

ACOTACIÓN DEL DERECHO DE LOS MERCADOS DE “VALORES” E “INSTRUMENTOS FINANCIEROS” EN TIEMPOS DE CAMBIO

(SUPERVISIÓN, TRANSPARENCIA Y NUEVOS PRODUCTOS FINANCIEROS) ⁽¹⁾

ANDRÉS RECALDE CASTELLS

*Catedrático de Derecho mercantil
Universidad Jaume I Castellón (España)*

RESUMEN

La crisis financiera afecta a alguna de las columnas en que se sostenía la Ley del Mercado de Valores. La Ley se inspira en antecedentes estadounidenses para acoger un modelo liberal en la emisión y negociación de las inversiones, que se equilibra con rigurosos deberes de transparencia. Frente a otros sectores de los mercados financieros, como el bancario o el de seguros, su objeto eran los valores negociables. A este concepto se le pretendió dotar de una función sistemática que serviría para ordenar el Derecho del mercado de valores y delimitar el ámbito de su específica supervisión. Pero el intento fracasó notoriamente. Al amparo de la innovación, se crearon productos financieros que no siempre se ajustaban a la noción más extendida de valor negociable, una laguna que el nuevo concepto de instrumento financiero no pudo cubrir. Esos nuevos productos eran, además, tan complejos que ni los inversores ni, a veces, los mismos emisores conocían su contenido. Las deficiencias de los conceptos de valor negociable y luego de instrumento financiero resaltan su inutilidad. Pero también producen incertidumbre sobre la delimitación de la securities regulation y la procedencia de una distribución sectorial en la estructura de la supervisión financiera. En fin, hoy igualmente se pone en entredicho la confianza en la transparencia informativa, como técnica exclusiva de defensa de los inversores. Por ello se promueve en ocasiones una vuelta a la determinación típica (legal) de las técnicas de captación de recursos o, al menos, la prohibición de algunos nuevos productos.

ABSTRACT

The financial crisis has interfered with some of the foundations of the Securities Market Act. The Act drew inspiration from the American precedents, and it established a liberal model both to the issue of securities and trading through of investments services, counterbalanced with severe disclosure requirements. In front of other financial markets, such as banking and assurances, the subject-matter of the Act was securities. It was intended to provide a concept of security with a systematic function, so that it would apply to general securities regulation. The attempt turned out to be a failure. New financial products emerged, that did not fit into the generally accepted notion of security. Moreover, these products were so complex that nor investors not even sometimes issuers were able to know their content. An inadequate and uselessness concept of security (the same can be said of the new concept of “financial instrument”) have led to uncertainty concerning the delimitation of securities regulation, as well as to proposals of restructuring financial supervision. At the same time, mandatory disclosure, as the unique instrument to protect investors’ interest, is called into question. That explains some new propositions for a legal pre-determination of the technical issues to raise public investments, or, at least, the prohibition of some new products.

⁽¹⁾ Proyecto de investigación SEJ 2007-68021/JURI financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación. Este estudio se ha escrito para los estudios en homenaje y memoria del profesor Aníbal Sánchez Andrés.

Palabras clave: Mercado financiero, mercados de valores, crisis financiera, valor negociable, instrumento financiero, transparencia, supervisión financiera.

Key words: Financial market, securities markets, financial crisis, security, financial instrument, disclosure, financial supervision.

SUMARIO

- I. SENTIDO Y FINES DEL “DERECHO DEL MERCADO DE VALORES”.
 - II. MERCADOS FINANCIEROS Y DERECHO DEL MERCADO DE VALORES: EL SENTIDO ORDENADOR DEL CONCEPTO DE “VALOR NEGOCIABLE”.
 - III. EL CONCEPTO DE VALOR NEGOCIABLE.
 1. Valor negociable y valor mobiliario.
 2. ¿Es posible un concepto único de valor negociable?
 3. Los caracteres del “valor negociable”.
 4. La función de la “cláusula general” en la definición de valor negociable.
 - IV. ATIPICIDAD Y PRINCIPIO DE LIBERTAD DE EMISIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES.
 - V. DEL “VALOR NEGOCIABLE” AL “INSTRUMENTO FINANCIERO”.
 - VI. DELIMITACIÓN DE LOS DIVERSOS SECTORES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SUPERVISIÓN.
 - VII. TRANSPARENCIA IMPERATIVA O TIPIFICACIÓN DE LAS FORMAS DE EMISIÓN DE INSTRUMENTOS Y PRODUCTOS FINANCIEROS.
-

I. SENTIDO Y FINES DEL “DERECHO DEL MERCADO DE VALORES”

El Derecho del mercado de valores busca garantizar la estabilidad y la confianza de los inversores en los mercados financieros, que son las condiciones para que estos puedan desarrollar eficazmente su función de herramienta de financiación de las empresas. En los mercados primarios éstas captan recursos (ahorros) de los inversores y, a cambio, les reconocen derechos cuyo contenido resulta de los rendimientos que produce su actividad. Los mercados secundarios permiten negociar esas inversiones; la facilidad para desinvertir atrae también a los ahorradores. La confianza en estos mercados se sustenta en que los precios (las cotizaciones) de las inversiones se determinan objetivamente con criterios económicos⁽²⁾.

⁽²⁾ SIEMS, “The Foundations of Securities Law”, *EBLR*, vol. 20, 2009, 141, y en <http://ssrn.com/abstract=1089747>, de donde se cita.

La aprobación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) en 1988 colocó los cimientos de un modelo ordenador basado en los principios que en los EE.UU., después de la crisis financiera de 1929, inspiraron la *securities regulation* radicalmente distintos de los del Derecho bursátil de los códigos de comercio del siglo XIX. El nuevo modelo se basaba preferentemente en la imposición a las empresas del deber de difundir una amplia información (*mandatory corporate disclosure*), que permitiría a los inversores conocer la situación económica y financiera de la empresa y su evolución. La imposición imperativa de estos deberes de transparencia se justifica en la necesidad de que quienes pretenden captar recursos económicos de los ahorradores hagan públicos datos que no revelarían de manera espontánea cuando son negativos o pueden perjudicarles frente a la competencia⁽³⁾. Aunque en algún momento se cuestionara la legitimidad de la obligación legal de difundir la información financiera y contable⁽⁴⁾, hoy se considera de manera generalizada imprescindible. Por otro lado, el deber legal de transparencia se ha ido extendiendo a datos que no se limitan a la estructura financiera pero que pueden influir en la formación de los precios de cotización.

Junto a la información, la otra columna del modelo se situaba en un fuerte entramado institucional, basado en un organismo supervisor (*Securities and Exchange*

(3) Para los caracteres del modelo de *full disclosure* vid. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, 2.^a ed. Boston/Toronto, 1988, 25 y ss.; CLARK, *Corporate Law*, Boston/Toronto, 1986, 712, esp. 719 y ss.; PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milán 2003, 12 y ss.; en España SÁNCHEZ ANDRÉS, voz “Derecho del mercado de capitales”, *EJB*, Madrid, 1995, 2271; id., “Contabilidad y mercado de valores: sobre la conveniencia de una información contable imperativa”, en AA.VV., *Estudios hom. Cubillo Valverde*, Madrid, 1999, 557 y ss., y en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid, 2008, 553 y ss. (de donde se cita); FARRANDO MIGUEL, “El concepto de ‘valor negociable’”, en *Estudios hom. Menéndez*, I, Madrid, 1996, 1206 y ss.; id., “La reforma del mercado primario de valores español”, *Noticias UE*, núm. 285, 2008, 73; MARTÍNEZ FLÓREZ, “El ‘status quaestionis’ sobre el ‘insider trading’ en el Derecho federal de los Estados Unidos” *RDM*, núm. 202, 1991, 797 y ss.; id., “En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores”, *Estudios hom. Menéndez*, Madrid, 1996, III, 3355 y ss.

(4) La rechazaban quienes partían de la hipótesis de la eficiencia y racionalidad de los mercados de capitales (*Capital Markets Efficiency Hypothesis*), es decir, de su capacidad para generar información y trasladarla a los precios (p. ej. GILSON/KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency”, 70, *Va. L. Rev.*, 1984, 604 y s., 619 y ss.; aunque luego admitieron la *naiveté* de alguno de sus presupuestos; GILSON/KRAAKMAN, “Revisiting the Mechanisms of Market Efficiency: The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, 28, *Iowa J. Corp. L.*, 2003, 715, y en <http://ssrn.com/abstract=462786> —de donde se cita—, 36 y s); en España GARCÍA DE ENTERRÍA, “Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación a *Securities Law* de los Estados Unidos”, *RDM*, núm. 193-194, 1989, 653 y ss. Según esta hipótesis, los incentivos que genera el mercado y los mecanismos privados de *enforcement* (*gatekeepers* como auditores contables, agencias de *rating*, asesores financieros y bancos de inversiones) producen, verifican y diseminan la información, si no quieren poner en peligro su capital reputacional. Los fundamentos en que se basa la hipótesis de los mercados de valores eficientes se refutan en COFFEE/SALE, “Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?”, *Working Paper* núm. 342, noviembre de 2008, <http://www.law.columbia.edu/lawec/>; la misma ciencia económica cuestiona hoy el presupuesto de esta teoría: que la acción de los seres humanos siempre responden a una racionalidad económica, entendida como búsqueda de la satisfacción de intereses egoístas, pues las decisiones económicas reflejan a menudo motivaciones psicológicas irracionales (AKERLOF/SHILLER, *Animal Spirits*, 2009, trad. al español, Barcelona, 2009).

Commission —SEC— en EE.UU., o la Comisión Nacional del Mercado de Valores —CNMV— en España) con competencias para la producción de normas, vigilancia de los mercados, garantía del cumplimiento de las obligaciones legales y sancionatoria de prácticas irregulares. Como dice nuestra Ley, a la CNMV se le encomienda velar “*por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines*” (art. 13 LMV).

Desde 1988 han transcurrido más de veinte años y muchas cosas que no pueden dejar de suscitar alguna reflexión sobre el modelo. Conocida es, sobre todo, la reiteración de escándalos y crisis financieras de los años recientes. La última crisis, la que se produjo al final del verano de 2008, ha alcanzado dimensiones que no se conocían desde 1929. Como se sabe, se origina en los EE.UU. con la propagación de impagos de hipotecas *subprime* que se habían concedido a deudores de solvencia inadecuada. La intención de los titulares de estos activos crediticios de cubrir sus riesgos titulizando las carteras de préstamos tuvo un efecto expansivo⁽⁵⁾. La crisis la provocan sobre todo, los bancos de inversión, para extenderse luego al conjunto del mercado financiero y, al final, a toda la economía⁽⁶⁾.

II. MERCADOS FINANCIEROS Y DERECHO DEL MERCADO DE VALORES: EL SENTIDO ORDENADOR DEL CONCEPTO DE “VALOR NEGOCIABLE”

Los mercados financieros son los “lugares” de encuentro entre quienes necesitan recursos económicos y los que tienen un superávit de éstos. Comprenden tres sectores —el bancario, el del seguro y los mercados de valores—, todos ellos sometidos a estricta supervisión. Los criterios de delimitación entre unos y otros son lábiles, aunque preferentemente atendían a los productos o bienes negociados en cada sector.

(5) KÜBLER, “Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefung-Ursachen und Herausforderung”, *Fest Schwark*, Munich, 2009, 499 y ss. La incidencia sobre los suscriptores de los bonos (que no se limitó a inversores profesionales) era lógica, ya que sus rendimientos provenían de los flujos de caja por pagos realizados por unos deudores de préstamos hipotecarios con solvencia insuficiente (CAPRIGLIONE, “I ‘prodotti’ di un sistema finanziario evolutivo. Quali regole per le banche”, *BBTC*, 2008, 20 y ss.). Estudios económicos recientes demuestran que los impagos de préstamos hipotecarios aumentaron en aquellas regiones de los EE.UU. en que se generalizó la titulación, con un efecto de *moral hazard*. Los titulares de préstamos, una vez que eran empaquetados y vendidos a una *special purpose entity*, perdían todo incentivo en garantizar el cumplimiento de los créditos (*vid.* COFFEE, “What went wrong? An initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis”, *J.Corp.L.St.*, abril de 2009, 1; COFFE/SALE, “Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?”, Working Paper núm. 342, noviembre de 2008, <http://www.law.columbia.edu/lawec> 19). Esa omisión era la consecuencia de una de las notas que caracterizaba al régimen de la titulación: la exoneración de responsabilidad del creador de los títulos. Cualquiera conocedor de los fundamentos del Derecho cambiario entendía la racionalidad interna del art. 57 LCCh (norma que establece la responsabilidad solidaria de los firmantes de una letra) o de la garantía de la solvencia del deudor que refleja la cláusula “salvo buen fin” en el contrato de descuento. Sin embargo, “ingerieros financieros” y legisladores lo olvidaron en operaciones que respondían a una lógica económica parecida.

