

Concepto y sistema del derecho del mercado financiero

Fernando Zunzunegui

Profesor de Derecho del Mercado Financiero, Universidad Carlos III de Madrid
fernando.zunzunegui@uc3m.es

CONCEPTO

Noción de Derecho del mercado financiero

El Derecho del mercado financiero es la disciplina académica que comprende el estudio del conjunto de normas que regulan los mecanismos que permiten garantizar la eficiente asignación del ahorro a la inversión. El mecanismo principal que permite cumplir esta función económica es el mercado. Por esta razón resulta apropiado referirse a esta parte del Derecho mercantil como Derecho del mercado financiero. De momento, debe descartarse el uso del término Derecho financiero por ser todavía utilizado para identificar al Derecho tributario.

La recepción por el Derecho mercantil de las modernas técnicas financieras es cada vez más intensa. Es precisamente la complejidad de este nuevo régimen lo que justifica, desde el punto de vista didáctico, un tratamiento autónomo de la materia. Tras abordar los precedentes e identificar las fuentes, el estudio del Derecho del mercado financiero comprende cuatro partes: instrumentos, mercados, sujetos y contratos. La primera dedicada al objeto de la materia, los instrumentos financieros, el dinero y los títulos, y al objeto social de los intermediarios, que no es otro que la prestación de servicios financieros, incluidos los de crédito que presta la banca. La segunda ocupada en la ordenación del mercado de valores como principal mecanismo de asignación directa del ahorro a la inversión. La tercera centrada en los sujetos del mercado financiero, las entidades de crédito, versión moderna de las compañías especiales de crédito del Código de comercio, y las empresas de servicios de inversión, con un capítulo dedicado a los fondos, ya sean de inversión, de titulización o de capital-riesgo, hasta ahora desgajados del tronco común. Y la cuarta, completando el estudio de la materia, dedicada a la contratación en el mercado financiero, es decir, a los negocios jurídicos que sirven a la realización de la función inversora y de gestión de riesgos.

Esta ordenación forma un sistema, el financiero, identificado por el Tribunal Constitucional como el «conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda)» [STC 133/1997, FJ 3.o].

Función económica

El mercado financiero es el mecanismo previsto por la ley para la asignación del ahorro a

las necesidades de financiación. Se confía en el mercado para cumplir esta función económica. El mercado es el canal a través del cual el ahorro (patrimonio estático) financia la inversión (patrimonio dinámico). Sirve de puente entre el presente y el futuro, permitiendo a los ahorradores convertir sus ingresos actuales en empleos futuros y a los que reciben la financiación hacer lo contrario, emplear ahora lo que ingresarán en el futuro. En este marco se pueden distinguir, desde el punto de vista económico, dos modalidades de asignación del ahorro: uno indirecto a través de la banca o el seguro y otro directo acudiendo al mercado de valores.

a) Mercado del crédito

El mecanismo bancario da lugar a la aparición del mercado del crédito. Se caracteriza por la interposición de la banca entre los depositantes de fondos y las empresas necesitadas de financiación. La actividad bancaria supone la recepción de fondos reembolsables del público vinculándolos a la concesión de crédito por cuenta propia. En este mercado no se ponen en contacto directo los suministradores de fondos con las personas necesitadas de financiación. El simple crédito, no incorporado a valores negociables, carece de las características homogeneidad y fungibilidad necesarias para ser susceptible de tráfico generalizado e impersonal en el mercado financiero. La asignación del ahorro a la inversión en el mercado del crédito requiere contar con la mediación profesional de las entidades bancarias. Estas entidades se interponen entre ahorradores y solicitantes de fondos ejerciendo el comercio de banca. Cumplen la función económica de vincular el ahorro recibido del público a la concesión de crédito. Precisamente, el Derecho bancario trata de garantizar el desarrollo de esta función económica. La empresa bancaria opera principalmente con fondos ajenos disponibles a la vista, con un grado de endeudamiento en este tipo de recursos muy superior al de cualquier otra empresa. Tal hecho tiene como consecuencia que la base del negocio bancario sea la confianza del público. Los ahorradores dan crédito porque confían en que la empresa bancaria cumplirá sus prestaciones. Confían en poder ejercitar la facultad de disposición inmediata de los fondos entregados cuando lo requieran sus necesidades. Es lo cierto que en situación normal, los cálculos técnicos del banquero permiten satisfacer las exigencias de los ahorradores, pero la experiencia histórica enseña que periódicamente las empresas bancarias se enfrentan a situaciones anormales en las que las previsiones técnicas son inaplicables. El ejercicio conjunto de la facultad de disposición con retiradas masivas de fondos determina, con independencia de su estado de solvencia y liquidez, la crisis de la empresa. Esta circunstancia determina la aparición de un Derecho especial, cuyo fundamento es la estabilidad, entendida como armonía entre los objetivos empresariales de solvencia, liquidez y rentabilidad. Se trata de preservar la estabilidad empresarial de la banca mediante normas prudenciales de disciplina y control del ejercicio de la actividad bancaria, normas de intervención aplicables en casos de crisis y normas de conducta que aseguren la protección del ahorrador reforzando la base fiduciaria del sistema.

Tradicionalmente el comercio de banca ha sido una actividad ejercida con carácter exclusivo por los bancos. Sin embargo, en la actualidad otras entidades de crédito, como son las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito, concurren en el mercado con los bancos en el ejercicio habitual de esta clase de comercio. Por esta razón, resulta apropiado el término «mercado del crédito» para referirnos al ámbito en el que se desarrolla la actividad bancaria.

b) Mercado de valores

El mecanismo directo de asignación del ahorro a la inversión tiene lugar en el mercado de valores. Este mercado cumple la función económica de permitir la asignación del ahorro entre las opciones alternativas de financiación mediante la realización de negocios sobre valores mobiliarios. Son negocios del mercado primario o del secundario. El mercado primario, o de emisión, permite a las empresas ponerse en contacto con los ahorradores para captar recursos financieros mediante la emisión de valores. El mercado secundario, o de negociación, proporciona liquidez a los valores ya emitidos al poner en contacto a los ahorradores entre sí para que realicen transacciones de valores. El mercado secundario, cuando es oficial, es un mercado reglamentado que dispone de órganos rectores propios y en el que operan intermediarios dotados de una especial cualificación, los cuales convienen y ejecutan por cuenta de sus clientes ciertos contratos típicos. La seguridad y eficacia del mercado se asegura estableciendo el estatuto que deben cumplir los profesionales que prestan servicios de inversión.

Tradicionalmente la bolsa ha sido el mercado oficial de valores. Pero la complejidad de la vida financiera ha determinado que surjan otros mercados cuyas denominaciones responden al nombre de los valores u otros instrumentos financieros que constituyen su objeto, como el de Deuda pública, el de Futuros y Opciones o el de Renta Fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF). Este hecho amplía el ámbito de la disciplina. El Derecho bursátil da paso al Derecho del mercado de valores que se integra en el Derecho del mercado financiero.

