las ofertas públicas de adquisición o de suscripción y venta de valores; la Dirección del Servicio Jurídico, que asesora a las demás direcciones en cuestiones jurídicas; y finalmente la Dirección General de Estrategia y de Asuntos Internacionales, que es una especie de *Estado Mayor* de la CNMV, si se permite la expresión, que se encarga de elaborar las grandes estrategias y líneas maestras de la CNMV y la regulación financiera.

Hecha ya esta introducción, he decidido tratar cuatro temas que tienen bastante relación con la protección del inversor: 1) la comercialización de instrumentos financieros –tema estrella a lo largo de la crisis-; 2) el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas; 3) las implicaciones del Derecho concursal para los inversores y 4) la poscontratación de valores.

## II. LA COMERCIALIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.

Se trata de un tema crítico durante estos años. Es difícil valorar cuándo un instrumento financiero se comercializa adecuadamente, ya que deben tenerse en cuenta muchos criterios. Criterios objetivos, como la relación contractual que exista entre la entidad y el cliente (si es una relación de asesoramiento, si se está gestionando una cartera, si es una relación de mera intermediación, etc.). En segundo lugar, se debe valorar si la información que se está dando al cliente es adecuada y valora los riesgos principales del contrato, así como la propia complejidad del instrumento financiero, que es algo que está definido en la Ley del Mercado de Valores y que depende de una serie de factores: si el instrumento financiero es líquido, si existen unas condiciones prefijadas o autorizadas por la CNMV respecto de ese instrumento financiero, la operativa a crédito, donde el inversor se endeuda para invertir también se considera una actividad compleja. En tercer lugar, influyen las condiciones subjetivas del propio inversor, es decir, las entidades deben tener en cuenta los conocimientos y la experiencia del inversor; en determinados casos también deben tener en cuenta su capacidad financiera, cuáles son los objetivos que persigue realmente con su inversión; por último, se tiene en cuenta si la contratación se produce a iniciativa del cliente o a iniciativa de la entidad<sup>4</sup>. De tal manera que puede elaborarse el siguiente cuadro-resumen:

<b>Gestión de carteras y asesoramiento.</b>	<b>Test de idoneidad</b>	<b>Evaluación de los conocimientos, experiencia, objetivos de inversión y capacidad financiera del cliente.</b>
“Sólo ejecución” de operaciones sobre instrumentos financieros complejos y/o operaciones a iniciativa de la entidad.	Test de conveniencia.	Evaluación de los conocimientos y experiencia del cliente.
“Sólo ejecución” de operaciones sobre instrumentos financieros no complejos y operaciones a iniciativa del cliente.	Buena fe (art 7 Código civil).	Información al cliente acerca de los aspectos fundamentales del negocio.

<sup>4</sup> TAPIA HERMIDA A. J.: “Nueva jurisprudencia sobre comercialización de instrumentos financieros Complejos”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 134, Abril-Junio 2014.

Este diseño legal debe complementarse con toda la jurisprudencia que se ha ido construyendo durante estos últimos años, cuyos criterios jurídicos han sido en ocasiones más tuitivos para el inversor que los del supervisor, pero que considero en líneas generales muy razonable y cuyas líneas maestras emanan del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo, razón de más por tanto para tomarla muy en cuenta.

Se han seleccionado dos sentencias aquí para su comentario, que tratan temas puntuales pero que han construido una serie de criterios que son exportables a toda la contratación financiera.

Una es la Sentencia de 20 de enero de 2014 (núm de rec 879/2002), en materia de swaps, reiterada por otras resoluciones posteriores. Su importancia reside en que aborda el espinoso caso en que las entidades realizan recomendaciones de suscripción de valores o instrumentos financieros divulgadas personalmente, y no exclusivamente a través de canales de distribución. En este caso que el supervisor había entendido como una comercialización de instrumentos financieros, el Tribunal Supremo ha considerado que concurre en este caso una verdadera relación de asesoramiento. Esto conlleva una serie de consecuencias dado que el asesoramiento comporta unos deberes informativos mayores, y por lo tanto en aquellos casos en que no se hayan cumplido esos deberes informativos que consisten en recabar el llamado test de idoneidad, es muy probable que los Tribunales aprecien la concurrencia de un error-vicio en el consentimiento que lleve aparejada la nulidad del contrato y, por tanto, la devolución de las prestaciones que se hubieran intercambiado las partes. No obstante, debe matizarse que el vicio es invalidante cuando recae sobre el objeto principal del contrato, es decir, sobre los riesgos principales del instrumento financiero y también que lo que vicia el consentimiento no es simplemente el incumplimiento de los deberes informativos, sino que debe ser necesario que, valorando las circunstancias del caso concreto, se pueda apreciar una falta de conocimiento del producto por parte del inversor.