(6) ROSSI, “Crisi del capitalismo e nuove regole”, *Riv. Soc.* 2009, 929 y ss.

A la Ley de 1988 se la llamó del mercado “de valores” y su artículo 2 pretendía delimitar el ámbito de su aplicación en función de esos productos, a los que se referían estos mercados: “*los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones*”. En definitiva, al término “valor negociable” se le quiso dar una función sistemático-ordenadora.

La mayor parte de los autores definieron el concepto de valor negociable desde los caracteres que la Ley ofrecía y, sobre todo, de los que, poco después, incluyó el art. 2 del RD 291/1992, regulador de las emisiones y las ofertas públicas de ventas de valores⁽⁷⁾. En estas propuestas el valor negociable aparecía como un concepto cerrado, de forma que, en ausencia de alguno de los caracteres de la definición, debería excluirse tal calificación. Se afirmó, además, que ese concepto de valor negociable se aplicaría a todos los ámbitos que integran la Ley: emisiones en mercados primarios, negociación en los mercados secundarios, OPAs, régimen de los inversores institucionales, empresas de servicios de inversión, normas de conducta, supervisión y sanción, fondo de garantía de inversiones, confidencialidad y deberes de información, etc. Con la noción de valor negociable “se dotaría de *unidad al completo corpus iuris que llamamos Derecho del Mercado de Valores*”, porque el centro de gravedad del sistema se situaba en el “*producto*” negociado en estos mercados, que actuaría como “*núcleo ordenador*”⁽⁸⁾.

Consecuencia de la imposición de esa concepción estricta del valor negociable fue la reforma de la Ley 37/1988, que introdujo en el art. 2 LMV un nuevo término: el de instrumento financiero. Con ello parecía ampliarse el ámbito material de la ley. Sin embargo, la reforma no impidió nuevos intentos por ofrecer un concepto unitario y global de valor negociable⁽⁹⁾. La Ley 47/2007 modifica de nuevo el precepto. Aunque la Ley conserve el nombre (“Ley del mercado de valores”), cambia el referente que la delimita; ya no es el valor negociable, sino el instrumento financiero, del que el valor negociable sería una modalidad o clase.

(7) SÁNCHEZ ANDRÉS, voz “Valor negociable”, *EJB*, Madrid, 1995, 6797, y *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid, 2008, 651 y ss. (de donde se cita); SÁNCHEZ CALERO, “Comentario del art. 2”, en Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, Madrid, 1995, 26, 38 y ss.; ZUNZUNEGUI, *Derecho del mercado financiero*, 2.ª ed., Madrid, 2000, 23: el Derecho del mercado de valores se caracteriza por ser un ordenamiento de tipo objetivo “*que se concentra en los valores negociables*”, lo que permite distinguirlo del Derecho del mercado de crédito, que es un “*Derecho profesional que tiene por objeto las entidades de crédito y su actividad*”. Pero luego no ofrece criterios seguros para delimitar los “objetos” sometidos al régimen del mercado de valores y los que son objeto de negociación en los mercados financieros de crédito.

(8) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, *RDBB*, núm. 99, 2005, 7 y ss., y en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid, 2008 (de donde se cita): las referencias literales del texto en 661, 672 y 676, entre otros lugares.

(9) Así, aunque coincidía con nosotros en aspectos fundamentales, SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996, 42, 58 y ss. y 75. A veces nuestras tesis no merecieron especial consideración, p. ej. FERNÁNDEZ PÉREZ, *La protección jurídica del inversor*, Cizur Menor, 2000, 62 y ss.; más atenta LÓPEZ SANTANA, *RDBB*, núm. 88, 2002, 75 y ss., 79, 102, n. 47.

Antes, nosotros habíamos cuestionado tanto las interpretaciones restrictivas del valor negociable como su aptitud para delimitar toda la *securities regulation*⁽¹⁰⁾. El núcleo central de nuestra propuesta era que la Ley no ofrecía una noción única de valor negociable que sirviera para delimitar todo el Derecho del mercado de valores. El valor negociable se resistía a una definición cerrada; era un tipo teleológicamente ordenado. Como era diferente la función de la regulación en cada sector, también la definición de valor negociable tendría necesariamente caracteres propios en cada caso⁽¹¹⁾. En particular, debía rechazarse una extensión fuera del ámbito del mercado primario de la definición del art. 2 RD 291/1992, algo que encontraba apoyo en que la misma norma comenzaba por delimitar su ámbito “*a los efectos del presente real decreto*”.

Aunque nuestra tesis no mereció, por lo general, una consideración especialmente atenta⁽¹²⁾, un año antes de su fallecimiento el profesor SÁNCHEZ ANDRÉS escribió un extenso artículo en el que puntualmente consideraba aquellos argumentos. Estas páginas se ofrecen a modo de respuesta a la atención que nos dedicó Aníbal Sánchez, desde el cariñoso recuerdo personal, el respeto y la admiración profunda hacia un profesor universitario ejemplar.

Pero también se escriben desde la convicción de que nuestro planteamiento de fondo recobra interés cuando hoy alguno de los fundamentos del Derecho del mercado de valores se ponen en cuestión. Las dificultades para delimitar la supervisión de los mercados de valores y su regulación en función de la definición que se ofrecía del producto negociado (el valor negociable —*infra* 3— y luego el instrumento financiero, *infra* 5), han conducido a que algunas propuestas académicas y políticas pretendan superar el acotamiento de la regulación en cada uno de los sectores de los mercados financieros, y consideren preferible atender a la función de ese régimen (de control prudencial o de conductas) (*infra* 6). Por otro lado, al amparo de la libertad para crear instrumentos financieros (*infra* 4) aparecieron productos de inversión (derivados, bonos titulizados) a los que generalizadamente se han atribuido efectos nocivos sobre el conjunto del sistema financiero y sobre la economía; ello ha llevado a cuestionar también otra de las columnas vertebrales de la *securities regulation*: la de que los riesgos anudados a la captación pública del ahorro pueden compensarse con transparencia (*infra* 7).

(10) RECALDE, “Los valores negociables”, en Martínez Simancas-Alonso Ureba, *Derecho del Mercado financiero*, I.2, Madrid, 1994, 265, 273 y ss.; desarrollado en RECALDE, “Los ‘valores negociables’ ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores?”, *RDBB*, núm. 74, 1999, pp. 95, y en Martínez Simancas-Alonso Ureba (dirs.), *Instituciones del mercado financiero*, V, Madrid, 1999, 2573 (que es la publicación que se cita).

(11) ASSMANN, en Assmann/Schneider, *WpHG Kommentar*, 5. Aufl., Colonia 2009, § 2 Rdn. 5 y 6.

(12) Expresamente a favor GONZÁLEZ CASTILLA, *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia, 1999, 217 y ss., 227 y s.

III. EL CONCEPTO DE VALOR NEGOCIABLE

1. Valor negociable y valor mobiliario

Como advertimos, nuestra crítica se proyectaba, en primer lugar, sobre los caracteres que se utilizaban para definir el valor negociable. Advertíamos, así, que el concepto no debería venir delimitado por rasgos o propiedades que remitían al Derecho especial de los títulos-valores o, luego, al de las anotaciones en cuenta. De ahí la necesidad de distinguir el concepto de “valor negociable”, al que se refería la LMV⁽¹³⁾, del de “valor mobiliario”, que acogía el art. 51 de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA) en 1989.

La de valor mobiliario era una expresión que se remonta a la tradición francesa, con la que se hace referencia a documentos emitidos en masa, relativos a derechos accionariales o de crédito con vencimiento a largo plazo (privados o públicos), con una función de inversión y que son objeto de negociación en las bolsas. Rechazando una explicación unitaria de los títulos-valor, estos documentos se diferenciarían de los títulos emitidos singularmente con fines de pago o crédito y vencimiento a corto plazo (efectos de comercio)⁽¹⁴⁾.

Un autorizado sector de la doctrina española entendió que la tradicional expresión de valor mobiliario, que recogió la LSA en 1989, era asimilable al término valor negociable que poco antes había aparecido en la LMV⁽¹⁵⁾. Por tanto, la conclusión debería ser que, cuando aquélla califica a las acciones como valores mobiliarios si se representan en títulos-valor o anotaciones, también se invocarían las normas del Derecho del mercado de valores que se apoyan en la noción de valor negociable.

(13) También FARRANDO MIGUEL, “El concepto de ‘valor negociable’”, en *Estudios en homenaje al profesor Menéndez*, 1213, 1217 y ss., refiriéndose al intento configurar un *supraconcepto* de *valor negociable* como categoría que acota la “cultura de la transparencia” del Derecho del mercado de valores.

(14) EIZAGUIRRE, *Derecho de los títulos-valor*, Madrid, 2003, 56; GARRIGUES, *Tratado de Derecho mercantil II*, Madrid, 1955, n. 16. Para los orígenes del concepto de “valor mobiliario” CHIONNA, *Le forme dell’investimento finanziario* (reimpr.) Milán 2008, 9 y ss.

(15) SÁNCHEZ CALERO, «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en Verdera y Tuells (coord.), *El nuevo mercado de valores*, Bolonia/Zaragoza, 1993, 89 ss., 95; íd., *Régimen jurídico de las Emisiones y ofertas públicas de venta (OPV) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, 36; EIZAGUIRRE, «El régimen de las acciones: documentación y transmisión», en VV.AA., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991, 74; URÍA-MENÉNDEZ-GARCÍA DE ENTERRÍA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, I, 2.ª ed., Madrid, 2006, 866 y s.; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, 153; CACHÓN, “Análisis jurídico de los conceptos de ‘valor negociable’ e ‘instrumentos financiero’”, *RDM*, núm. 221, 1996, aunque la identificación se establece con matices; también RDGRN de 3 de febrero de 1999. Una correcta exposición de las posiciones doctrinales en relación con la asimilación o diferenciación entre valor negociable y valor mobiliario en LÓPEZ SANTANA, *RDBB*, núm. 88, 2002, p. 75 y 101, n. 47.

Sin embargo, cada uno de estos términos posee un significado propio e independiente⁽¹⁶⁾. A favor de esta diferenciación podría utilizarse un simple argumento formal: si en un período de menos de un año la Ley utiliza dos términos —valor negociable en la LMV de 1988 y valor mobiliario en la LSA de 1989—, un correcto criterio hermenéutico permitiría presumir que se quiso dotar a cada uno de ellos de un significado diferenciado.

Pero a la misma conclusión conduce una interpretación de ambos términos desde los sistemas normativos en los que se insertan y desde la función de protección de esos sistemas. La Ley española utiliza el término valor mobiliario con un preciso significado que permite percibir el fin que subyace en el régimen al que hace referencia. En efecto, la categoría es referible a las acciones (y a las obligaciones) en la medida en que éstas se representen mediante títulos-valor o a través de anotaciones en cuenta. En definitiva, la calificación de la acción como valor mobiliario responde a la ordenación, en un plano de coordinación, de las relaciones entre titulares y emisores de las acciones y, en su caso, entre quienes las transmiten y las adquieren⁽¹⁷⁾. Los intereses que se atienden son los que surgen entre quienes se ven afectados por el ejercicio de derechos accionariales (relaciones entre el accionista y la sociedad) o en su circulación (transmisor y adquirente). Por tanto, cuando se invoca un especial régimen de circulación y ejercicio de derechos patrimoniales —el de los títulos-valor o el de las anotaciones en cuenta— nos situamos en el puro ámbito del Derecho privado.