El inversor puede optar entre tomar personalmente las decisiones de inversión o dejar en manos de expertos la selección y gestión de las inversiones. Surge así la inversión institucional o colectiva realizada por unos organismos, las instituciones de inversión colectiva (IIC), que concentran los ahorros de una pluralidad de inversores. Los riesgos de la inversión recaen, como ocurre en la inversión personal, en el inversor, pero las decisiones de inversión corresponden a la institución, sin que quepan, en este caso, mandatos o instrucciones conferidos por los inversores. La inversión colectiva tiene la ventaja, frente a la personal, que permite al inversor reducir los riesgos, mediante la división de los mismos. Es un mecanismo de asignación del ahorro a la inversión que, al igual que la titulación o el capital-riesgo, favorece la inversión en valores cotizados en bolsa o en otros mercados secundarios.

c) Mercado de seguros

Desde el punto de vista económico, uno de los mecanismos que permiten asignar el ahorro a la inversión es el del seguro. Permite el «intercambio de una prestación presente y cierta, la prima, por una prestación futura e incierta, la indemnización» (EM LOSSEAR). Las entidades de seguros emplean con prudencia las primas recibidas en la adquisición de activos e instrumentos financieros. De este modo canalizan el ahorro a la inversión productiva. La especificidad de las empresas de seguro en el ámbito del sistema financiero es principio consagrado en el Derecho de la Unión Europea (véase art. 105.6 Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, que permite encomendar al Banco Central Europeo facultades de supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros). La base actuarial justifica un estatuto profesional de las entidades de seguro diferenciado del resto de las entidades financieras y un régimen contractual autónomo. El contrato de seguro en sus diversas modalidades tiene una estructura típica bien distinta a la de los servicios del crédito o de inversión que se prestan en el mercado financiero. Son razones técnicas que justifican de algún el estudio separado del Derecho de seguros.

Unidad del Derecho del mercado financiero

El Derecho del mercado financiero surge de la necesidad de dar un tratamiento unitario a los aspectos financieros del Derecho mercantil. Banca, bolsa y seguros integran el sistema financiero.

En el momento actual, el mercado del crédito y el de valores son elementos de un concepto más amplio, el de “sistema financiero” (véase STC 133/1997, FJ 3.º). La tradicional distinción entre Derecho bancario, Derecho bursátil y Derecho de seguros ha dejado de estar justificada al haberse producido la integración de estas materias bajo unos mismos caracteres y principios. En el Derecho vigente, banca, bolsa y seguros se fundan en la búsqueda de la eficiencia y la adecuación en un mercado transparente y protector del inversor.

La Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (LOSSEC), el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (LMV) y la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras (LOSSEAR) son las principales fuentes legales del Derecho del mercado financiero. Estas leyes regulan el mercado del crédito, el mercado de valores y el mercado de seguros bajo los mismos principios de eficiencia, estabilidad, adecuación y transparencia. No obstante, hay que reconocer que parten de orientaciones distintas. La LOSSEC y la LOSSEAR tienen una orientación preferentemente subjetiva, contrapuesta a la orientación objetiva de la LMV. El Derecho del mercado del crédito es un Derecho profesional que tiene por objeto las entidades de crédito y su actividad, sin embargo, el Derecho del mercado de valores es un Derecho objetivo que se concentra en los instrumentos financieros. La LMV tiene por objeto principal «las normas relativas a los instrumentos financieros» (art. 1 LMV). Este rasgo no basta, sin embargo, para justificar un tratamiento separado. Banca, inversión y seguros tienen en común, además de los principios, el objeto del mercado, los productos financieros: dinero y títulos, convertidos con el avance técnico en instrumentos escriturales, y el sujeto del mercado: la entidad financiera, dotada de un estatuto jurídico que en sus principios esenciales se aplica tanto a las entidades de crédito y seguros como a las de valores.

El Derecho del mercado de valores también comprende aspectos subjetivos, como el estatuto profesional de las empresas de servicios de inversión y la regulación de su actividad bajo principios comunes a los que rigen para las entidades de crédito y de seguros.

Aunque en el seno del Derecho del mercado financiero todavía se distinga entre normas del mercado del crédito, normas del mercado de valores y normas del mercado de seguros, se tiende, desde una perspectiva subjetiva, hacia un estatuto profesional común al conjunto de las entidades financieras aplicable tanto a las entidades bancarias y de seguros como a las de origen bursátil. La banca goza de capacidad financiera universal y concurre en el mercado de valores prestando todo tipo de servicios de inversión, y en el de seguros participando en la distribución de los productos. La especialización financiera que servía de fundamento a la separación entre el Derecho bancario, bursátil y de seguros ha dejado paso a un sistema en el que operan entidades con capacidad universal. Y desde una perspectiva contractual, las operaciones en el mercado financiero son negocios complejos en los que con frecuencia resultan vinculados el mercado del crédito, el de valores y el de seguros. Así, en banca, la remuneración a los depositantes se suele

reforzar mediante la inversión de los fondos en el mercado de valores, o, por citar otra modalidad de vinculación entre mercados, una de las garantías más deseadas por la banca para asegurar el cumplimiento de las obligaciones de sus clientes es la prenda de valores cotizados en mercados oficiales. Los seguros de vida son productos de inversión habitualmente distribuidos por la banca. A su vez, en bolsa, se dispone de mecanismos para vincular el mercado del crédito al de valores, como cuando a través del sistema de crédito al mercado la banca proporciona recursos a los inversores favoreciendo la liquidez del mercado de valores.

El término genérico «Derecho del mercado financiero» resulta apropiado para referirse a una disciplina que integra Derecho del mercado del crédito, Derecho del mercado de valores y Derecho de seguros. También resulta útil para integrar en el mismo la disciplina del mercado monetario o de dinero. No obstante, este manual se concentra en el Derecho del mercado financiero en sentido estricto, que comprende el mercado del crédito bancario, el mercado de valores o de capitales y el de seguros. Sin descuidar, en este ámbito, determinadas operaciones, como los *repos* del mercado de Deuda pública, que cumplen una función monetaria estrechamente vinculada al desarrollo del mercado interbancario de dinero.

Autonomía del Derecho del mercado financiero

El Derecho del mercado financiero dispone de un cuerpo de normas suficientemente coherentes y permanentes, bajo una misma lógica en la que prima el interés colectivo del mercado sobre el individual de quienes contratan en este ámbito, lo que permite anunciar su autonomía. Es un Derecho nacido del mercado y para el mercado, ajeno a las abstracciones y simplificaciones del Derecho común, con pluralidad de fuentes y en perpetua evolución. Forma un sistema autónomo. Tiene su origen en las prácticas profesionales de banqueros y agentes de cambio. Pero la financialización de la vida económica, con la generalización del acceso al crédito, al seguro y a la inversión, obligan a su formalización. El Derecho coloniza las prácticas profesionales, incorporando nuevas formas de propiedad, anotada en cuenta, y de transmisión de la riqueza mobiliaria, a través de operaciones de mercado con registro contable de las transacciones.