Y la segunda sentencia a la que querría referirme es la Sentencia de 9 de mayo de 2013 (núm. de rec. 485/2012). De ella también emanan criterios que pueden exportarse a toda la contratación financiera. Analiza los préstamos hipotecarios con cláusulas suelo y valora la aplicación de la normativa de cláusulas abusivas. El Tribunal Supremo establece que, en la medida en que las cláusulas suelo constituyen el objeto principal de un contrato de préstamo, no cabe aplicar la Directiva de cláusulas abusivas que se refiere únicamente a elemento accidentales del contrato, no a los elementos principales. Sin embargo, sí que es posible aplicar la normativa sobre condiciones generales de la contratación y, por lo tanto, valorar si esas cláusulas son debidamente transparentes para el inversor, y en este caso -y en otros muchos- el Tribunal Supremo considera que no se alcanzaba el debido canon de transparencia porque faltaba información sobre que la cláusula formaba parte del objeto principal del contrato, porque se insertaban como contraprestación a unas

cláusulas techo de manera falsa, dado que esas cláusulas techo nunca iban a ser aplicables, y por otro lado porque no se hacían simulaciones de escenarios diversos que estudiaran cómo iban a evolucionar los tipos de interés.

Además de esta jurisprudencia, también habría que citar, por su relevancia, dos piezas legislativas centrales de la UE en materia de protección al inversor: la Directiva MiFID 2<sup>5</sup> y el Reglamento PRIIPS<sup>6</sup>.

#### 1. Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Se van a destacar aquí únicamente algunos aspectos relacionados con la comercialización de instrumentos financieros, junto con algunos otros más generales pero relacionados igualmente con la protección al inversor.

En primer lugar, la norma otorga nuevos poderes al supervisor, le da la capacidad de prohibir un instrumento financiero directamente; ya no estamos hablando de que sea necesario que la entidad haga advertencias al cliente, sino que el supervisor puede llegar a prohibir ciertos instrumentos financieros o también ciertos servicios y ciertas prácticas (lógicamente, el ejercicio de esta facultad será muy moderado, dado que en otro caso se podría incurrir en un excesivo intervencionismo).

En segundo lugar, otro aspecto de esta norma es que permite una intervención administrativa ex-ante que permite anticiparse a los problemas una vez que se detectan porque –y esto es un juicio personal– la supervisión a priori funciona mucho mejor que la supervisión a posteriori; una vez que se coloca un instrumento financiero en el mercado, es muy difícil reparar los daños que ocasiona a posteriori.

En tercer lugar, otra cuestión nuclear de MiFID 2 es que por primera vez todas estas cuestiones relativas a la comercialización de instrumentos financieros se considera que son una materia reservada al órgano de administración de la entidad intermediaria, es decir, el órgano de administración no podrá alegar ignorancia respecto a la comercialización de un instrumento financiero; esta materia se eleva de rango y pasa a ser competencia del órgano de administración.

La cuarta gran novedad de la MiFID 2 relacionada con la comercialización de instrumentos financieros es la nueva figura del asesoramiento independiente. A partir de ahora, habrá dos tipos de asesoramiento financiero: el asesoramiento independiente y el asesoramiento no independiente, ambos lícitos, pero que en todo caso le deben ser claramente distinguidos al inversor. La razón de esta novedad se debe a que el asesoramiento en Europa está aquejado de ciertos problemas

---

<sup>5</sup> Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

<sup>6</sup> Reglamento 1286/2014, de 26 de noviembre, sobre productos de inversión minorista vinculados y productos basados en seguros.

estructurales cuya mejora requeriría hacer una revolución tan grande en la distribución de instrumentos financieros que se considera inviable y, por ello, se ha recogido una nueva categoría jurídica que es el asesoramiento independiente, que cumple con las buenas prácticas sin prohibir por otro lado el asesoramiento tradicional.