En cambio, el valor negociable que se inserta en (y acota) la normativa reguladora del mercado de valores (*securities regulation*) sólo indirectamente se ocupa de intereses particulares (de los inversores) y de las relaciones entre éstos. La LMV hace referencia, más bien, a una regulación que preferentemente busca satisfacer intereses generales. Su objetivo es complementar y corregir los fallos de los mercados para que estos puedan cumplir las funciones que se les atribuye en el sistema financiero. Se

(16) RECALDE, “Los valores negociables”, 272 y ss.; íd., “Los ‘valores negociables’ ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores?”, pp. 2523 ss.; íd., en Arroyo/Embid, *Comentarios LSA*, 2.ª ed., Madrid, 2009, 539; en la misma línea FARRANDO MIGUEL, “El concepto de ‘valor negociable’”, 1213; SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, 42; PÉREZ MILLÁN, “La transmisión de acciones representadas mediante títulos-valores”, *RDM*, núm. 264-265, 2007, 413, 420, n. 18, constata la distinción sin pronunciarse; también DOMÍNGUEZ GARCÍA, “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico”, en AA.VV., *Estudios hom. prof. Menéndez*, Madrid, 1995, II, 1542 y 1644, aunque desde notas cerradas que acotarían ambos conceptos y no por la función distinta que cumplen en el sistema.

(17) A pesar de la preponderancia que en la actualidad posee la regulación institucional del mercado nada obsta a la necesidad de considerar el valor como “bien” sobre el que se proyectan los negocios de mercado y regular la circulación de ese bien. En efecto, pese a reconocer la importancia de los problemas del mercado (“por motivos más bien económicos que conceptuales”), el estudio de los títulos-valor no queda privado de contenido; el mismo fenómeno de la desmaterialización demuestra la vitalidad de esta perspectiva clásica (LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milán, 1999, 5 y ss.).

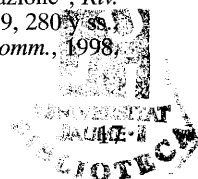
sitúa, en definitiva, en la órbita de un Derecho que se ocupa de establecer el marco ordenador de los mercados y de la actividad de quienes actúan en ellos⁽¹⁸⁾.

La asimilación de ambos conceptos o la definición de los valores negociables con notas o caracteres que son propios del régimen jurídico-privado que regula los títulos-valores (o las anotaciones en cuenta) constituyen errores sistemáticos que oscurecen el sentido y fines de protección de cada rama. Pero la creación de una relación biunívoca conlleva también el riesgo de facilitar la elusión de una normativa (la de la *securities regulation* prevista para la captación de recursos en el mercado primario) cuyo ámbito, en consideración a los objetivos e intereses generales que atiende, no puede depender de la utilización de un modo u otro de representación de los derechos. En efecto, si la noción de valor negociable se construye desde los caracteres de los títulos-valor o de las anotaciones en cuenta, la aplicación de las normas que ordenan los mercados de valores podría evitarse representando los instrumentos financieros con estructuras diferentes a las de aquellos. Y la cuestión no es baladí cuando, como se sabe, el problema principal al que trata de hacer frente la definición de valor negociable es determinar los casos a los que debe aplicarse el régimen de oferta pública en los mercados de valores.

No pretende negarse que acciones y otros valores mobiliarios a menudo sean valores negociables y, en consecuencia, que deban someterse a las normas que ordenan, desde una perspectiva institucional, los mercados de valores. O, incluso, que el término valor negociable en ocasiones dependa del régimen especial de circulación de derechos que se ocupa de los títulos, antes, o de las anotaciones en cuenta, ahora. Así ocurre con los valores negociables para los que se solicita la admisión a cotización en mercados secundarios, para los que es ineludible una representación mediante anotaciones contables (art. 9.3 RD 1310/2005), como condición para estimular la liquidez que se pretende garantizar con estos mercados. Pero, fuera de ese ámbito (y, en particular, en el mercado primario) no puede haber una correlación entre el concepto sobre el que se construye la *securities regulation* (valor negociable) y el que conlleva la aplicación de los regímenes especiales de ejercicio y circulación de derechos propios de los títulos-valor o de las anotaciones (valor mobiliario)⁽¹⁹⁾. La mejor demostración es que hay acciones de sociedades anónimas que no pueden calificarse como valor negociable, ni les son aplicables las normas de los mercados de valores. Basta con referirse, por ahora, a las acciones de las sociedades anónimas especiales cuya emisión no se somete a las normas que obligan a publicar un folleto; y tampoco se pueden

(18) GONDRA, *Derecho mercantil, I, Introducción*, Madrid, 1992, 101; RECALDE, “Los ‘valores negociables’”, 2525 y ss.

(19) Estas ideas aparecen en la doctrina italiana al distinguir los supuestos sometidos al Derecho de títulos de la noción de “valor mobiliario” con la que se delimita el régimen del mercado de valores (SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, 105 ss.; id., “La circolazione della ‘ricchezza assente alla fine del millennio’”, *BBTC*, 1999, 408; id., voz “Titoli atipici”, en *Enciclopedia Giuridica Treccani*, XXXI, Roma, 1994, 10; id., “Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio”, *BBTC*, 1986, 13; FENGHI, “Emissione di valori mobiliari e diritto all’informazione”, *Riv. Soc.*, 1983, 478, 489; CARBONETTI, “Che cos’è un valore mobiliare”, *Giur. Comm.*, 1989, 280 y ss.; SALAMONE, “La nozione di ‘strumento finanziario’ tra unità e molteplicità”, *Riv. Dir. Comm.*, 1998, 734).



considerar valores negociables, para ser admitidas a negociación en un mercado secundario de valores, las acciones sometidas a restricciones en su transmisibilidad (art. 9.4 del RD 1310/2005).

2. ¿Es posible un concepto único de valor negociable?

El Derecho del mercado de valores tiene una indiscutible impronta estadounidense. Allí nace como respuesta a la crisis financiera de 1929 y se apoya en dos leyes: la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934. Una y otra tienen fines y ámbitos diferenciados. Sólo en la primera, que regula las operaciones de oferta pública en el mercado, se incluye una noción normativa de *security*, cuando pretende delimitar los productos a cuya “venta” se debe aplicar la Ley. Era, además, una norma que posteriormente fue objeto de precisión en sucesivas *releases* de la SEC y en decisiones judiciales⁽²⁰⁾. En cambio, en la *Securities Exchange Act* los conceptos de *stock*, *notes*, *financial instrument* o *investment contract* conviven sin pretensión ordenadora. En todo caso, en el Derecho estadounidense no hay un concepto único de *security* que delimite la materia de la que se ocupan ambas leyes⁽²¹⁾. Y en ambos sectores se constata una tendencia a ampliar el campo de la materia regulada hacia nuevos productos de inversión surgidos al amparo de la “innovación financiera”.

En España, sin embargo, mayoritariamente se entendió que era factible delimitar de manera objetiva el Derecho del mercado de valores a partir de la referencia del art. 2 LMV al valor negociable y de su posterior desarrollo reglamentario. El concepto de valor negociable serviría para acotar la Ley frente a los demás sectores del sistema financiero (bancario o seguros) y con él se agruparían, bajo una definición común y única, todos los ámbitos y materias de los que ésta se ocupa: emisiones en mercados primarios, negociación en mercados secundarios, OPAs, inversores institucionales, régimen de las empresas de servicios de inversión, normas de conducta, supervisión y sanción, fondos de garantía de inversiones, deber de información, etc. Por tanto, la

⁽²⁰⁾ Con relación al término *security* tiene un especial interés la ampliación de la materia “regulada” que causó la aparición del término *investment contract* y del *test* que al efecto se estableció en el *leading case* “SEC v. W.J. Howey Co.” de 1946 (LOSS/SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, 5.ª ed., Nueva York, 2004, 246 y ss.; HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 4.ª ed., St. Paul, Minn., 2004, 37 y ss.; SONDERQUIST/GABALDON, *Securities Regulation*, 5.ª ed., Nueva York, 2003, 134).

⁽²¹⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 663. Para el valor descriptivo —desprovisto de un efecto ordenador— del término *security* vid. FARRANDO, est. cit., 1218 y s. Otros países experimentan, en igual sentido, una evolución de su Derecho que acota de manera autónoma los diversos sectores regulados: para el Derecho belga el art. 4 § 1 de la Ley de 21 de junio de 2006 incluye una mera enumeración descriptiva de los *valeurs mobilières*, *instruments de placements* y productos asimilables que pueden ser objeto de una *offre publique*; para Alemania, con algún matiz, vid. § 2 *Wertpapierhandelsgesetz* (AS-SMANN, *WpHG Kommentar*, § 2 Rdn. 5 y 6); la discusión sobre la existencia de una única noción general de valor mobiliario frente a la tesis de una pluralidad de nociones autónomas es particularmente intensa en la doctrina italiana (para las diversas posiciones, últimamente, CHIONNA, *Le forme dell’investimento*, 2, n. 2).

previsión del art. 2 LMV dotaría de “*unidad institucional al sistema*” pues la “*noción de ‘valor’ que maneja la Ley (sería) (...) básicamente unitaria*” (22).

Aunque la exposición de motivos dijera que “*la ley reposa sobre el concepto de ‘valores’ o, para mayor precisión, de valores negociables*”, el articulado no siempre resultaba coherente con tal afirmación. Y, en todo caso, no había una clara justificación para extender el concepto establecido en el desarrollo reglamentario de las normas del mercado primario a los demás ámbitos que integran el Derecho del mercado de valores. Como los fines de protección de la ordenación en cada uno de ambos ámbitos son heterogéneos, el concepto de valor o valor negociable que se utilizaba en cada uno también tenía que ser diferente. Aquí bastaría con recordar que a los efectos del régimen de OPAs los “valores” relevantes son los que atribuyen a su titular el derecho de voto, siendo este aspecto indiferente en la prohibición de operaciones de iniciados sobre información privilegiada sobre “valores” o para los casos en que un Fondo de Garantía de Inversiones debe cubrir la falta de entrega de dinero o de “valores” a consecuencia de la insolvencia de una Empresa de Servicios de Inversión.

3. Los caracteres del “valor negociable”

Más allá de una referencia económica genérica a su consideración como un “*bien de segundo grado*” (23), el valor negociable es un concepto estrictamente jurídico. No se trata, por tanto, de una noción empírica sobre la que el Derecho se proyecte. El valor negociable es relevante para su diseño ordenador en el sentido en el que la Ley lo define y establece su disciplina (24). Según la opinión más autorizada, el art. 2 LMV y el art. 2 del originario reglamento de emisiones (RD 291/1992) señalaban los rasgos relevantes de un valor negociable: patrimonialidad, carácter circulante, aptitud para generar mercados de funcionamiento público y permanente (*marketability*) y sustituibilidad (*fungibilidad*) (25).

La *patrimonialidad* hacía referencia al contenido de los derechos de los valores (pretensiones crediticias o relaciones participativas en sociedades o en fondos patri-

(22) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 664.

(23) Es decir, cuyo valor no radica en el uso o disfrute del derecho sino que depende de los rendimientos del emisor (GIRÓN, *Coloquios sobre derecho bursátil*, Bilbao 1970; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 680 y s.).

(24) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 662.

(25) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 683. Mientras tanto, en la doctrina alemana se construye el concepto a partir de tres notas: derechos “estandarizados” (entendidos como independientes de circunstancias individuales), “negociables” (*handelbar*) o susceptibles de una libre negociación en mercados organizados, y transmisibles (*übertragbar*), que parecen fundirse en la fungibilidad (AS-SMANN, *WpHG*, § 2 Rdn. 7 a 10).

moniales). La *aptitud para generar mercados* y la *fungibilidad* se apoyaban en que los valores se emitían en masa con un contenido homogéneo de derechos. No obstante, se admitía que la noción de valor negociable no debía decaer a falta de una emisión en serie, cuando una pluralidad de instrumentos se emitieron singularmente pero reflejaban una sustancia económica común. Y precisamente en consideración a su susceptibilidad para ser negociados en el mercado, se decía que era necesario que el valor negociable *pudiera circular* como cosas corporales (*títulos*) o como derechos incorporales pero sometidos a un régimen que tutela al adquirente (*anotaciones en cuenta*). En uno y otro caso, los valores negociables deberían considerarse a ciertos efectos bienes muebles, en virtud de la ficción jurídica que concurre en la pretensión de asegurar la equivalencia funcional entre las dos vías de convertir en “valor” la realidad económica subyacente ⁽²⁶⁾.