La búsqueda de la seguridad y de la eficiencia en el mercado impone este desarrollo de la regulación financiera. De su maduración surge, con sus particularismos, un sistema coherente de normas jurídicas. Ya no se puede seguir afirmando que la banca o los mercados financieros son un sector no colonizado por el Derecho. O que la regulación financiera es una normativa infrajurídica. El mercado financiero ha adquirido tanta importancia que no puede abandonarse a los técnicos. La relevancia que en la economía moderna ha adquirido el mercado financiero justifica la existencia de un Derecho específico, el Derecho de la moderna economía financiera o Derecho del mercado financiero.

JUSTIFICACIÓN DEL DERECHO DEL MERCADO FINANCIERO

El Derecho del mercado financiero se justifica por la necesidad de garantizar la eficiente asignación del ahorro a la inversión, necesaria para cumplir los objetivos constitucionales de progreso económico y pleno empleo. La vida financiera está basada en la confianza del público y

se encuentra siempre amenazada por la inestabilidad que puede resultar de la lesión de esta confianza. Precisamente, para garantizar el correcto funcionamiento del mercado se establece un estatuto profesional de las entidades financieras y un régimen contractual protector de la clientela.

Derecho del mercado financiero y disciplina de la competencia

El Derecho del mercado financiero no se justifica por la importancia económica de las entidades financieras ni por la necesidad de controlar la excesiva concentración de poder en este tipo de empresas.

La importancia económica de la actividad de las entidades financieras está fuera de toda duda. Sin embargo, su relevancia jurídica no deriva principalmente de este hecho. Las diferencias cuantitativas o de magnitud no explican la existencia de un Derecho aplicable a este tipo de empresas. Si en esencia los problemas de las entidades financieras fuesen los comunes al resto de las empresas, bastaría con desarrollar la normativa general.

Hay autores que consideran que el Estado debe limitar la actividad de las entidades financieras para evitar la excesiva concentración de poder en este tipo de empresas. Pero es un hecho que hay una rama del Derecho que tiene por objeto la defensa de la competencia en el mercado y el control de las concentraciones económicas; y no hay razones que justifiquen, bajo este punto de vista, la necesidad de un tratamiento especial de las entidades financieras. Así lo contempla el Derecho de la Unión Europea, en el que las normas relativas a la competencia se aplican sin ninguna derogación a las entidades financieras, siendo el criterio que también se sigue en el Derecho español. Las prácticas restrictivas o abusivas de la libre competencia que realicen las entidades financieras se someten al régimen de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, con alguna exclusión relativa a la concentración económica (véase art. 7.3.b), y sus conductas desleales a lo dispuesto en la Ley de Competencia Desleal de 10 de enero de 1991 (véase RTDC 11-III-1994, sobre banca). En este sentido, el Tribunal de Defensa de la Competencia declaró que la fijación y publicación concertada por las entidades de crédito de tarifas comunes sobre comisiones, condiciones y gastos aplicables como máximos a la clientela constituye una práctica restrictiva de la competencia (RTDC 30-IV-1993). Y que los acuerdos de reparto de mercados entre cajas de ahorros, limitando la expansión a su «territorio natural», constituyen una práctica restrictiva de la competencia (RTDC 31-VII-1996).

Hay además diferencias sustanciales entre estas dos ramas del Derecho mercantil. El Derecho de la competencia reafirma los pactos y contratos como el instrumento de intercambio de bienes en el mercado, velando por su lealtad y sancionando los ataques a la libre competencia. Sin embargo, el Derecho financiero considera la operación de mercado como principal forma de transmisión de los productos financieros, operaciones de mercado caracterizadas por su despersonalización y régimen derogatorio del Derecho común. Por otro lado, el Derecho de la competencia faculta a los poderes públicos para modular las operaciones entre empresas, por ejemplo, las que entrañan una concentración de poder en el mercado. Sin embargo, los supervisores financieros deben actuar siempre con neutralidad, sin injerirse en las decisiones de los participantes en el mercado. En este sentido, ante la irrupción Fintech deben aplicar el principio de neutralidad tecnológica.

No obstante, hay que tener en cuenta que la normativa sectorial afecta a la competencia en el mercado. La ordenación financiera parte de la reserva de las actividades financieras en favor de determinados sujetos. Por ejemplo, sólo las entidades bancarias pueden captar del público depósitos reembolsables a la vista. Se limita el acceso al mercado con el fin de asegurar su control. Estas y otras normas de eficiencia del mercado financiero fijan el marco en el cual se aplica el Derecho común de la competencia. Por esta razón, la ordenación financiera deberá valorar su impacto sobre la competencia y otras consideraciones coste-beneficio.

Derecho del mercado financiero y medidas de política económica

El Derecho del mercado financiero tampoco se justifica por la necesidad de utilizar a las entidades financieras como instrumento de política económica. Es lo cierto que hay normas de política económica en defensa de la moneda y del gobierno del crédito cuyo objeto es la actividad de las entidades financieras. Pero el Derecho del mercado financiero se distingue de este tipo de normas de Derecho público. Su fin es garantizar el correcto funcionamiento del mercado financiero como mecanismo eficaz de asignar el ahorro a la inversión al margen de las intervenciones propias de la política económica. Esta distinción la recoge el art. 149 de la Constitución al fijar el reparto de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas y separar las competencias sobre las «bases y coordinación de planificación general de la actividad económica» y sobre el «sistema monetario: divisas, cambio y convertibilidad» correspondientes a la política económica, de la competencia sobre las «bases de la ordenación del crédito [y] banca» propia del Derecho del mercado financiero. También está reconocida en el art. 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, que distingue entre «definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad», función básica del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), y la «buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero».

Tradicionalmente se ha justificado el estatuto profesional de las entidades financieras por razones de política económica. El gobierno del crédito da lugar a que se actúe sobre las entidades financieras con el fin de alcanzar objetivos de política económica. Estas intervenciones políticas se distinguen de las normas que tienen por objeto lograr el buen funcionamiento del mercado financiero. Las intervenciones políticas tratan de alcanzar sus objetivos, control del ciclo económico, búsqueda de la estabilidad económica general, corrección de los equilibrios y de las insuficiencias que se manifiestan en el proceso de desarrollo económico e intervención en el campo del consumo, preservando la libertad empresarial propia de una economía de mercado. Las normas financieras, por el contrario, regulan la organización del mercado, las empresas financieras y las condiciones en que contratan. En la actualidad se descarta la asignación política de los recursos de las entidades financieras mediante coeficientes de inversión, mientras que se refuerzan las exigencias técnicas de solvencia derivadas de la aplicación de coeficientes de recursos propios. Aunque hay que advertir del retorno al gobierno del crédito por parte de algunas Comunidades Autónomas en el ejercicio de sus competencias sobre cajas de ahorros. Así, una de las funciones de la Federación de Cajas de Ahorros de Andalucía consiste en «orientar las inversiones de las Cajas de Ahorros, de acuerdo con las normas generales sobre inversión regional» [art. 92.b) Ley de la Comunidad Autónoma de Andalucía 15/1999, de 16 de diciembre, de Cajas de Ahorros de Andalucía].