Los datos son bastante significativos: de los 9,5 millones de clientes de servicios de inversión en España, aproximadamente medio millón son clientes de asesoramiento, pero el asesoramiento que reciben se refiere en la mayor parte de los casos a instrumentos financieros que están vinculados a la entidad que presta el servicio o a su grupo. Y, por otro lado, los ingresos que obtiene el asesor no los obtiene directamente de su cliente, sino que los obtiene vía incentivos de terceros (los emisores de los valores sobre los que está asesorando). Esto hace que los conflictos de interés realmente sean muy relevantes en el asesoramiento y que el inversor esté pagando un precio oculto por un servicio, que además tiene efectos financieros sobre su inversión, ya que la calidad del asesoramiento también se resiente, con lo cual el precio es oculto, pero también doble, ya que el inversor paga el incentivo y también paga la mala calidad del asesoramiento prestado. Por todo lo anterior, se ha creado, como se ha dicho, la figura del asesoramiento independiente, que es aquel en el que no se recomiendan instrumentos financieros vinculados a la entidad que asesora y en el que los ingresos se perciben directamente del cliente de manera transparente.

Pero, como se ha dicho, Mifid 2 es una norma muy compleja y tiene otros elementos que influyen en la protección del inversor, aunque no se refieran específicamente a la comercialización de instrumentos financieros. Por ejemplo, se regulan determinadas innovaciones financieras como la negociación algorítmica y el acceso electrónico directo. Determinados operadores introducen un número elevadísimo de operaciones intradía que se van compensando entre sí, con la ayuda de programas y algoritmos informáticos, y lógicamente todo ello con un objeto mercantil. Esta práctica se ha aceptado, pero se ha tratado de regular procurando que no genere anomalías en el mercado y que no perjudique a los inversores minoristas. El acceso electrónico directo es parecido a la negociación algorítmica, pero consiste en que ciertos operadores quieren negociar en las bolsas sin la intervención de los intermediarios financieros e incluso estando físicamente muy próximos a los mercados, puesto que ello les permite actuar con más rapidez.

También se introduce más transparencia en el funcionamiento de los mercados OTC, que es aquella negociación sobre valores que no pasa por un mercado secundario y que, parafraseando a CHRISTINE LAGARDE, debe efectuarse “over the counter, not under the table”. Esta voluntad de transparencia, que también se extiende a los mercados de derivados sobre materias primas, pretende coadyuvar a la resolución de los problemas de volatilidad que sufrieron estos mercados durante la crisis. Finalmente, se trata de fomentar la competencia entre los mercados

secundarios, que tradicionalmente se venían considerando como monopolios naturales.

## 2. Reglamento PRIIPS (Reglamento 1286/2014, de 26 de noviembre, sobre productos de inversión minorista vinculados y productos basados en seguros).

Esta norma regula aquellos productos donde la inversión va referida a un activo que no es objeto de compra directa por parte del inversor. La novedad de esta normativa es que por primera vez es transversal y afecta tanto al sector bancario, como al de seguros, como al de valores. La pieza central de la normativa es el llamado documento de datos fundamentales (*key investor document*), cuyas características se regulan con mucho detalle. Este documento debe hacer una gradación del riesgo del producto. Hay siete niveles de riesgo y una metodología muy concreta para realizar esta gradación y deben incluirse detalles sobre escenarios de rentabilidad, la totalidad de los costes en que incurre el inversor, las opciones que se le ofrecen a lo largo de la vida del producto y también hay instrucciones sobre el momento en que debe ser distribuido este documento.