Este planteamiento tiene inconvenientes. Por un lado, define el valor negociable con notas que provienen de otro sector del ordenamiento cuyos fines de protección son diferentes (los regímenes relativos al ejercicio y circulación de derechos patrimoniales). Además, en un plano más práctico, al condicionarse la presencia de un valor negociable a la elección de las formas de ejercicio y circulación de derechos alternativas al Derecho común (títulos o anotaciones contables), se abre una peligrosa vía de escape en la normativa reguladora de los mercados financieros y, sobre todo, en el ámbito del control de la captación de inversiones en los mercados primarios. La huida de la disciplina de estos mercados sería tan fácil como la que se alcanza ofreciendo al público instrumentos atípicos que no se representarían en títulos o anotaciones. Piénsese en el caso de una oferta al público de inversiones en documentos privados desprovistos de cualquier efecto sustantivo en el plano de la circulación (participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada, de una comanditaria, o de cuentas en participación) ⁽²⁷⁾.

En efecto, la definición de valor negociable en la normativa del mercado primario (emisiones) se construía sobre caracteres que eran propios de los instrumentos susceptibles de negociarse en los mercados secundarios y que, en consideración a la función de estos mercados, podrían exigírseles para su admisión a cotización en ellos. Sin embargo, esos mismos caracteres servían para delimitar la normativa que pretendía aplicarse a la captación de ahorros o a otros ámbitos (p. ej. normas de conducta y prohibición de abuso); y, por lo demás, era una noción estrecha incapaz de comprender los nuevos instrumentos o técnicas de inversión, que fueron surgiendo en el tráfico al

⁽²⁶⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 684.

⁽²⁷⁾ En otros países (EE.UU., Alemania) se conocen casos de solicitudes de inversión en “mercados grises” no supervisados (RECALDE, “Los ‘valores negociables’”, 2555, esp. n. 46). En España la norma que a partir de 1998 pretendió poner coto a este riesgo (art. 26 bis LMV), entendida como una prohibición a la emisión de nuevos valores, resultaba contradictoria con el principio de libertad de emisión (art. 25 LMV). Quizá ello explique su desaparición con la reforma de 2007. Pero su significación se recupera a la luz de los efectos causados por algunos productos estructurados (*infra* apartados 4 y 7).

amparo de la llamada “innovación financiera”. La clave del sistema se sitúa, precisamente, en la creación de nuevos instrumentos financieros (lo que se calificó discutiblemente como un problema de atipicidad) y en los criterios para la extensión analógica de la definición de valor negociable. En efecto, el acogimiento mayoritario de una noción estricta de valor negociable dificultó la delimitación del Derecho del mercado de valores con el concepto legal y tuvo que compensarse sustituyéndolo por el nuevo referente: instrumento financiero.

4. La función de la “cláusula general” en la definición de valor negociable

El art. 2 del derogado RD 201/1992 ofrecía una definición analítica de valor negociable a partir de una lista de supuestos integrantes de la categoría, que se complementaba con una cláusula general de cierre que permitía extender la definición a supuestos análogos a los enumerados [art. 2.1.f)]⁽²⁸⁾. El siguiente párrafo incluía otra lista de derechos que no merecían tal calificación. El vigente Reglamento que regula las emisiones no ha alterado de forma importante el modelo, aunque la cláusula general aparece en el primer párrafo (ahora art. 3 RD 1310/2005), realzando su significación como instrumento que desvela los criterios relevantes para la definición. Los supuestos incluidos en la lista de los valores negociables que acompañan a la cláusula general siguen constituyendo una serie abierta, mientras que el siguiente apartado vuelve a referirse a los derechos que no merecerían la calificación de valores negociables.

La definición de un concepto jurídico cumple una función sistemático-ordenadora, algo que resulta especialmente importante en casos de atipicidad. En el Derecho del mercado de valores la materia regulada se delimitaría objetivamente en función del “producto”. Con la previsión de la cláusula general se pretende facilitar la aplicación de esta normativa a nuevas formas o técnicas de inversión surgidas al amparo del principio de libertad de emisión. Las normas sobre el folleto regulan las emisiones de los valores clásicos (acciones, bonos, obligaciones). Pero también deben abarcar nuevas fórmulas que puedan crearse para captar el ahorro de los inversores. La cláusula general refleja el interés por facilitar la extensión de esas normas a las nuevas formas de inversión. Por ello, debe establecer los presupuestos que permitan el recurso a la analogía, para evitar el fraude de ley. Ocupa, por tanto, un lugar central en el diseño legislativo y cumple una función de cierre del sistema en relación con los supuestos regulados⁽²⁹⁾. Pero para esa función se ve ayudada por la identificación de las notas

(28) Al modo de lo previsto en la sección 2.1 de la *Securities Act*, que culmina la extensa lista de supuestos de *securities* remitiendo a la tipificación social: “...or, in general, any interest or instrument commonly known as a ‘security’”.

(29) Para el lugar central que debía otorgarse a esta cláusula ya RECALDE, “Los ‘Valores negociables’”, 2550 y ss.; y SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 677 y 682 y ss.: aunque discrepa de nuestra interpretación respecto de los rasgos que resultan de ella, coincide en que su función es completar las listas positiva y negativa de valores negociables al “permitir decidir dentro de su halo lo que deberá entrar o salir de (...) ella si luego aparecen —que aparecerán— fenómenos nuevos difíciles de encajar en una u otra lista”.

que son comunes a los valores negociables que se incluyen en la lista positiva y por los excluyentes de la lista negativa. En efecto, el recurso a la analogía es posible desde las notas de la cláusula general y la comparación con los rasgos comunes en los supuestos que se calificaban como valores, y con aquellos que en negativo excluían esa calificación⁽³⁰⁾. Si ello no fuera posible, el valor negociable no sería un referente adecuado y convendría acudir a otro distinto para acotar la materia regulada, tal como, al final, ha ocurrido cuando ha sido necesario ampliar el ámbito de la ley a los instrumentos financieros y, luego, acotarla con esta nueva noción⁽³¹⁾.

Frente a una cláusula general cuya finalidad era servir de contrapunto al principio de libre creación de nuevas formas de captación del ahorro, el ámbito al que se aplica el régimen de los títulos-valor o de las anotaciones debe venir presidido por un principio de *numerus clausus*⁽³²⁾. Sólo puede ser así, ya que la regulación especial de estas formas de ejercicio y circulación conlleva efectos *erga omnes*. El establecimiento de un régimen especial de protección de los adquirentes de buena fe incide sobre los terceros, en cuya esfera no se puede decidir sin su consentimiento. De ahí que la necesidad de un modelo de predeterminación legal que prevea los tipos de derechos sometidos (o sometibles) a los regímenes exorbitantes de los títulos-valor o de las anotaciones en cuenta. La misma razón reclama que el régimen de las anotaciones en cuenta no tenga carácter dispositivo⁽³³⁾.

(30) También, SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 665 y s.

(31) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 678: “si la cláusula general estuviera bien hecha, sobraba también entre nosotros la necesidad de incorporar la categoría de los ‘instrumentos’ o cualquier otro esquema contractual de inversión, ya que la expansión fisiológica del sistema podía venir garantizada sin recurrir a nuevos conceptos por la función de cierre que aquella cláusula general cumple”.

(32) RECALDE, voz “Título-valor”, 6581; *id.*, *El conocimiento de embarque y otros documentos del transporte. Función representativa*, Madrid, 1992, 349; DE DIOS: *Títulos-valor simples y documentos de legitimación*, Madrid, 2003, 261; EIZAGUIRRE, “Los valores en papel”, *RDM*, núm. 229, 1998, 1072; *id.*, *Derecho de los títulos-valores*, 51, quien comparte este planteamiento aunque con diferencias de matiz referidas, sobre todo, al fundamento del *numerus clausus*, que lo halla en todas las propiedades normativas de los títulos y no sólo en la adquisición de buena fe a *non domino*. Aparentemente coincide con nuestra posición SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 690. Frente al principio de tipicidad de los títulos, no hay razones para restringir la libre creación de documentos meramente probatorios o de legitimación.

(33) Así SÁNCHEZ ANDRÉS, “La articulación conceptual del Derecho del mercado de valores: mitos y teorías”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 209; aunque sus argumentos se refieren a la necesidad de una norma legal en el régimen sustantivo de desmaterialización de los títulos-valores, también serían aplicables a la creación de nuevos “activos financieros” sometidos a las normas exorbitantes de los títulos o de las anotaciones en cuenta. Sin embargo, en “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 689, parece optar por un ámbito de *ius cogens* que limita la libertad de creación más estricta para los títulos que para las anotaciones en cuenta.

La opción por el cierre tipológico, en cambio, es cuestionable si lo que se pretende es delimitar el ámbito de aplicación del Derecho del mercado de valores (de la LMV) o las competencias de supervisión de la CNMV. Los fines de ordenación son aquí diferentes y no pueden explicarse unos en función de otros⁽³⁴⁾. El problema se plantea en función de la admisión de un modelo de libre creación de nuevas formas de inversión (*infra* 4). Si se afirma este principio, tal como venía sucediendo, la lista de supuestos sometidos a la normativa del mercado primario debería ser abierta. Como en los mercados de valores y, en general, en los mercados financieros la “ingeniería” (innovación) financiera ha sido fuente de creación de nuevas formas de captación de los recursos de los ahorradores, la Ley debe adoptar una perspectiva flexible cuando delimita la realidad que ordena con el concepto de valor negociable. En otro caso se correría el riesgo de que la innovación financiera fuera un cauce para eludir un régimen que pretende ofrecer a los ahorradores información suficiente sobre la que sustentar su decisión de invertir. Por tanto, la delimitación de supuestos sometidos al Derecho del mercado de valores y, muy especialmente, en relación con la delimitación de los supuestos sometidos a la disciplina aplicable a la captación de inversiones debería venir presidida por un principio de *numerus apertus*. No hay ni puede haber correspondencia entre el debate sobre tipicidad de los títulos-valores y libertad de emisión de nuevos valores o instrumentos de inversión, como no la hay en los problemas que subyacen en uno y otro sector. En el caso del Derecho del mercado de valores interesan los temas que afectan a la solicitud y recogida de los ahorros del público necesitado de una especial tutela; nada que ver con los intereses y preocupaciones del Derecho privado de títulos⁽³⁵⁾. Por ello, también, la definición del concepto de valor negociable en la cláusula general no se puede apoyar en notas cerradas, sino en criterios de carácter funcional.

El objetivo puede verse defraudado si el concepto de valor negociable se construye, como se hizo en 1992 y en 2005, desde rasgos cerrados que se corresponden a una visión tradicional (cartular) de valor negociable. Por esta vía se crean obstáculos a la extensión de las normas a los nuevos instrumentos financieros, depósitos estructurados, o a los derivados financieros; como también a la participación en un fondo filatélico o en los rendimientos derivados de la explotación de un bos-

(34) Especialmente SPADA, “Titoli atipici”, 1993, 8. Pero a veces el *numerus apertus* de títulos-valor se defiende con argumentos traídos de la necesidad de una lista abierta de supuestos regulados en el Derecho del mercado de valores: PEINADO, “¿Títulos de crédito atípicos?”, *RDBB*, núm. 59, 1995, p. 617 y ss.; a quien sigue SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 692.

(35) La falta de correspondencia se aprecia en que cabe emitir títulos sin solicitud pública de ahorros y, por tanto, a la que no se aplicarían las normas del mercado primario (piénsese en una emisión de acciones suscritas por todos los antiguos accionistas) y, al contrario, una emisión de valores que no se representen en títulos o anotaciones (SPADA, “Titoli atipici”, 9).

que⁽³⁶⁾. En un primer momento las dudas surgen en relación con nuevas formas de inversión desconocidas en 1988 y que se difundirían con posterioridad: en concreto, los problemas los suscita la aplicación de una interpretación estricta del concepto de valor negociable a los futuros y opciones financieras. Pero la utilización de un concepto amplio habría resuelto, también, su aplicación a la panoplia de nuevos derivados sobre índices o sobre el valor de otros instrumentos financieros, productos estructurados, etc.⁽³⁷⁾.