A su vez, la necesidad de contar con una política monetaria en defensa de la moneda también ha servido para justificar el estatuto de las entidades financieras. El negocio bancario proporciona la mayor parte de la oferta monetaria de la economía y de su control depende el valor de la moneda. El sistema de la ley crea los instrumentos para la eficaz ejecución de la política monetaria en relación con el ejercicio de la actividad bancaria, pero no los confunde con los que protegen el correcto funcionamiento del mercado financiero. La ejecución de la política monetaria tiene como presupuesto el correcto funcionamiento del mercado financiero, lo cual coloca las normas sobre estabilidad que integran el Derecho del mercado financiero en una situación preferente en relación con las normas sobre defensa de la moneda. Además, si la búsqueda de la estabilidad de las entidades financieras es un objetivo generalmente admitido, la instrumentación monetaria de la banca, e incluso la misma validez de la política monetaria, son en nuestra época objeto de discusión en la literatura económica. El coeficiente de caja es uno de los más conocidos instrumentos de política monetaria, estudiado, con frecuencia, pese a su carácter político, como parte de la ordenación del mercado del crédito (véase STS, 3.a, 19-VI-1997, FD 9.o). En la Unión Europea son ámbitos diferenciados. La defensa de la moneda corresponde al SEBC y la supervisión prudencial de las entidades de crédito al Mecanismo Único de Supervisión integrado por el BCE y las autoridades nacionales.

Derecho del mercado financiero y protección del consumidor

Los ahorradores ocupan una doble posición en el mercado financiero. Son, por un lado, inversores, asegurados o depositantes, que deciden dar determinado destino a sus ahorros, ya sea mediante la inversión en bolsa, el pago de prima de seguros o las imposiciones a plazo fijo, y, por otro lado, son clientes de las entidades financieras, usuarios de sus servicios.

De conformidad con esta doble posición, en el Derecho del mercado financiero la protección del ahorrador se organiza, por un lado, a través de un régimen de protección basado en la transparencia informativa de las características de los productos financieros y de la solvencia de sus emisores o creadores, y, de otro, mediante una normativa protectora del usuario de servicios financieros, incluidos los reglamentos internos de conducta de los propios intermediarios, que trata de prevenir y proteger al cliente frente a los conflictos de intereses que puedan surgir con su intermediario.

Hay que diferenciar, por lo tanto, entre la protección del ahorrador como inversor, asegurado o depositante y la protección del ahorrador como cliente de los intermediarios financieros.

El ahorrador como inversor es protegido a través de la información. Debe estar suficientemente informado de los activos en los que invierte. Tiene derecho a conocer sus derechos y obligaciones, la solvencia del emisor y las características del instrumento ofrecido. Pero el inversor también debe ser consciente del riesgo que asume y de que su ganancia no está garantizada. Como inversor asume un riesgo de mercado. Es un especulador que pretende revender a plazo con una ganancia. Los activos financieros no son bienes de consumo.

Como cliente del intermediario el ahorrador merece la protección de usuario de servicios financieros. El intermediario es un prestador de servicios financieros que cumple la función de

facilitar a sus clientes el acceso al mercado. Es importante destacar que las entidades financieras son “intermediarios” al servicio de sus clientes, en una intermediación forzosa dada la estructura del mercado que veta el acceso directo del inversor. Para comprar o vender valores en bolsa o acceder a los sistemas de pago, necesariamente el ahorrador debe acudir a un intermediario. El intermediario es su colaborador, su comisionista. En una relación fiduciaria, le entrega su patrimonio mobiliario para que lo custodie y lo canalice, de conformidad con sus instrucciones, al mercado financiero. El intermediario es gestor del interés del cliente. Al canalizar y ejecutar la orden de inversión o prestar el servicio de pagos, debe hacerlo en interés del cliente. No hay aquí la contraposición de intereses que existe en las compraventas, entre el consumidor y la gran empresa comercializadora. Pero en la prestación del servicio pueden surgir conflictos de interés entre el interés del cliente, cuyo ejercicio corresponde al intermediario, y el interés propio del prestador del servicio. El conflicto surge cuando el prestador del servicio ofrece, además de la intermediación, la contrapartida, por ejemplo, por vender de su propia cartera los valores que el cliente le ha ordenado adquirir en el mercado. Para evitar el riesgo de conflictos de interés la regulación financiera dicta normas de conducta de los intermediarios. Así, los prestadores de servicios de inversión deben disponer de una política de gestión de los conflictos de intereses destinada a impedir que perjudiquen los intereses de sus clientes (art. 195.2 LMV).

Decir que el Derecho del mercado financiero se funda en la protección del ahorrador puede resultar engañoso. Inclina a considerar que las normas sectoriales forman parte integrante del Derecho del consumidor. Según esta posición

Se protege al ahorrador como usuario de servicios financieros frente a la entidad financiera. La entidad financiera está a sus órdenes para defender y representar sus intereses. Por esta razón se previene la aparición de conflictos de intereses. Pero conviene advertir que las normas sectoriales son de carácter administrativo, dirigidas a regular el tráfico financiero. No se dirigen como objetivo principal a proteger los derechos subjetivos del usuario. Si bien la normativa sectorial sobre el tráfico financiero contribuye a la protección de los usuarios de los servicios financieros. Como dice el Libro Verde de la Comisión Europea sobre «Servicios financieros: cómo satisfacer las expectativas de los consumidores», de 22 de mayo de 1996, al salvaguardar la solidez, integridad y fiabilidad de los proveedores de servicios financieros, las normas prudenciales garantizan una valiosa protección a los usuarios de dichos servicios. El estatuto prudencial de los proveedores de servicios de inversión y los códigos deontológicos de estos profesionales ofrecen a los usuarios cierto grado de protección. Pero es una protección indirecta, ya que la finalidad de estas normas no es la protección de los usuarios, sino garantizar el correcto funcionamiento del mercado de financiero (véase STJCE 12-X-2004). Más allá de los intereses de los inversores afectados lo que está en juego es la credibilidad del mercado financiero, lo cual justifica un régimen establecido “en defensa del interés público porque el mercado de valores funcione de manera transparente y fiable” (STS, 3.ª, 1-VII-2008).

El derecho de consumo y la regulación financiera son normativas que de algún modo se solapan. El usuario de servicios financieros goza, como tal, de la tutela del Derecho de los consumidores y usuarios, y, al mismo tiempo, de la protección indirecta que le proporciona la normativa sectorial del mercado financiero.