### III. DERECHO CONCURSAL.

Se va a hablar ahora de la relación entre el Derecho concursal y la protección al inversor. Una reflexión general sería que el Derecho concursal no es adecuado para las entidades financieras, porque son entidades con gran impacto en la economía que manejan dinero y recursos que son de terceros, de modo que se hace necesario otro tipo de procedimientos distintos a los procedimientos judiciales. Son necesarios procedimientos administrativos que sean más rápidos y que afronten las crisis de las entidades financieras de otra manera. Para eso existe la normativa de resolución, y aquí es obligada una mención a la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, que obliga a las entidades a elaborar planes de recuperación y de intervención temprana que permitan superar las crisis y, cuando eso no sea posible, planes de resolución que básicamente implican la venta de los activos de estas entidades y la capitalización de ciertos créditos convirtiéndolos en capital<sup>7</sup>; lógicamente, esto tiene un impacto sobre los acreedores y debe guardarse un equilibrio entre la protección de la salud financiera de las entidades, la protección de los derechos de los inversores y los acreedores e incluso el funcionamiento general de la economía. El hecho de que exista una normativa de resolución no implica que, en determinados casos, como así ha sido en el caso de Banco Madrid, se declare un concurso y se aplique el Derecho concursal; y, en este sentido, puede considerarse preocupante que tras la aprobación de la normativa de resolución bancaria siga aplicándose a las entidades de crédito el Derecho concursal.

---

<sup>7</sup> TAPIA HERMIDA A. J.: “Las líneas básicas de la nueva regulación de las crisis bancarias: la Ley 11/2015”, *Editorial Wolters Kluwer: La Ley Mercantil*, núm. 16, julio-agosto 2015.



Otro aspecto más concreto del Derecho concursal que querría tratar se refiere a cuando una entidad entra en concurso y tiene bienes de un inversor. En ese caso, el inversor, al igual que cualquier otro tercero, puede separar con carácter general los bienes de la masa del concurso. El problema es que, en el sector financiero, el ejercicio del derecho de separación es muy complicado porque se refiere a un bien que es el dinero, que es un bien fungible, y es difícil distinguir qué es de quién; por lo tanto, el derecho de separación es difícil de implementar y en el caso del concurso de Banco de Madrid, por ejemplo, los inversores han tenido problemas para efectuar este ejercicio del derecho de separación a pesar de que eran inversores minoristas merecedores de protección. Ello, no obstante, las inversiones inferiores a 100.000 € están protegidas por los fondos de garantía de inversiones.

Un último aspecto que querría destacar, en materia de Derecho concursal, se refiere a que se han detectado anomalías en el funcionamiento de los repos. Los fondos de inversión invertían sus puntas de liquidez en repos –activos de Deuda Pública que se adquieren temporalmente- porque se consideraba que era una inversión muy segura y que daba cierta rentabilidad al partícipe (hoy en día inferior puesto que los tipos de interés están muy bajos), pero luego se ha visto que cuando una entidad entra en concurso los repos vencen, vuelve la liquidez a la cuenta bancaria y ésta se congela, con lo cual éste es un problema de Derecho concursal que afecta al inversor.

#### IV. GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.

La tercera área que querría destacar es el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, que afecta a la protección del inversor no tanto en su relación jurídica con la entidad intermediaria con la empresa de servicios de inversión o entidad de crédito, sino directamente a la protección del inversor en tanto que accionista u obligacionista de una sociedad emisora. Aquí siempre hay un conflicto entre dos grandes principios, que son la responsabilidad que asumen los administradores por el ejercicio de sus obligaciones y, por otro lado, la necesidad de que una autoridad pública reconozca siempre la discrecionalidad en el ejercicio de estas funciones por parte de los administradores en las materias apropiadas. El punto de partida de toda la normativa de buen gobierno corporativo es la apatía racional del inversor, esto es, se produce un desequilibrio entre el esfuerzo que le requiere a un pequeño accionista implicarse en el ejercicio de los derechos políticos en una entidad y la efectividad que tiene en su control, de tal manera que los directivos y los administradores de estas sociedades cotizadas alcanzan un grado muy importante de autonomía que requiere cierto control<sup>8</sup>.

Durante la crisis también ha habido problemas de gobierno corporativo en las sociedades cotizadas, básicamente en torno a tres cuestiones: la selección de los administradores, que no siempre ha tenido la calidad necesaria; las cuestiones

---

<sup>8</sup> LEÓN SANZ F. J.: “El gobierno corporativo de las sociedades cotizadas”, *Diario La Ley*, Sección Tribuna, núm. 8109, 20 de junio de 2013.

relativas a la remuneración de los administradores; y el control de los riesgos en que incurre una entidad. Se han adoptado en esta materia las siguientes iniciativas:

- 1) Se ha introducido la obligación de aprobar en la junta general de accionistas un informe no vinculante sobre las remuneraciones de los consejeros, en donde se detalle la remuneración de cada uno de ellos.
- 2) En el seno de los consejos de administración, se ha introducido la comisión de auditoría para entidades que no cotizan pero que se consideran de interés público, de tal manera que se ha creado dentro del consejo de administración una comisión de auditoría formada por administradores independientes que tienen que ser expertos en materias contables y que tienen que asegurar que la información contable de estas entidades es correcta.
- 3) También se ha modificado el régimen de impugnación de acuerdos sociales que provenía de la Ley de Sociedades Anónimas y que era quizás demasiado extenso, en la medida en que permitía muchas impugnaciones de acuerdos sociales que realmente no tenían gran relevancia, tratando ahora nuestro Derecho de ser más intenso allí donde es necesario, pero no tan extenso. Y, en este sentido, se ha introducido la necesidad de tener un umbral mínimo del capital social para impugnar los acuerdos sociales, salvo en cuestiones de orden público, y que las infracciones que se denuncien tengan una cierta transcendencia societaria.
- 4) Se han regulado las facultades indelegables del consejo de administración, que debe implicarse necesariamente en las materias estratégicas de la sociedad y en las operaciones de elevada cuantía.
- 5) Se ha completado la regulación de los consejeros independientes, imponiendo su presencia en ciertas comisiones del Consejo, sobre retribuciones, sobre la Comisión de Auditoría, y también imponiendo la figura del consejero independiente coordinador.

#### IV. POSCONTRATACIÓN DE VALORES.

Este es un área bastante desconocida y poco tratada por la doctrina, por su carácter técnico. Señala la Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores que “aunque mucho menos visibles que los mecanismos de la fase de contratación, los engranajes de la poscontratación son igualmente importantes”. La poscontratación viene a ser todo el camino que va desde que finaliza la contratación hasta que se produce el registro de los valores en un registro contable. En España no existe un Registro de la Propiedad de los valores negociables a cargo del Cuerpo de Registradores, sino que el registro de la propiedad de los valores lo llevan directamente las entidades financieras y son ellas las que acreditan la propiedad de

los valores y emiten los oportunos certificados de legitimación.

Se ha realizado una reforma legal en esta materia para tratar de incorporar a los sistemas de compensación y liquidación de valores españoles al sistema T2S del que hablaré más adelante.

Se ha introducido en el funcionamiento de los mercados secundarios oficiales la figura de la entidad de contrapartida central (ECC). Una ECC es una institución que novata las obligaciones que surgen entre las partes cuando se produce una compraventa de valores y se interpone entre las partes, de tal manera que se convierte en comprador del vendedor y en vendedor del comprador. Esto se hace para garantizar el cumplimiento de las obligaciones por ambas partes, es decir, la ECC asegura que todo lo que se ha contratado se va a liquidar, asegura el riesgo de insolvencia de cualquiera de las partes, asegura que el comprador no entregue los valores o que el comprador no entregue el dinero.

La ECC actúa, si se permite la metáfora, como una rotonda, de modo y manera que las calles –que representan en esta metáfora a la actividad de los miembros de la ECC- no se cruzan entre sí, sino que todas confluyen en la rotonda, que es la ECC, y por eso las obligaciones se asumen siempre frente a la ECC. Por otro lado, el hecho de que todas las obligaciones se tengan frente a un mismo sujeto va a permitir compensar las obligaciones de signo contrario, es decir, que si un miembro vende y compra en el mismo día diez acciones de una sociedad esas obligaciones se pueden compensar entre sí ya que todas las obligaciones se dirigen contra la ECC, con lo cual al estar involucrados los mismos sujetos se pueden compensar entre sí y eso hace que no sea necesario liquidar las operaciones, con lo cual el proceso se hace más eficiente y más barato, y esto es algo normal en el resto de la UE y en España no lo era.

Por el tipo de relación que mantienen con la ECC, existen diversos tipos de sujetos: por un lado, tendríamos los clientes; por otro lado, hay miembros de Bolsa que no quieren ser miembros de la ECC y contratan los servicios de un miembro compensador general, que es el que va a asumir el riesgo de las operaciones que introduzca en el sistema este miembro negociador; y, por otro lado, existen los miembros compensadores individuales, que son miembros de la ECC, pero únicamente aseguran sus propias operaciones y las de sus clientes, pero no las de otros intermediarios.