El Derecho español no merece aquí elogios. Es cuestionable, ya, que la escasez de elementos interpretativos que ofrecía la Ley la compensara el Reglamento de emisiones (art. 2 RD 291/1992) con una definición “aclaratoria” y más amplia, que incorporaba nuevos rasgos. Ello condujo a que la doctrina obtuviera la definición legal de valor negociable de este precepto y a que pretendiera dotarle de un ámbito general de aplicación. Pero los mayores inconvenientes provenían de que la lista de los valores comprendidos en aquel concepto eran los que tradicionalmente se caracterizaban por representarse en títulos o en anotaciones contables, lo que condujo a considerar este rasgo como un dato común que serviría para definir el concepto⁽³⁸⁾.

Sólo así puede entenderse que la mayor parte de los autores se inclinase por una noción restrictiva de valor negociable (contraria, por tanto, a la función de la cláusula general); o que excluyese de tal calificación a futuros y opciones financieras. A estos efectos no era compartible el argumento de que el contenido jurídico que es objeto de negociación en futuros y opciones sean contratos, y, por esa condición, no podrían ser valores. Resulta, en efecto, muy poco convincente la negativa a calificar los futuros y opciones como valores sobre la base de que su contenido es el propio de una posición contractual cuando el contenido jurídico-patrimonial al que se refiere la mayor parte de los valores se corresponde con posiciones jurídico-negociales de naturaleza contractual (de préstamo, de sociedad, etc.). Por otro lado, ninguna previsión normativa

(36) Supuestos que citaba SÁNCHEZ ANDRÉS (“Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 662), situando el centro neurálgico en el problema de la tipicidad y en los criterios con los que la analogía permite cubrir nuevos fenómenos (est. cit., 665 y 677). Otra cosa es que se acertara en la elección de los elementos definidores de la cláusula general [crítico, p. ej., SÁNCHEZ CALERO, “Art. 2” en Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs)*, 42]. Siguiendo un concepto amplio del “producto” que delimita la normativa, hace tiempo que se dijo en Italia que los problemas de régimen no se tenían que haber planteado ni tan siquiera para los *swaps*, que podrían haberse considerados incluidos en él (CAPRIGLIONE, “Gli *swaps* come valor mobiliari”, *BBTC*, 1991, I, 792).

(37) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas...”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 662.

(38) Como ya advertimos, el contraste de los derechos incluidos en la lista positiva con los de la lista negativa permitía apreciar reminiscencias de las categorías del derecho de títulos (o, ahora, de anotaciones en cuenta) (RECALDE, “Los ‘valores negociables’”, 2545 y ss.). Ambas listas y la misma cláusula general demasiadas veces eran tributarias de una noción clásica de valor mobiliario, es decir, dependían del régimen de circulación y ejercicio de derechos de títulos-valor y anotaciones en cuenta (lo reconoce SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 677).

impedía que los valores negociables comprendieran instrumentos que atribuyen a su titular una posición contractual.

En realidad, incluso quienes rechazaban la calificación de los futuros y opciones como valores negociables se veían obligados a admitir que la disciplina jurídica que les sería aplicable en muchos casos era la propia de los valores negociables⁽³⁹⁾. Y aunque normalmente los futuros se ejecutan al vencimiento (y el cumplimiento recae en el mercado que actúa como contraparte), nada impediría su circulación. Sin embargo, para aquella caracterización importa más el hecho de que difícilmente puede discutirse que estos instrumentos se someten a la ordenación general de los mercados de valores. La existencia de un régimen especial que se ocupa específicamente de la creación de estos instrumentos de inversión (RD 1814/1991) sólo excluye la aplicación de la normativa del mercado primario en materia de emisiones públicas, pues este es el ámbito en el que es relevante la normativa específica aprobada para ellos. Pero fuera de las normas particulares que regulan su creación, la regulación de futuros y opciones responde al plan legislativo que subyace en el conjunto del Derecho del mercado de valores. Su autorización compete al Ministerio de Economía y Hacienda previa propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de “Valores” (art. 2 RD 1814/1991), en su negociación deben aplicarse las normas de conducta generales de los mercados de valores⁽⁴⁰⁾ y si el problema para su calificación como valores negociables fuera (que no debería serlo) el régimen de ejercicio y circulación, también convendría recordar que futuros y opciones se representan mediante anotaciones en cuenta (art. 5).

El escaso éxito en el intento por delimitar este sector del ordenamiento desde la noción de valor negociable se pudo constatar cuando en 1998 se reformó el art. 2 de la Ley para incluir junto al referente originario el término “instrumento financiero” o, por fin, cuando en la reforma de 2007 el “instrumento financiero” pasó a ocupar el lugar central del tradicional “valor negociable” como “objeto” o referente de la regulación.

⁽³⁹⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 681 y s.; id., voz “Opción financiera”, *EJB*, 4592; IGLESIAS PRADA, “El contrato de futuro financiero. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”, en Díaz Ruiz/Larraga, *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Madrid, 1995, 235; MASSAGUER, “La opción financiera: caracterización jurídica”, en Díaz Ruiz/Larraga, *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, 267. En línea con lo aquí mantenido —calificando los futuros y opciones como valores negociables y sometiéndolos al Derecho del mercado de valores— SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, 70.

⁽⁴⁰⁾ En 2000 el congreso de los EE.UU. modificó la *Securities Act* para excluir a los *swaps* con subyacentes de valores de la definición de *security*, lo que no impediría su sometimiento a las previsiones “anti-fraude” de las leyes de valores (HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 39).

IV. ATIPICIDAD Y PRINCIPIO DE LIBERTAD DE EMISIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES

Como ya se ha dicho, las dificultades que suscita la acotación de la normativa del mercado de valores derivan de las exigencias que plantea el principio de libertad de emisión que desde 1988 preside el régimen español del mercado de valores. No obstante la libertad para emitir instrumentos financieros venía compensada por alguna norma fuertemente restrictiva. Por un lado, el art. 19 del Reglamento de emisiones (RD 291/1992) exigía que el folleto de emisión definiera el “*régimen jurídico de los valores, con especificación de los procedimientos que garanticen la certeza y efectividad de los derechos del primer tenedor y de los siguientes*”. En un momento llegó a entenderse que esta norma exigía que el titular de los valores ocupara una posición mejor que el anterior titular, lo que reclamaría, al fin, la representación en títulos-valor o en anotaciones en cuenta⁽⁴¹⁾. Pero esta interpretación contradecía la acotación específica de ambos sistemas de normas en función de los intereses protegidos en cada uno de ellos.

Pero el modelo liberal se restringió de manera más importante en 1998, con ocasión de una reforma que introdujo un art. 26 bis en la LMV. En él se indicaba que “*ninguna persona o entidad podrá apelar o captar ahorro del público en territorio español sin someterse a este Título o a la normativa sobre inversión colectiva o a cualquier otra legislación especial que faculte para desarrollar la actividad antes citada*”. Alguna propuesta pretendió una interpretación del precepto que excedería de un mero reconocimiento del principio de “*exclusividad de régimen*”, que supondría el sometimiento de todas las ofertas de valores a la regulación de las ofertas públicas de emisión (folleto, supervisión por la CNMV, responsabilidad por los datos incluidos en aquél, etc.)⁽⁴²⁾. En efecto, la norma llegó a entenderse en el sentido de que cualquier emisión pública que se realizara fuera del ámbito de los supuestos previstos en la norma, es decir, cualquier operación pública con fines de inversión sobre instrumentos o productos que no fueran subsumibles en la noción de valores negociables, tal como estos se entendían en la visión más tradicional, quedaría fuera del ámbito de la Ley.

Tal interpretación contradice los intereses protegidos en el Derecho del mercado de valores. La *need of protection* existe siempre que se ofrecen inversiones a través de cualquier instrumento de captación de recursos financieros. La excepción sólo debería darse si una norma prohíbe una determinada emisión o establece un régimen especial (como ocurre, pero sólo a estos efectos, con los futuros y opciones). En cambio, debería ser indiferente que la colocación se efectuase mediante instrumentos financieros que se representan en títulos, a través de anotaciones en cuenta, de documentos de legitimación o de meros documentos probatorios. Como también debería ser irrelevante si se trata de una emisión de valores negociables, entendido el término en el sentido

(41) Así SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 695.

(42) Vid. LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Madrid, 2003, 75.

estricto en que los define el reglamento, o de participaciones en sociedades limitadas o comanditarias. Aunque estas no se admitan a negociación en un mercado secundario oficial (art. 9.3 RD 1310/2005, en relación con art. 5.2 LSRL), ello no debe suponer un obstáculo a la tutela de los destinatarios ante una oferta pública. Los fines de protección en uno y otro caso son diferentes. En los mercados secundarios la tutela del inversor exige que sólo deban admitirse instrumentos cuya circulación coloque al adquirente en una posición de especial protección que lo hagan inmune frente a riesgos o circunstancias que pudieran afectar al transmitente. En las emisiones, en cambio, lo importante es que se utilicen medios publicitarios en la captación de ahorros de inversores difusos para destinarlos a fines productivos gestionados por otros y sometidos a la incertidumbre en sus resultados.

A partir de 2007 el art. 25 LMV acoge con mayor rotundidad el principio de libertad de emisión. Es claro que, como regla general, la emisión de valores no requiere de una autorización administrativa; pero, además, la colocación de los valores podrá realizarse a través de cualquier técnica que el emisor considere adecuada a sus intereses. En definitiva, el principio opera tanto para emitir y recabar el ahorro del público inversor como para determinar la fórmula jurídica (y la disciplina normativa) aplicable al “producto” o “instrumento” que se ofrece a los inversores. Es decir, se abre, expresamente, un campo amplísimo a la llamada “innovación (o ingeniería) financiera”. Las únicas limitaciones que la Ley establece vienen dadas de la exigencia de que el emisor se constituya de acuerdo con la legislación del país de domicilio, de que se cumplan las previsiones legales en relación con el folleto, y que se respete el régimen jurídico al que están sometidos los “valores” y que estos sean libremente transmisibles.

En la medida en que el concepto de “valor negociable” no ocupa ya un lugar central en el plan del sistema, no hay duda de que el principio de libertad se debería extender a otros supuestos o formas distintas de recepción de ahorros públicos y a la oferta en contrapartida de nuevos productos financieros. Y, por supuesto, debería resultar irrelevante que los “valores” o los productos financieros que se utilizan se representasen mediante títulos o mediante anotaciones, o a través de otros instrumentos alternativos de representación⁽⁴³⁾, como sería el caso en que las inversiones se reflejasen en documentos con una mera función de prueba o en títulos de legitimación.

V. DEL “VALOR NEGOCIABLE” AL “INSTRUMENTO FINANCIERO”

Como se ha visto, las dificultades para acotar el Derecho del mercado de valores y el ámbito de aplicación de la Ley a partir de una noción estricta de valor negociable (anclada en concepciones que no atienden al fin de protección de este sector) explican

⁽⁴³⁾ Por supuesto, siempre que normas especiales de un determinado régimen no prevean otra cosa. Este sería el caso del art. 9.3 del RD 1310/2005 para los valores respecto de los cuales se presenta una solicitud de admisión a cotización, que necesariamente deben representarse mediante anotaciones en cuenta (en congruencia con lo previsto en el art. 29 RD 116/1992, sobre anotaciones en cuenta).

la aparición de nuevos referentes y, en particular, el de “instrumento financiero”. Había también una razón práctica. España se veía obligada a incorporar varias Directivas comunitarias sobre empresas de servicios de inversión (en particular, en un primer momento, la Directiva 93/6/CE, seguida por la directiva 95/26/CE) en las que, con escasa preocupación sistemática, latía una clara consciencia de que su ámbito de aplicación no podía depender de criterios surgidos en conceptos y sectores diferentes. Por ello, sin perjuicio de conservar la referencia tradicional a los valores (*security*), se entendió que el ámbito de la normativa de los mercados debería extenderse a las nuevas técnicas de inversión, que, así, se calificaron como “instrumentos financieros”. Con ello quedaba claro que la Directiva se aplicaba a *warrants*, opciones, futuros, derivados y cualesquiera nuevos instrumentos aparecidos en los mercados a través de los cuales se realizaban operaciones de inversión.