Si bien, en la normativa sectorial existen leyes especiales de protección directa del usuario de servicios financieros, como son las de crédito al consumo e hipotecario y la de servicios de

pagos. Asimismo, la moderna legislación financiera fortalece la protección directa del ahorrador con otra medida concreta: la creación de fondos de garantía. La protección del ahorrador, ya sea depositante o inversor, se ve reforzada al añadirse a la protección indirecta, que proporcionan las normas prudenciales, de adecuación y de transparencia, la protección directa derivada de la existencia de fondos de garantía de depósitos y de inversiones.

CARACTERES

Fruto de su evolución histórica, el Derecho del mercado financiero responde a las siguientes líneas generales:

a) Es una disciplina sectorial, desgajada del Derecho mercantil, que cuenta con una intensa influencia del Derecho público.

b) Es una rama del Derecho en la que la técnica adquiere relevancia jurídica y penetra en la estructura del contrato.

Carácter sectorial

El Derecho del mercado financiero es un Derecho autónomo con principios propios, que se caracteriza por la conjunción de normas de Derecho público y normas de Derecho privado en un ordenamiento sectorial. Es un Derecho autónomo en formación, que todavía sigue formando parte del Derecho mercantil, a modo de rama desgajada del moderno Derecho del mercado.

(), el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (LMV) y la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras ()

La LOSSEC, la LMV y la LOSSEAR, y su desarrollo reglamentario, forman una disciplina coherente y moderna, si por coherente y moderna entendemos una ordenación que fija los principios que presiden su aplicación (la eficiencia del propio mercado, la estabilidad de los intermediarios y la transparencia del mercado), ofrece una estructura (distinguiendo entre normas de eficiencia, prudenciales, de adecuación y de conducta), dota al sistema de autoridades administrativas independientes (el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores), determina el objeto de la materia (los productos financieros), organiza los diversos mercados de instrumentos financieros (primarios y secundarios) y formula el estatuto profesional de los intermediarios (en protección de la solvencia, siguiendo el modelo bancario).

La intervención de la Administración en la industria puesta de relieve en los estudios generales de Derecho mercantil alcanza en el mercado financiero mayor intensidad. Pero la presencia de este elemento público no debe significar una ruptura de la disciplina profesional. No resulta adecuado, desde el punto de vista sistemático, distinguir entre un Derecho público que estudie el estatuto profesional de las entidades financieras y un Derecho privado que atienda a los contratos que se celebran en dicho mercado, porque se estaría separando la empresa del contrato. En el ejercicio de una profesión comercial la empresa y el contrato son partes integrantes del

Derecho mercantil y también en el mercado financiero se debe mantener esta unidad. El Derecho del mercado financiero comprende tanto las normas que forman el estatuto profesional de las entidades financieras como las normas que regulan los contratos financieros. Hay una unidad técnica y jurídica de la materia. No obstante, es lo cierto que las normas de naturaleza pública deben recibir en Derecho del mercado financiero exclusivamente la atención que una exposición sistemática de la materia exige, pues su estudio ulterior sigue correspondiendo al Derecho público. Este criterio delimita la sucinta referencia que haremos a las autoridades financieras y al régimen de la vigilancia administrativa.

En el mercado de valores aumenta la dificultad de distinguir entre el ámbito del Derecho público y el del Derecho privado. Si el Derecho mercantil regula las relaciones que surgen en el ejercicio de la actividad empresarial, el Derecho del mercado de valores regula entre los actos de los empresarios los relativos a la emisión de valores y la negociación posterior de dichos valores. Es lo cierto, sin embargo, que la cada vez más intensa subordinación del estatuto del empresario a las normas de Derecho público adquiere una relevancia muy especial en el mercado de valores. Por esta razón conviene insistir en que pertenecen al Derecho del mercado de valores tanto las normas que regulan la organización del mercado como aquellas que regulan la contratación. El Código de comercio ya contenía normas institucionales junto a las contractuales. En Derecho comparado encontramos leyes especiales que regulan la bolsa en sus aspectos organizativos y contractuales. En la LMV hay numerosas normas de Derecho público junto a las normas de Derecho privado, si bien, como señala su Exposición de Motivos, «gran parte de los preceptos de la Ley han de ser calificados de normas de Derecho mercantil».

Carácter técnico

Entre las notas del Derecho del mercado financiero destaca su carácter técnico. Las operaciones bancarias, bursátiles y de seguros, cada vez son más complejas en su naturaleza y contenido. Si en otros ámbitos el Derecho modifica comportamientos, en el mercado financiero se limita a reconocer y dar forma a las operaciones practicadas en el tráfico.

Los organismos internacionales y las asociaciones profesionales de bancos de inversión, con la valiosa asesoría de las firmas globales de abogados, han desarrollado un compendio de reglas y códigos aplicables a las operaciones que tienen lugar en el mercado financiero en las que priman las soluciones técnicas propias de la industria. Estos agentes han sabido dar respuesta a los retos que plantea la evolución de los mercados financieros.

En este marco, el Derecho del mercado financiero ofrece la contribución de la seguridad jurídica a la técnica financiera. Se consigue que aumente la rapidez de las operaciones sin descuidar la seguridad jurídica. Este tipo de ordenación busca preservar, en todo caso, la innovación tecnológica y la competencia en el sector. La limitación a la autonomía privada sólo se justifica por la seguridad y eficiencia que las medidas de ordenación ofrecen al tráfico financiero.

La perfección y la consumación de los contratos se ven afectadas por este aspecto técnico. La aplicación de la técnica da lugar a un automatismo en la contratación no desconocido en otros sectores del Derecho mercantil, pero con rasgos originales en materia financiera. Hay un

formalismo técnico derivado de la aplicación de la informática a operaciones realizadas en masa. Una vez producida la declaración de voluntad del cliente se aplica un mecanismo financiero con el que se alcanzan los resultados pactados. Pero el cliente desconoce al contratar y durante la ejecución del contrato el procedimiento que utiliza la entidad financiera para llegar al resultado deseado. El cliente ignora las distintas fases por las que transcurre la ejecución de la operación. Por ejemplo, cuando un cliente ordena a la entidad financiera que le lleva sus cuentas, una transferencia de efectivos o un traspaso de valores, el mandato es recibido por la entidad del ordenante, pero no es ejecutado de forma bilateral con la entidad del beneficiario. Para relacionarse entre sí las entidades se sirven de complejos sistemas de pago y liquidación de valores. Estos sistemas, denominados tradicionalmente cámaras de compensación, forman estructuras centralizadas que relacionan a las entidades con el fin de asegurar el débito en la cuenta del ordenante y el correlativo abono en la del beneficiario, reduciendo el riesgo de fraude en el movimiento de la riqueza escritural.