En cuanto al modo en que la ECC garantiza las operaciones, debe decirse que ello se hace recaudando garantías de los miembros, que a su vez podrán recaudar las de los clientes. Estas garantías permiten que cuando una operación falla, existan recursos para gestionar esa incidencia.

Otra novedad importante que se ha introducido en materia de poscontratación de

valores, es que desaparece el aseguramiento en la entrega, es decir, anteriormente a esta reforma, cuando fallaba una operación, se producía una inflación de valores, esto es, los valores se creaban artificialmente por parte del depositario central de valores y luego ya poco a poco se iba resolviendo esa creación artificial. A partir de ahora, será la ECC la que asegura las operaciones y desaparece ese principio de que todo lo que se contratase liquida.

Finalmente, debe mencionarse que se alcanza la plena fungibilidad de los valores, ya que desaparecen unos códigos que se generaban en cada operación que se denominaban referencias de registro, y que singularizaban los valores que tenía cada cliente dentro de una entidad. Estas referencias han desaparecido, de tal manera que puede considerarse que los valores son plenamente fungibles. A partir de ahora el registro de valores se lleva por saldos.

Todo ello tiene algunas implicaciones en relación con la protección al inversor. En primer lugar, se produce una mutualización del riesgo, es decir, las garantías que aportan los clientes responden frente a la ECC por los incumplimientos de cualquier otro cliente que forme parte de la cuenta de ese miembro compensador. Esto supone un cierto riesgo: las garantías de un cliente sirven para atender los incumplimientos de otro, si bien deben hacerse algunos matices: a los clientes minoristas no se les requieren normalmente estas garantías, sino que las comisiones que cobran los intermediarios incluyen este servicio. Otro matiz es que esta mutualización del riesgo se produce solamente frente a la ECC, no frente al miembro al miembro compensador. Éste debe conocer a sus clientes y distinguir quién cumple y quien no cumple; es solamente cuando se produce el concurso del miembro cuando se produce esta mutualización del riesgo.

En segundo lugar, y como no todo lo que se contrata se liquida, cambia la forma de pagar los dividendos, de tal manera que cuando alguien compra una acción pensando en cobrar un dividendo tiene que ser muy consciente de que va a ser necesario comprar los valores cuatro días antes del pago del dividendo, porque, como es posible que su operación no se liquide, el pago de los dividendos se ha organizado de tal manera que no paga el dividendo quien haya contratado una operación sino quien la haya liquidado, y por eso hay ese decalaje necesario de cuatro días.

Finalmente, la gran consecuencia para el inversor es que toda esta reforma se ha implementado para adherirnos al sistema Target to Securities (T2S). Este sistema permitirá que deje de ser necesario que los valores españoles se compren a través del depositario central de valores español (Iberclear). Todos los depositarios centrales de valores de Europa se van a adherir a este sistema T2S y cualquier inversor, a través de su entidad habitual, va a poder comprar cualquier valor europeo. Se permite, incluso, la figura del participante directo, que es una entidad de crédito o empresa de servicios de inversión que tiene acceso directo a la plataforma T2S y

puede contratar en T2S directamente, sin la mediación de ningún depositario central de valores, si bien seguirá teniendo cuenta en el depositario central de valores desde el punto de vista contractual, pero operativamente puede actuar directamente en T2S. El sistema T2S está gestionado por el Banco Central Europeo y liquida las operaciones en dinero del Banco Central, circunstancia ésta que en España no es novedosa, pero sí importante en la medida en que los bancos centrales no concursan.

## BIBLIOGRAFÍA

AKERLOF G.: *Animal Spirits. Cómo influye la psicología humana en la economía*, Gestión 2000, 2009.

COASE R. H.: *The Institutional Structure of Production*, Discurso de la ceremonia de los premios Nobel, 1991.

LEÓN SANZ F. J.: “El gobierno corporativo de las sociedades cotizadas”, *Diario La Ley*, Sección Tribuna, núm. 8109, 20 de junio de 2013.

TAPIA HERMIDA A. J.:

- “Las líneas básicas de la nueva regulación de las crisis bancarias: la Ley 11/2015”, *Editorial Wolters Kluwer: La Ley Mercantil*, núm. 16, julio-agosto 2015.
- “Nueva jurisprudencia sobre comercialización de instrumentos financieros Complejos”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 134, Abril-Junio 2014.