En un momento posterior, de nuevo la incorporación de otra Directiva (en este caso la de mercados de instrumentos de inversión, MiFID)⁽⁴⁴⁾ provocaría un cambio en el centro de la regulación, que deja de situarse en el valor negociable para referirse a una noción amplísima —instrumento financiero— de la que el valor negociable no sería una alternativa sino un subtipo (art. 2 LMV tras la Ley 47/2007)⁽⁴⁵⁾. En efecto, en el nuevo precepto el ámbito de la Ley comprende “*los siguientes instrumentos financieros*”. Y estos incluyen, (i) en primer lugar los valores negociables, que se describen con una lista que se corresponde básicamente a la del art. 3.1 RD 1310/2005 (con algún cambio casi siempre puntual o terminológico); cuando se dice que estos son susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero se los está caracterizando fundamentalmente por su negociación o aptitud para negociarse en los mercados secundarios; la lista parece constituir un *numerus clausus*. A continuación (ii) la Ley se refiere a los instrumentos financieros distintos de los valores negociables, lista muy extensa y que, sin ofrecer un criterio seguro, refleja la opción del legislador por el modelo anglosajón, en el que se rehúsa ofrecer una definición abstracta de los instrumentos regulados y se opta por una definición analítica de los supuestos o clases

(44) Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril 2004.

(45) La sustitución del concepto de valor negociable por el de instrumento financiero se da también en otros países (SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 673 y ss.), en particular, con la incorporación de la MiFID; así ocurre en Francia, donde la noción de *instruments financiers* sustituyó a la de *valeurs* (article L211-1 —según Ordonnance núm. 2009-15 de 8-1-2009— Code monétaire et financier); también en Italia el instrumento financiero abarca valores mobiliarios y derivados (art. 1 del *Testo Unico delle Disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, d.lgs. n. 164 2007) (COSTI/ENRIQUES, *Il mercato mobiliario*, 29 y ss.; CAPRIGLIONE, *BBTC*, 2008, 46; y ya para la aparición del término *strumento finanziario* en 1996 con problemas parecidos a los que suscita nuestra vigente legislación CARBONETTI, “Dai ‘valori mobiliari’ agli ‘strumenti finanziari’”, *Riv. Soc.* 1996, 1103 y ss.); en Alemania la *Anlegerschutzverbesserungsgesetz* de 2004 hace aparecer el instrumento financiero como supraconcepto que comprende los valores tradicionales, los derivados y los instrumentos del mercado monetario, lo que ratifica la *Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz* (2007) al incorporar la MiFID (ASSMAN, *WpHG*, § 2 Rdn. 5; SPINDLER, “Kapitalmarktreform in Permanenz”, *NJW* 2004, 3449).

de supuestos a los que puede aplicarse la calificación⁽⁴⁶⁾. En todo caso, la redacción de la norma parece presuponer una enumeración cerrada, de manera que el ámbito de la Ley sólo se extendería a los supuestos mencionados en el precepto y no a otros. No obstante, algunos de los términos resultan tan vagos e indeterminados que abren el camino a nuevas modalidades de inversión; en particular, el art. 2 párr. primero núm. 8 parece incorporar una nueva cláusula general que habilitaría a ampliar discrecionalmente el ámbito de la Ley a nuevos instrumentos de inversión no tipificados. Sin embargo, no se establecen criterios seguros para esa extensión analógica a nuevos supuestos⁽⁴⁷⁾.

De esta manera la distinción entre los valores negociables y los demás instrumentos financieros carece de consecuencias. Tras las dificultades para determinar el “objeto” al que la Ley se refiere, termina por apreciarse la irrelevancia de la distinción entre valores negociables y otros instrumentos financieros. Ahora, privando a aquella noción de cualquier efecto normativo, se hace superflua y prescindible, pues los efectos que se le anudaban se vinculan a los instrumentos financieros. La Ley misma señala que “*a los instrumentos financieros distintos de los valores negociables, les serán de aplicación, con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables*” (art. 2, párrafo segundo, LMV). La modificación del centro de referencia desde el valor negociable al instrumento financiero ha sido meramente léxica, pero carece de consecuencias normativas⁽⁴⁸⁾.

En fin, también conviene destacar que la reforma de 2007 no sólo modificó el art. 2 LMV, sino también el art. 1. Desde esta fecha el “objeto” de la Ley es “*la regulación de los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento y las normas relativas a los instrumentos financieros objeto de su negociación y a los emisores de esos instrumentos*”. La norma extiende también su objeto a “*la prestación en España de servicios de inversión y al régimen de supervisión, inspección y sanción*”. El centro se sitúa definitivamente en la ordenación de los mercados (“sistemas”).

Se ha dicho en otros países que la adopción del concepto de instrumento financiero como referente del régimen de los mercados de valores sanciona, definitivamente, el divorcio entre los conceptos de título-valor/anotación en cuenta (valor mobiliario) y

(46) Este modelo de definición enumeradora se corresponde al anglosajón, frente al que es —o era— más habitual en el Derecho continental, que cuando define busca el género común y la diferencia, (CARBONETTI, *Riv. Soc.*, 1996, 1109 y s.).

(47) Con esta concepción tan amplia, la determinación de supuestos no sometidos a la Ley no dependería de la tipología del producto, sino de criterios cuantitativos que excluirían, por abajo, las inversiones de escaso valor (“de bagatela”, al igual que en el Derecho de la competencia) y, por arriba, aquellas con un valor tan elevado que permiten concluir que el inversor no requiere de una especial tutela. La experiencia española reciente de falta de control sobre ofertas de inversión con una discutible reputación pone de relieve la necesidad de adaptar constantemente estas cifras.

(48) SALAMONE, *Unicità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, 60; CARBONETTI, *Riv. Sos.*, 1996, 1114.

el de valor negociable⁽⁴⁹⁾. Pero en el Derecho español el proceso habría sido más fácil, desde el momento en que el régimen de títulos/anotaciones y la ordenación de los mercados utilizaban diferentes conceptos (valor mobiliario *versus* valor negociable) para delimitar el supuesto de hecho al que eran aplicables. También a ello habría contribuido que en el régimen de emisión pública de valores se estableciera una cláusula general que permitía abrir su ámbito a nuevas formas de inversión. Y, sobre todo, una interpretación amplia (funcional) del concepto de valor negociable, que tuviera en cuenta el sentido y los fines ordenadores del Derecho del mercado de valores. Sin embargo, las reminiscencias de un pasado confundente y la tendencia a explicar el valor negociable con caracteres propios de los títulos-valores supusieron un freno a esa evolución expansiva del Derecho del mercado de valores. Ello hizo necesario introducir el término instrumento financiero al lado del valor negociable. Aunque luego la inutilidad del término se demuestra en que el conjunto del Derecho del mercado de valores acabe acotándose sobre éste.

Lo que resulta imposible es que un concepto tan amplio y difuso como el de instrumento financiero que responde, finalmente, a criterios económicos, pueda definirse por notas o caracteres cerrados que delimiten una disciplina jurídica, como, tampoco sirve, en ningún caso, para acotar todos los sectores del Derecho del mercado de valores. Es necesario acudir, por tanto, a una delimitación funcional del instrumento financiero en cada sector del Derecho del mercado de valores (emisiones en el mercado primario, admisión a cotización, normas de conducta, *insider dealing*, OPAs, etc.). Ello permite dar un paso más. La constatación de la inutilidad de un referente unitario cuestiona la procedencia misma de un acotamiento del régimen que regula los diversos sectores de los mercados financieros (mercados de “valores”, banca, seguros) en consideración al “producto” que en ellos se negocia⁽⁵⁰⁾. Lo que interesa es siempre el control efectivo de las operaciones que responden a una causa de inversión⁽⁵¹⁾. Esta perspectiva habría facilitado una respuesta adecuada a las exigencias que planteó la inversión en nuevos “productos financieros” novedosos y peculiares como los sellos o la explotación común de bosques, que respondían a aquella finalidad de inversión⁽⁵²⁾.

De seguirse estas propuestas, el modelo legal atendería a la actividad o a la función de inversión que subyace en la realidad que se considera merecedora de atención por el Derecho. Es ahí, en la actividad de inversión de los ahorros del público con fines de inversión, donde se situaría el centro neurálgico de la “necesidad de protección” que justifica la aparición de la *securities regulation*. En esas condiciones, el

(49) SPADA, voz “Titoli atipici”, 10.

(50) Esta sería una evolución que varios países han seguido, en la línea de lo que los EE.UU. ya avanzaron con el concepto de *investment contract* (para Italia CHIONA).

(51) BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milán, 2002, 55.

(52) La necesidad de ampliar la aplicación del régimen del mercado de valores a nuevas formas de realizar actividades de intermediación y de ofrecer en el mercado operaciones económicas en que subyace una finalidad de inversión está detrás de las propuestas que valoran la conveniencia de que un concepto de “producto financiero” sustituya al “instrumento financiero” (CHIONA, ob. cit., 79 y ss.).

“valor” o, en general, el “producto” financiero dejan de ser la referencia de la *securities regulation* ⁽⁵³⁾.

VI. DELIMITACIÓN DE LOS DIVERSOS SECTORES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SUPERVISIÓN

La ampliación de la materia regulada por la LMV y la amplia lista de instrumentos financieros a los que ésta se aplica resaltan un problema en el que hace diez años nos deteníamos ⁽⁵⁴⁾. Abandonada toda pretensión de construir un concepto cerrado y unitario de valor negociable aumenta el riesgo de que la supervisión de los mercados de valores se superponga a la que se aplica en otros sectores. Cuando no es factible ofrecer una definición segura de valor negociable (o, luego, de instrumento financiero o de producto financiero) se difumina el criterio que servía para acotar el régimen de cada uno de los sectores de los mercados financieros. En particular, acaba por resultar difícil delimitar el régimen del mercado de valores y la supervisión por la CNMV, respecto de la regulación y supervisión de entidades de crédito, a través del Banco de España (BdE), o del régimen que se aplica a las entidades de seguro, cuyo control y vigilancia en España corresponde a la Dirección General de Seguros y Planes de Pensiones (DGSP).

En efecto, hoy no resulta ya eficiente el esfuerzo de distinguir los sectores en función de los “productos” que se negocian en ellos. Como, de igual forma, nadie puede discutir la similitud que existe entre la participación en un fondo de inversión mobiliario (gestionado por una gestora de fondos de inversión y cuya supervisión corresponde a la CNMV) y un plan de pensiones (gestionado por una compañía de seguros, sometida a la supervisión de la DGSP); entre un depósito estructurado invertido en una “cesta” de valores, opciones o índices (cuya supervisión puede corresponder a la CNMV) y ciertas modalidades de depósito administrado de valores, que es actividad tradicional, también, de los bancos (sometidos al control del BdE) ⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵³⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 685, a pesar de su punto de partida en el que intentaba atribuir al de “valor negociable” un lugar central en la ordenación y sistematización del Derecho del mercado de valores (vid. referencias *supra* en nota 6), sin embargo, en la misma obra 686, recelaba, en relación con la reforma de 1998, de la ampliación de la LMV a inversiones en subyacentes no financieros, dadas las diferencias en el riesgo de “abuso de mercado” que aquí podían presentarse respecto de los abusos frente a las inversiones financieras. Mientras en éstas los problemas provienen del desequilibrio informativo, en los mercados de productos (*commodities*) derivan de acaparamientos que pueden distorsionar los procesos económicos.

⁽⁵⁴⁾ RECALDE, “Los ‘valores negociables’ ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores?”, 2559.

⁽⁵⁵⁾ DÍAZ/RUIZ, “El depósito bancario estructurado”, *RDBB.*, núm. 89, 2003, 9 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 702 y s.

Las dificultades apuntadas explican algunas propuestas que suponen un replanteamiento radical del modelo originario⁽⁵⁶⁾. En efecto, la evolución de los últimos tiempos seguida en otros países muestra una tendencia a reunir la supervisión financiera en un único organismo⁽⁵⁷⁾ o en dos estructuras (modelo dualista de supervisión financiera *twin peaks*) que no delimitan sus funciones sobre la base de criterios sectoriales (de mercados o productos) sino de los objetivos de la regulación⁽⁵⁸⁾.

El Derecho del mercado financiero se ocuparía de crear y regular los instrumentos que faciliten la financiación de las empresas a través del ahorro del público inversor. Para ello tiene que ocuparse de dos órdenes de cuestiones: por un lado, de garantizar la estabilidad de las instituciones que canalizan los ahorros hacia las empresas, lo que exige mecanismos que aseguren la solvencia financiera de esas empresas (ya sean bancos, aseguradoras o intermediarios en las operaciones de inversión); y, por otro lado, de establecer un sistema normativo que ofrezca confianza al inversor sobre el correcto funcionamiento del mercado⁽⁵⁹⁾.