El interés público en el buen funcionamiento del mercado financiero justifica la coactividad, automatismo y tipicidad propias de esta disciplina. Esta importante función que desempeña la técnica en el mercado financiero llega a afectar a la aplicación de los principios del Derecho común. Las operaciones financieras tienen su propio régimen, adaptado a las exigencias de la técnica, lo cual entraña cierto particularismo que lo dota de autonomía. La perfección de los contratos, sus sistemas de garantías y la ejecución de los mismos tienen lugar a través de sistemas centralizados y encadenados, cuya naturaleza jurídica está todavía por determinar. Impera la lógica del mercado sobre el Derecho común de las obligaciones y contratos. Pensemos en una compraventa bursátil o en el ejemplo citado de la transferencia bancaria, como operaciones complejas, encadenadas, en las que participan diversos intermediarios adheridos a sistemas centralizados de liquidación, que se separan de la contratación sinalagmática del Derecho común.

Es una normativa caracterizada por la innovación tecnológica. Esta innovación se ha intensificado con el uso de internet y del análisis de datos. Surgen plataformas que prestan en línea nuevos servicios financieros. Nos referimos a la tecnología financiera, conocida como Fintech que transforma la prestación de servicios financieros. Facilita el acceso y reduce los costes. Este cambio afecta tanto a la regulación como a la supervisión financiera.

PRINCIPIOS

El Derecho del mercado financiero se funda en los principios de eficiencia, de estabilidad, adecuación y de transparencia. Hay una aspiración formal hacia la eficiencia del mercado. Asimismo se busca la estabilidad de los intermediarios y la adecuación de los servicios a las necesidades de los usuarios, en un ámbito de transparencia informativa que garantice un trato equitativo del ahorrador. La protección de estos valores fundamentales determina los fines y la estructura del Derecho del mercado financiero según se recoge en el siguiente esquema:

Principios	Fines	Estructura
Eficiencia	Protección del buen funcionamiento del mercado financiero	Normas de eficiencia
Estabilidad	Protección de la solvencia, liquidez y rentabilidad de las entidades financieras	Normas prudenciales
Adecuación	Adecuación del producto a las necesidades del cliente	Normas de gobernanza
Transparencia	Protección del ahorrador frente a la asimetría informativa	Normas de conducta

Estos principios son orientaciones políticas (*policies*), necesarias para interpretar las numerosas y complejas normas que integran la ordenación financiera. Son principios entrelazados que mutuamente se complementan. Deben convivir en un justo equilibrio.

Principio de eficiencia

La ordenación financiera tiene una pretensión de eficiencia, de cumplimiento de sus objetivos al menor coste social. En otras palabras, la protección del correcto funcionamiento del mercado financiero constituye la mejor forma de garantizar la eficiente asignación de los recursos financieros, necesaria para cumplir los objetivos constitucionales de progreso económico y pleno empleo en una economía de mercado.

El rechazo que provoca en los juristas la reducción del Derecho a un puro análisis económico no puede significar el abandono de la eficiencia como un principio más de la ordenación del mercado, en particular del financiero. En la ordenación financiera se debe elegir el mejor camino para superar las deficiencias del mercado. Debemos partir del reconocimiento de que el mercado financiero no es un mercado perfecto. La literatura económica pone de relieve sus graves deficiencias. Existen asimetrías informativas que dañan su liquidez y dificultan la correcta formación de los precios. El inversor profano ni dispone ni puede interpretar la información como lo puede hacer un profesional. Y ante estas desigualdades informativas surgen conflictos de intereses y conductas abusivas. Son carencias que exigen respuestas organizativas que vayan más allá de la mera exigencia general de validez y eficacia de las normas. Como todas las normas, las financieras deben haber sido creadas legalmente (validez) y tener la pretensión de ser aplicadas

(eficacia), pero, además, para estar legitimadas, deben ser eficientes, es decir, cumplir su objetivo de asignar el ahorro a la inversión al menor costo social posible (eficiencia).

La ordenación financiera debe ser neutral, basada en la objetividad de las actuaciones de las autoridades públicas, en garantía del buen funcionamiento del mercado. En este marco surgen las autoridades financieras, como agencias independientes, con el objetivo de asegurar que el mercado funcione y, ante situaciones de crisis, contribuir a restablecer la normalidad.

Como en cualquier otro mercado, se preserva el buen funcionamiento mediante normas que regulan la libre competencia. Las principales son aquellas que garantizan la correcta y leal competencia. Pero en la regulación del mercado financiero, al Derecho común de la competencia se añade la eficiencia como elemento cualitativo. Bajo este principio deben interpretarse las normas que aseguran la igualdad en el acceso al mercado y el libre ejercicio de las actividades financieras. La búsqueda de la eficiencia se hace patente en la reserva legal de la apelación al ahorro del público en favor de determinados sujetos, o en la intervención pública en la organización de los distintos mercados financieros. Son límites a la libertad de empresa necesarios para garantizar el buen funcionamiento del mercado.

La legislación del mercado financiero proclama como principio rector el de «eficiencia en la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión» (EM LIIC). El fundamento último de toda la legislación financiera consiste en la necesidad de garantizar el eficiente funcionamiento de los mercados financieros (EM LOSSEC; EM y arts. 75 LMV). En aplicación de este principio, la determinación de las sanciones se hace depender de las consecuencias desfavorables de los hechos para el sistema financiero o la economía nacional [art. 103.g) LOSSEC, aplicable también en el mercado de valores art. 310.1.g) LMV].

La búsqueda de la eficiencia lleva a instrumentalizar otras ramas del Derecho. Así, el Derecho de sociedades se pone al servicio de la ordenación financiera, para facilitar las ofertas públicas o la divulgación de la información societaria.

Principio de estabilidad

El Derecho del mercado financiero se funda también en la necesidad de garantizar la estabilidad de las entidades financieras en defensa del normal funcionamiento del mercado financiero y en protección de los ahorradores. La mirada se fija aquí en la paz financiera de cada empresa (estabilidad microeconómica) y del sistema en su conjunto (estabilidad macroeconómica).

El concepto de estabilidad empresarial es común a todas las empresas, pero reviste caracteres especiales en las empresas que ejercen el comercio de banca y las demás actividades financieras. En la ciencia económica se considera que una empresa es estable cuando armoniza sus objetivos de solvencia, liquidez y rentabilidad. Es necesario mantener, por un lado, las disponibilidades necesarias para atender puntualmente los pagos (liquidez), procurar, por otro lado, la efectividad de sus activos (solvencia), y obtener, asimismo, la ganancia suficiente para remunerar a los fondos empleados (rentabilidad). Lo que distingue a la empresa financiera de las demás, en relación con la estabilidad, es el grado de dificultad que encuentra para armonizar estos

objetivos. En este tipo de empresas la incertidumbre es mayor y el riesgo de inestabilidad más elevado. La crisis de confianza en una empresa financiera puede tener como consecuencia la extensión de la desconfianza a otras entidades y llegar a constituir una amenaza para el conjunto del sistema financiero (efecto dominó). Esta posibilidad del contagio de la inestabilidad refuerza la necesidad de ordenar jurídicamente la actividad financiera mediante normas protectoras de la solidez de los intermediarios.