(56) Advierten GIL/SEGURA (“La supervisión financiera: situación actual y temas para el debate”, *Estabilidad Financiera*, núm. 12, 2007, 9, 18) que entre las razones que inclinaron a la reforma del sistema de supervisión financiera en Holanda y que dieron lugar a la creación de una “Autoridad de Supervisión Financiera” que sustituye a las entidades con competencias sectoriales en Banca, Seguros y Planes de Pensiones, o Mercados de valores (*Financial Supervision Act*, de 2007), se encontraba la intención “de resolver los problemas cada vez más frecuentes debidos a la ruptura de las fronteras entre sectores”.

(57) Los primeros antecedentes se hallan en los países escandinavos en los años 80. El Reino Unido se adhiere al modelo cuando la *Financial Services Act* crea en 1997 la *Financial Services Authority* (FSA), que luego regula la *Financial Services and Markets Act* de 1999 (el *Bank of England* conserva funciones de supervisión macroprudencial: estabilidad del conjunto del sistema financiero, más que la supervisión de cada entidad —microprudencial—, que corresponde a la FSA); en Alemania la *Finanzdienstleistungs-gesetz* crea en 2002 la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) (HALF-PAP, *Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA*, Frankfurt del Main, 2008, 52 y ss., y 14 y ss.; FERNÁNDEZ ARMESTO, “La supervisión de valores en Europa”, en Olcese/Martín (dir.), *Estudio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, Madrid, 2004, y en www.jfarmesto.com).

(58) GIL/SEGURA, *Estabilidad Financiera*, núm. 12, 2007, 19, con referencia al modelo de *twin peaks* seguido en Holanda. También en los EE.UU. surgen propuestas de reorganización del sistema de supervisión construida sobre la *SEC* y la *Federal Reserve*, y de su sustitución por dos organismos que separen sus funciones en consideración a los objetivos (regulación prudencial de las instituciones y control de las conductas de los operadores) de la regulación financiera (COFFEE/SALE, “Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?”, *Working Paper* núm. 342, noviembre de 2008, <http://www.law.columbia.edu/lawec>, 19); también en Italia (p. ej. CARRIERO, *DBMF* 1/2008, 436).

(59) Entre los argumentos a favor de una estructura única GIL/SEGURA (est. cit., 15) destacan que es “más compatible con la necesaria neutralidad del supervisor y contribuiría a reducir el arbitraje regulatorio que puede manifestarse en la existencia de operaciones similares, desarrolladas por diferentes entidades, ofreciendo productos semejantes, sometidos a diferentes reguladores, o una institución supervisada por diferentes autoridades. En todas estas circunstancias se corre el riesgo de que la actividad pueda ser desviada hacia las áreas del sistema con supervisión más tolerante. La reducción de solapamientos entre supervisores y, en su caso, la existencia de lagunas son también elementos que se deben tener en cuenta”.

La crisis de los mercados financieros producida a finales de 2008 ha hecho llegar al ámbito europeo algunas propuestas que supondrían un cambio radical del modelo hasta ahora conocido. En correspondencia con la distinción de tres sectores que regulan los mercados financieros (entidades de crédito, mercados de valores y seguros) se crearon organismos cuyo fin era impulsar en los estados miembros la armonización y coordinación de la supervisión por parte de las autoridades propias de cada uno de ellos. Pero ni su organización ni sus funciones resultaron eficaces en un entorno cada vez más integrado⁽⁶⁰⁾. En el ámbito de los mercados de valores este organismo es el *Committee of European Securities Regulators* (CESR), que reúne a representantes de las autoridades de control de cada Estado miembro. Sin embargo, el proceso de toma de decisiones que sigue no es el adecuado para configurarlo como una instancia eficaz de control y supervisión. La mayor parte de las competencias permanecen en las autoridades estatales, mientras el papel de las autoridades europeas se limita a la elaboración de recomendaciones no vinculantes, directrices, etc. No es este el caso, sin embargo, del *Banco Central Europeo* (BCE), que reúne todos los poderes en materia de política monetaria, aunque no disponga de mecanismos de control sobre la solvencia de las entidades de crédito o sobre sus actividades.

Por otro lado, en respuesta a las lagunas del modelo actual, se extienden propuestas que, de materializarse, representarían una reforma radical de la estructura de supervisión de los mercados hasta ahora conocida. El punto de partida es la distinción entre la supervisión prudencial, que busca garantizar la solvencia de las entidades que actúan en los mercados financieros, y el control sobre prácticas y conductas, que atiende a la protección de clientes e inversores. Así, en septiembre de 2009 se presentó una Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo creando una *Junta Europea de Riesgo Sistémico* (JERS)⁽⁶¹⁾, que asumiría la supervisión macroprudencial del conjunto del sistema financiero en Europa, que se habría de realizar mediante la activación de un sistema de alertas de situaciones peligrosas. Pero en el ámbito de conductas y control de empresas se desechó la unificación y se propuso convertir los comités de coordinación de los supervisores europeos en tres organismos: “*Autoridad Bancaria Europea*”, “*Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación*” y “*Autoridad Europea de Valores y Mercados*”⁽⁶²⁾. Aunque estas se configuran, aún, como instancias de colaboración, coordinación y resolución de conflictos entre las autoridades nacionales, se pretende reforzar sus poderes de supervisión microprudencial en aras de una mejora del funcionamiento del mercado interior, la protección de depositantes, inversores y tomadores de seguros, la integridad, eficiencia y correcto funcionamiento de los mercados y el mantenimiento de la estabilidad del sistema.

También en España se han conocido propuestas de reforma que van en la línea de agrupar la supervisión de los mercados financieros en dos organismos en función de los fines de la regulación. En efecto, los últimos años la prensa vino informando de la

(60) Vid. GIL/SEGURA, *Estabilidad Financiera*, núm. 12, 2007, 29.

(61) Vid. al respecto el Dictamen del Banco Central Europeo (DOCE 11-11-2009).

(62) COM(2009) 501 final, COM(2009) 502 final y COM(2009) 503 final.

existencia de proyectos del gobierno dirigidos a una reordenación y unificación de los tres organismos supervisores que conviven en España (BdE, CNMV y DGSP). Con ello se pretendía que las funciones de supervisión prudencial financiera se localizaran en el BdE, mientras que las de control de conductas se atribuirían a una nueva entidad unificada (Autoridad del Mercado Financiero). Por tanto, la delimitación de las competencias de ambos organismos no dependerían del producto o servicio ofrecido por las empresas supervisadas o del sector en el que actúan, sino de los objetivos de la intervención regulatoria (estabilidad prudencial o protección de los clientes).

Hay ventajas claras en el nuevo modelo. La unificación de la supervisión financiera probablemente habría evitado los problemas de atribución de competencias (en este caso el del rechazo a asumir esa competencia) en la que se enzarzaron las diversas autoridades supervisoras españolas con ocasión del escándalo causado por la comercialización de algunos productos o instrumentos financieros que causaron importantes pérdidas en una masa importante de pequeños inversores ⁽⁶³⁾.

Lo cierto es que la crisis financiera mundial parece haber aconsejado una actitud de cautela ante una reforma de tanto calado para el sistema financiero, y de prudente espera a momentos de menor turbulencia. En efecto, sin dejar de apuntar cierta consolidación en esa tendencia, no puede desconocerse que no se trata de posiciones absolutamente definidas. De hecho, algunos países que se inclinaron por este tipo de cambios tienden hoy a replantearse su procedencia ⁽⁶⁴⁾. Por otro lado, en alguno de los sectores afectados (paradigmático es el caso del seguro) existen recelos hacia una unificación de la supervisión a través de lo que materialmente acabaría siendo una “absorción” por el organismo que tradicionalmente ha sido el más fuerte (señaladamente el Banco nacional), y al riesgo de que éste no atendiese suficientemente las peculiaridades de los demás sectores. Tampoco puede desconocerse que los riesgos sistémicos que justifican los objetivos de regulación macroeconómica en aras de garantizar la solvencia de las instituciones financieras poseen caracteres muy diferentes en las instituciones de crédito, en las entidades de seguro y en las empresas de servicios de inversión. Buena prueba de ello son las diferencias en el régimen preventivo y paraconcursal que proce-

⁽⁶³⁾ Constituyen un excelente ejemplo de este planteamiento las declaraciones Manuel Conthe (*Expansión*, 26 de septiembre de 2008, 32; y en su weblog el artículo “Reflexiones sobre Fórum y Afinsa”, <http://app2.expansion.com/blogs/web/conthe.html>), donde muestra una obsesiva preocupación por alejar de su “negociado” o “ventanilla” algunos supuestos de inversiones (los casos de las “inversiones en sellos” de Afinsa y Fórum Filatélico), que condujeron a pérdidas importantísimas para los inversores, sin que estos fueran amparados por ninguna normativa o institución pública de supervisión de los mercados y de control de las inversiones. En su caso, el “distanciamiento” hacia el problema del que fuera presidente de la CNMV venía acompañado de un reproche al Banco de España por la falta de una eficaz supervisión.

⁽⁶⁴⁾ El nuevo gobierno alemán que sale de las urnas tras las elecciones de septiembre de 2009 se ha propuesto una vuelta al modelo clásico, al achacarse a la *BaFin* una actitud escasamente vigilante y una eficacia menor en los controles que los que desarrollaba el *Deutsches Bundesbank* (*BB*, 15-10-2009).

den para cada uno de esos tipos de entidades⁽⁶⁵⁾. En fin, la misma posibilidad de diferenciar estos ámbitos en consideración a los fines de la regulación posee contornos poco preciosos. De hecho, la protección de los clientes a través de reglas de conducta y la normativa prudencial sobre solvencia financiera tienen a menudo efectos recíprocos.

VII. TRANSPARENCIA IMPERATIVA O TIPIFICACIÓN DE LAS FORMAS DE EMISIÓN DE INSTRUMENTOS Y PRODUCTOS FINANCIEROS

La filosofía de la *disclosure*, sobre la que se construye y apoya el entramado de normas que configura el Derecho del mercado de valores desde los años 30, presupone que a partir de una información suficiente los inversores pueden tomar decisiones racionales. Esto no sólo valdría para los inversores profesionales, sino también para los menos “sofisticados”, que se beneficiarían del cribado y análisis de los datos que realizan los analistas financieros, las agencias de *rating* y la prensa económica. Los *gatekeepers* privados, de manera natural, permitirían resolver las lagunas formativas de los inversores ordinarios⁽⁶⁶⁾. Sin embargo, tras la crisis todos estos sectores están en el punto de mira. La proliferación de mercados *over the counter* y de sistemas alternativos de negociación (*ATS*) ha creado ámbitos exentos (o al menos aligerados) de la supervisión y el control que presiden las bolsas tradicionales⁽⁶⁷⁾. El cuestionamiento se ha extendido al papel jugado por las empresas de *rating* en la valoración de la solvencia y la rentabilidad de las emisoras y de los valores. En fin, los mismos fundamentos del sistema de *mandatory disclosure* se ven en entredicho por la falta de independencia de analistas e intermediarios financieros.

(65) Al respecto y, en particular, en relación con el régimen que estableció el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) (RDL 9/2009, de 26 de junio), *vid.* LEÓN SANZ, “La crisis de sociedades cotizadas”, en *Estudios homenaje al prof. Aníbal Sánchez*, pendiente de publicación.

(66) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Las cláusulas de ‘blindaje’ societario”, *AAMN*, 1994, 33, 36 y en *Estudios jurídicos sobre los mercados de valores*; FARRANDO MIGUEL, *Est. Menéndez I*, 1209, 1211 núm. 61: los destinatarios de la cultura de la transparencia no son los “inversionistas no sofisticados”.

(67) La Directiva de mercados de instrumentos financieros (MiFID), incorporada al Derecho español con ocasión de la Ley 47/2007, importó el modelo anglosajón que abandonaba el tradicional principio de concentración de órdenes en las bolsas y liberalizaba la creación de mercados y sistemas alternativos de liquidación. Su aprobación fue resultado de un enconado conflicto entre los partidarios de admitir sistemas “internalizados” de negociación (creados por las mismas empresas de servicios de inversión) que invocaban el ahorro de costes, y los mercados tradicionales que advertían de la disminución de liquidez y transparencia, la pérdida de la función de formación objetiva de los precios, así como del riesgo de conflictos de intereses en los que podían verse inmersos los intermediarios que creaban mercados internalizados (FERRARINI/RECINE, “The MiFID and Internalisation”, en Ferrarini-Wymeersch, *Investor Protection in Europe*, Oxford, 2006, 235 y ss.; KÖNDGEN/THEISSEN, “Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection”, en Ferrarini-Wymeersch, *Investor Protection in Europe*, 271).

El modelo basado en la transparencia prevaleció a partir de un impulso político liberal y poco intrusivo, en el que se consideraba que los operadores pueden autodeterminarse con información y en el que, con ella, deberían hacerse responsables de sus decisiones. A la hora de juzgar las inversiones, se prescindía, por tanto, de dicotomías que eran más clásicas en Derecho (legal-ilegal). No obstante, hace ya tiempo, advertían algunos (contra corriente) que, frente a los nuevos instrumentos financieros, la transparencia puede no cumplir el papel que se le asignó en relación con la toma de sus decisiones por los inversores⁽⁶⁸⁾. La mera información quizá no cumpla eficientemente el papel que se le asignó en relación con la toma de las decisiones de los inversores. Cada vez encuentra mayor aceptación la idea de que la mera producción imperativa de información o, incluso, la consideración de los nuevos productos desde la perspectiva de la regularidad de la distribución en el mercado no resulta suficiente⁽⁶⁹⁾. A este escepticismo sobre la eficacia de un sistema de protección que se basa sólo en las reglas de transparencia contribuye, por un lado, la debilidad mostrada por los controles privados que desarrollan los *gatekeepers* y la ausencia de mecanismos de *enforcement* o de sanciones eficaces. Lo cierto es que estos “perros guardianes” no han sido realmente capaces de garantizar la veracidad y la complitud de la información financiera relevante⁽⁷⁰⁾. La experiencia reciente permite cuestionar que las sanciones privadas (riesgo de “pérdida reputacional”) que pudieran sufrir constituyan un incentivo suficiente para que los agentes privados ejerzan un efectivo control de que la información que se publica es la necesaria y de que sea veraz. La estructura oligopolista del mercado de agencias, la ausencia de un efectivo mercado abierto (sin barreras de entrada y salida insuperables) de ejecutivos de grandes empresas o las ganancias que pueden derivarse para los *gatekeepers* por el incumplimiento de sus obligaciones de control explican bien la escasa eficacia de aquel tipo de sanciones.

(68) Conviene reproducir la nota introductoria que SÁNCHEZ ANDRÉS incluyó en su trabajo “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, *RDBB* núm. 99, 2005, 7 (la nota no se recoge en la reproducción de las publicaciones sobre mercado de valores del profesor Sánchez Andrés —*Estudios Jurídicos sobre el Mercado de valores*—, que es la edición que hemos seguido y citado en este trabajo), donde declaraba su preocupación por la reforma del mercado primario en 2005: “Soy consciente de que, si desde el exterior nos llegan como ‘productos’ vendibles a cualquier inversor algunos que no deberían ser de libre comercio, sólo las normas de conducta aplicables a las empresas que se ocupan de su colocación (que siguen teniendo alcance y contenido ‘nacional’) permitirían evitar mayores abusos. No estoy seguro, sin embargo, si empezando la reforma de la reforma por el folleto y en el sector propio de los instrumentos financieros esa posibilidad de llegar a encontrar un puerto de refugio protector en la deontología aplicable a los intermediarios financieros será siquiera remedio bastante”.

(69) RORDORF, “Importanza e limite dell’informazione nei mercati finanziari”, *Giur. comm.*, 2003, 773 y ss.; CARRIERO, *DBMF*, 1/2008, 431; CAPRIGLIONE, *BBTC*, 2008, 26 y s.; ROJO, “La protección de los inversores”, en Campobasso (ed.), *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Milán, 2005, 34 y s.

(70) PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell’investitore*, 17.

Los intereses generales que satisfacen estos sujetos justifican de sobra una ordenación y vigilancia pública de su actividad, algo de lo que las autoridades europeas están empezando a ser conscientes, al menos respecto de las agencias de *rating* ⁽⁷¹⁾.

La insuficiencia de la política de transparencia también es resultado de que los costes de análisis sobre el contenido o los riesgos de algunos de los productos financieros creados en la última década (y que tan graves y perniciosas consecuencias han tenido) resultaban tan elevados que ni siquiera los profesionales más avezados serían capaces de asumir el esfuerzo. En efecto, una de las principales causas de la crisis financiera desencadenada después del verano de 2008 se vino identificando en la comercialización de productos (derivados, *swaps*, fondos garantizados, depósitos estructurados) con un contenido complejo y de comprensión extraordinariamente difícil para cualquier inversor. Esto impedía formular —incluso a los más especializados— cualquier tipo de juicio fundado sobre ellos. Si para poder entender y valorar el contenido jurídico y económico financiero de un producto con el que se pretende captar los ahorros de los inversores son necesarios conocimientos muy especializados, en el caso de los modernos instrumentos financieros se ha llegado a decir que resultaba prácticamente inalcanzable.

La debilidad del modelo de *full disclosure* explica la aparición de nuevos esquemas tuitivos alternativos o, más a menudo, complementarios. Por un lado, trasluce cierta convicción de que a la transparencia, como instrumento de autotutela de los inversores, se le deben añadir reglas especiales de conducta presididas, al menos, por el deber de los intermediarios financieros de “conocer al cliente” para asesorarle y recomendarle en función de su capacidad de asumir riesgos ⁽⁷²⁾. La incorporación en la Ley 47/2007 de un modelo liberalizado que permite a las Empresas de Servicios de Inversión crear nuevos mercados (mediante la internalización de órdenes y los sistemas alternativos de comercialización) ha venido acompañada de nuevas obligaciones.

(71) Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, que prevé controlar las actividades de calificación de institutos de crédito, empresas de servicios de inversión, aseguradoras de vida, de no vida y reaseguradoras, organismos de inversión colectiva y fondos de inversión. Estas agencias no deben realizar actividades de asesoramiento ni evaluación si no cuentan con informaciones fundadas; deben publicar los modelos, métodos y suposiciones con los que trabajan, así como un informe anual de transparencia. Igualmente deben contar con al menos dos miembros independientes en su órgano de administración; deben garantizar la buena gobernanza y la emisión de calificaciones independientes, objetivas y de calidad adecuada; deben someterse a un mecanismo de rotación que les impida mantener relaciones prolongadas con las empresas que califican; no pueden ser destituidas salvo en caso de comportamiento profesional irregular. Como hace tiempo se sabe, el problema es que las tres agencias de *rating* relevantes son estadounidenses, lo que planteaba problemas de aplicación extraterritorial de las reglas (TAPIA HERMIDA, “La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las Agencias de Calificación en los mercados de capitales”, *RDBB*, 2005, 9; ROJO, “La protección del inversor”, 50). El Reglamento parte de un sistema de registro de las Agencias en la Comunidad Europea y de equivalencia de condiciones que permite exonerar del sometimiento de sus obligaciones a las agencias de otros países cuyo marco jurídico y de supervisión sea equivalente al del Reglamento. La cuestión es si la *Credit Rating Agency Reform Act* americana de 2006 cumple esos parámetros de equivalencia.

(72) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 704.

En particular, las Empresas de Servicios de Inversión deben determinar las características de sus clientes y clasificarlos como profesionales o minoristas. La necesidad de hacer perceptibles los riesgos especialmente graves de determinados productos o servicios demanda una regulación rigurosa sobre algunos mercados⁽⁷³⁾ o, al menos, que estos productos (y sus consiguientes riesgos) no sean trasladados a sujetos que no sean inversores especializados (*sophisticated*). Sin embargo, este tipo de normas de conducta no son de cumplimiento fácil cuando quien diseñó el “producto” de inversión (y por tanto el primer interesado en su colocación) es, precisamente, quien está obligado a tener en cuenta el perfil de riesgo del cliente⁽⁷⁴⁾.

Otras alternativas a la protección mediante deberes de transparencia son las que operan, en el ámbito resarcitorio, a través de las previsiones sobre Fondos de Garantías de Inversiones, cuya justificación, en todo caso, ha sido fundamentalmente cuestionada⁽⁷⁵⁾.

En fin, y ello constituye el tema de mayor interés, la prevención de los riesgos anudados a los nuevos productos estructurados pasa por una reconsideración del principio de libertad de emisión y un replanteamiento del eterno debate entre tipicidad o libre creación de productos al amparo de la autonomía privada. Esta última postura, la más clásica, se defiende al amparo de las ventajas de la “innovación”, calificación que incorpora por sí misma elementos positivos. Pero no puede dejar de advertirse la situación paradójica de un mundo en el que para todo tipo de productos y servicios (transportes, vehículos de motor, medicinas, alimentos, juguetes, electrodomésticos, muebles) se constata una preocupación intensísima por la seguridad, lo que conduce a controles *a priori* severísimos, mientras proliferan “productos” financieros desprovistos de cualquier control, a pesar de que se han llegado a mostrar como auténticas “armas de destrucción masiva”⁽⁷⁶⁾. Con este replanteamiento del debate no se trataría

(73) *El País Negocios*, 21 de septiembre 2008, 8 donde se recuerda que la ausencia de supervisión sobre los *credits defaults swaps* está en el origen de la crisis de AIG. Se hallan huellas de prácticas irregulares de colocación de estos productos entre inversores minoristas, quienes no fueron capaces de comprender (al parecer ni tan siquiera los “colocadores” entendían su complejidad) el contenido de lo que adquirían ni las posibilidades de su cancelación (*El País*, 27 de noviembre de 2009).

(74) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 704 y s.

(75) SÁNCHEZ ANDRÉS, “Los fondos de garantía de inversiones”, *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 1019 y s., sobre la diferente justificación de estos fondos respecto de los fondos de garantías de depósitos en entidades de crédito, y 1029 y s., para el significado y difícil adecuación del sistema de fondos de garantía de inversores en relación con el modelo normativo de *full disclosure*.

(76) Como los calificó W. Buffet en 2002 (referencia en VISENTINI, “Le nuove frontiere del diritto commerciale nella crisi economica”, *Dir.Fall.*, 2009, vol. 84, 593, 603; NIGRO, “Crisi finanziaria, banche, derivati”, *DBMF*, 1/2009, 18; id., *DBMF*, 1/2008, 11; CARRIERO, *DBMF*, 1/2008, 434). Y no es meramente una metáfora. Los principales acreedores de General Motors tenían CDS (*credit default swaps*) y prefirieron votar a favor de la quiebra y liquidación de la sociedad, en lugar de su reestructuración, porque sus créditos estaban asegurados (“it is like buying life insurance on someone else’s life and owing a licence to kill him. CDS are instruments of destruction that ought to be outlawed”, SOROS, “My Three Steps to Financial Reform”, en *Financial Times*, 17-6-2009, 9, cit. en ROSSI, *Riv. Soc.*, 2009, 932, quien defiende, 940, su tipificación legal y el control en la emisión y negociación; MÜLLER-GRAFF, “Finanzmarktkrise: Aufwind für den ‘Regulierungsstaat’”, *EWS*, 6/2009, 201, 210).

ya de atribuir a las autoridades supervisoras funciones de vigilancia previa sobre el contenido de todos los productos o contratos que se utilizan con fines de inversión. Si las agencias de *rating* fueron incapaces de establecer controles eficaces sobre los riesgos a ellos anudados, no cabe imaginar que los pueda realizar un organismo público vinculado por el deber de mantener una actitud de neutralidad respecto de los productos que se ofrecen en el mercado. Pero quizá deba plantearse la posibilidad de una determinación típica de las técnicas de captación de inversiones, como medida preventiva que evitaría incertidumbre. Los riesgos anudados a la innovación financiera sólo pueden asegurarse eficazmente cuando los instrumentos admitidos para captar inversiones son los que se han contrastado y que por ello son reconocidas legalmente con un contenido también más o menos típico.

Puede ser que alguien considere ésta una propuesta extravagante que choca con la evolución seguida por el Derecho del mercado de valores en las últimas dos décadas. Pero nadie debería dudar de que "*los tiempos están cambiando*" desde hace dos años.