La necesidad de garantizar la estabilidad es más intensa en las entidades bancarias. Estas entidades cumplen una función peculiar y crucial en la economía al suministrar los medios de pago. Se deben prevenir sus crisis para evitar que multipliquen su efecto sobre la economía. Hemos de reconocer que la empresa bancaria opera principalmente con fondos ajenos disponibles a la vista, con un grado de endeudamiento en este tipo de recursos muy superior al de cualquier otra empresa. Tal hecho tiene como consecuencia que el fundamento del negocio bancario sea la *confianza del público*. Los ahorradores dan crédito porque confían en que la empresa bancaria cumplirá sus prestaciones. Confían en poder ejercitar la facultad de disposición inmediata de los fondos entregados cuando lo requieran sus necesidades. Pero la práctica muestra que el ejercicio conjunto de esta facultad con retiradas masivas de fondos determina, con independencia del estado de solvencia y liquidez, la *crisis* de la empresa. La banca no ofrece nunca una garantía absoluta de la disponibilidad inmediata del ahorro recibido, pues esto sólo sería posible con la reserva total de los fondos, es decir, con la negación de la actividad bancaria, ya que ésta supone, en alguna medida, la inversión crediticia de estos fondos. Es lo cierto que, en *situación normal*, cálculos técnicos permiten satisfacer las exigencias de los ahorradores. Pero la experiencia histórica enseña que periódicamente las empresas bancarias se enfrentan a *situaciones anormales* en las que las previsiones técnicas son inaplicables. La banca opera en un precario equilibrio basado en la confianza de los ahorradores. La fragilidad es consustancial a la banca. Son empresas esencialmente inestables. Surge así la necesidad de ordenar la materia para garantizar la estabilidad y, en su caso, eliminar la inestabilidad. En este orden de cosas se advierte que la confianza no sólo es la base de la empresa sino también de la propia actividad. La crisis de confianza en una empresa bancaria puede tener como consecuencia la extensión de la desconfianza a otras entidades y llegar a constituir una amenaza para el conjunto del sistema financiero (riesgo sistémico). Con la generalización de la crisis se puede llegar a desconfiar de la aptitud de la banca para dar empleo productivo al ahorro del público. Esta posibilidad del *contagio* de la inestabilidad refuerza la necesidad de ordenar jurídicamente las actividades bancarias y financieras.

El principio de estabilidad está enunciado tanto en la legislación bancaria como en la del mercado de valores, distinguiendo entre la estabilidad de sistema y la estabilidad de las entidades.

Principio de adecuación

Los servicios y productos financieros deben ser adecuados a los intereses de los usuarios. Los fabricantes y distribuidores de productos financieros deben determinar el público al que se dirigen y las necesidades que se dirigen a satisfacer. Solo se pueden crear productos que cubran las necesidades de los usuarios. Esta gobernanza se aplica durante toda la vida del producto.

Principio de transparencia

La transparencia y la correcta formación de los precios es uno de los principios tradicionales de la ordenación del mercado financiero, cuya protección constituye uno de los principales objetivos de las autoridades financieras (véase, respecto al mercado de valores, el art. 17.II LMV).

El mercado financiero es un mercado imperfecto en el que el coste de obtener información acerca del riesgo de inversiones financieras alternativas es excesivamente elevado para muchos de los inversores en relación con las sumas que ellos invierten. Esta asimetría informativa hace necesario proteger al público ahorrador de su propia conducta y evitar las pérdidas de los pequeños depositantes e inversores, pues para ellos la importancia de la pérdida es superior a la de un inversor profesional, y la desconfianza que estas pérdidas generan es contagiosa. Por esta razón, se impone la obligación de suministrar información al mercado por parte de todas aquellas personas que apelan al ahorro del público. Es justo, por tanto, que los emisores de valores y, en general, quienes pretenden captar fondos del público deban informar de forma completa y oportuna sobre sus ofertas para que los interesados puedan adoptar decisiones fundadas de inversión.

Por otro lado, se deben evitar los conflictos de intereses que se manifiestan ante las desigualdades informativas. Se aspira a la equidad en el uso de la información financiera.

Se trata, en cualquier caso, de contribuir a facilitar al inversor la información necesaria para permitirle tomar decisiones fundadas sobre la oportunidad de adquirir o enajenar determinados instrumentos financieros. A esta finalidad responden las normas que regulan los folletos de admisión a cotización en una bolsa de valores y los de oferta pública, y la obligación de informar al mercado sobre los detalles de las operaciones realizadas.

La técnica bursátil exige a los emisores dar información para que los interesados puedan adoptar decisiones fundadas de inversión. Debe tratarse de una información precisa y completa, y, además, con el fin de mantenerse actualizada, continuada. Para ser completa la transparencia informativa debe alcanzar a extremos jurídicos (estatutos) y económicos (solventía, liquidez y rentabilidad), así como a cualquier hecho relevante con repercusión sobre las expectativas del emisor.

La obligación de suministrar información al mercado se impone en aquellas sociedades anónimas que recurren al ahorro del público a través del mercado. Y es lo cierto que mediante las exigencias de transparencia, el Derecho del mercado de valores influye en la estructura de la gran sociedad anónima. El hecho de que las acciones y las obligaciones emitidas por las sociedades anónimas sean objeto de un mercado incide en el Derecho de sociedades. En Italia el *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, de 24 de febrero de 1998, dedica un capítulo a la disciplina de las sociedades anónimas cotizadas. En España, en un principio se prefirió utilizar la vía de la recomendación, como se deduce de la aprobación el 26 de febrero de 1998 del «Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas», por la Comisión Especial nombrada por Orden de 24 de marzo de 1997 (Comisión Olivencia). Sin embargo, tras el «Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas» (Informe Aldama), de 8 de enero de 2003, que revisó los trabajos de la anterior, se impulsaron determinadas reformas legales, la principal de 17 de julio de 2003, de

transparencia de las sociedades cotizadas, que añadió un nuevo título a la Ley del Mercado de Valores, para regular este subtipo de sociedad anónima. El Real Decreto Legislativo 1/2010 deja sin contenido este título, para incorporarlo al título XIV de la Ley de Sociedades de Capital, que fue posteriormente modificado por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, para la mejora del gobierno corporativo. Con este cambio, la normativa de la sociedad cotizada pierde su anclaje en el mercado para diluirse en el régimen de las sociedades de capital.

Por otro lado, la información que deben facilitar los emisores al mercado se debe completar con la transparencia operativa de los intermediarios que operan en el mercado financiero, quienes deben informar al público de las condiciones en que están dispuestos a contratar. Como venimos repitiendo, el Derecho del mercado financiero se justifica por la necesidad de que exista una ordenación jurídica que permita al mercado cumplir la función de asignar el ahorro a las necesidades de financiación, pero para que el mercado cumpla esta función el público debe conocer el contenido y significado de las operaciones. En respuesta a esta concreta exigencia de transparencia se impone cierta uniformidad de la forma de los contratos y en la modalidad del cumplimiento de los contratos, es decir, en los procedimientos de contratación y liquidación de las operaciones.

En particular, en el mercado de valores se trata de proteger el mecanismo de la libre formación de los precios, precisamente con la finalidad de garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversores (SAN 29-IX-1997). La importancia del bien social protegido determina incluso su protección penal. Los que empleando violencia, amenaza o engaño, intentaren alterar los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de productos o instrumentos financieros, difundieren noticias o rumores con datos falsos con el fin de alterar o preservar el precio de cotización de un instrumento financiero, obteniendo un beneficio superior a 300.000 euros o utilizando información privilegiada, realizaren transacciones o dieran órdenes de operación susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre instrumentos financieros son sancionados con pena de prisión de seis meses a dos años o multa de doce a veinticuatro meses con inhabilitación de uno a dos años para intervenir en el mercado financiero (véase art. 284 Cp).

ESTRUCTURA DEL DERECHO DEL MERCADO FINANCIERO

A partir de los principios enunciados se despliega toda la arquitectura jurídica de la ordenación financiera. Se distinguen tres categorías de normas según el principio que preferentemente realicen. Hay normas que desarrollan el principio de eficiencia, normas prudenciales que procuran la estabilidad, normas de gobernanza de adecuación de los productos a las necesidades de los ahorradores, y normas de conducta dirigidas a la protección de la transparencia.

Normas de eficiencia

El Derecho del mercado financiero se funda, como hemos adelantado, en el principio de eficiencia del mercado del crédito y del mercado de valores como medios capaces de asignar el ahorro a la inversión. Esta eficiencia se pretende lograr mediante normas que afectan a la concurrencia en el mercado. La principal es la reserva legal de la apelación al ahorro del público,

de la cual deriva la especialización financiera y la posibilidad de que el ejercicio de una misma función financiera se atribuya a distintas categorías de sujetos.

El modelo seguido en España, y generalizado en la Unión Europea, parte de la reserva legal de la prestación de servicios financieros en favor de intermediarios profesionales con el fin de someter a control administrativo sus actividades. Se parte del ejercicio exclusivo de las actividades financieras por las entidades habilitadas bajo los principios de especialización y pluralismo. La defensa de la estabilidad financiera impone, en defensa del interés general, la especialización financiera asociada al carácter reservado de cada una de las actividades. Pero, asimismo, rige en este ámbito el pluralismo institucional. El desarrollo de la actividad bancaria o de prestación de servicios de inversión no es exclusivo de una única categoría de entidad financiera. No hay una entidad titular de la reserva, sino una pluralidad de categorías que gozan de tal posición. Por ejemplo, pueden desarrollar la actividad bancaria bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Los servicios de pagos pueden ser prestados por entidades de crédito o de pagos. La especialización es perfectamente compatible con el pluralismo. Para su existencia no es necesario que todas las entidades que desempeñan la función reservada tengan la misma naturaleza. Basta con la sujeción de las entidades habilitadas para ejercer la actividad a la ordenación del correspondiente mercado. Veamos estos conceptos de forma mas desarrollada.

a) Reserva legal de la apelación al ahorro del público

Para proteger al público ahorrador y garantizar la estabilidad del sistema financiero se prohíbe la captación de fondos reembolsables del público al margen del control del Derecho del mercado financiero. El art. 3.1 de la LOSSEC considera exclusivo de estas entidades «la captación de fondos reembolsables del público, cualquiera que sea su destino, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas». Además, se prohíbe a otras personas el ejercicio de las actividades legalmente reservadas a las entidades de crédito (art. 3.3). De tal modo que las entidades de crédito son empresas dedicadas a la recepción de fondos reembolsables del público aplicándolos a la concesión de crédito (como decía el art. 1.2 RDLeg. 1298/1986) que gozan de la reserva legal de captación de fondos reembolsables del público.

Pues bien, la LMV insistía en la reserva de la materia financiera en favor de los profesionales inscritos en registros oficiales y sometidos a vigilancia administrativa. El art. 26 *bis*, añadido en 1998, derogado por el Real Decreto-ley 5/2005, establecía que «salvo las entidades habilitadas para ello, sujetas a supervisión e inscritas en los Registros administrativos especiales, ninguna persona o entidad podrá captar fondos reembolsables del público en territorio español sin someterse a este Título [III sobre el mercado primario] o a la normativa sobre inversión colectiva». Al haberse suprimido este artículo pueden surgir casos limítrofes, como sucedió con la captación de fondos reembolsables con rentabilidad referenciada al valor de determinados sellos, en los que se desproteja a los ahorradores por considerar que si sitúan fuera del perímetro de lo financiero sometido a reserva legal.

La irrupción de Fintech abre el mercado financiero a empresas ajenas al sector financiero. Reduce la reserva a las actividades esenciales. Surge un sistema de banca abierta con terceros proveedores de servicios financieros.

b) Especialización financiera y banca universal

La captación de fondos reembolsables del público es una actividad exclusiva de las entidades de crédito y, cuando se realiza con emisión de valores u otros instrumentos financieros, de los emisores que se sujetan al Derecho del mercado de valores. Es principio consagrado en Derecho español la especialización de las entidades que operan en el sistema financiero en función de la actividad específica que desarrollan. El principio de especialización se expresa mediante la *reserva o exclusividad legal del desarrollo de las distintas actividades financieras*. La *exclusividad* o “reserva legal” actúa como elemento central de la ordenación financiera. El ejercicio de las distintas actividades financieras es exclusivo de determinadas empresas. Rige el principio de especialización financiera. Es la reserva lo que va a permitir conocer, disciplinar, controlar e intervenir a las empresas del sector. Mediante la reserva se identifica la categoría de empresa financiera y se garantiza la aplicación del estatuto profesional. La ley reserva el ejercicio del comercio de banca a las entidades de crédito y la prestación de servicios de inversión a las empresas del mismo nombre.

Según la Disposición Adicional cuarta de la LOSSEC, en relación con las personas que, sin estar inscritas en alguno de los registros administrativos legalmente previstos para entidades de carácter financiero, ofrezcan al público la realización de operaciones financieras de activo o de pasivo o la prestación de servicios financieros, el Ministerio de Economía y Competitividad está facultado para solicitar de los mismos el suministro de cualquier información relativa a sus actividades financieras, y realizar, por sí o a través del Banco de España, las inspecciones que se consideren necesarias. Este precepto, con el fin de proteger el mercado financiero, extiende las obligaciones de transparencia que rigen para las entidades financieras a cualquier persona que ofrezca la prestación de servicios financieros. Se vigila a las personas que intervienen en el mercado financiero sin cumplir las exigencias de autorización y registro. La falta de suministro de la información que se solicite, la falta de veracidad en la información suministrada o la negativa o resistencia a las actividades inspectoras se considerarán infracciones muy graves y podrán dar lugar a la imposición por el ministro a la persona o entidad correspondiente de una multa cuyo importe no excederá de 10 millones de euros o, si fuera superior, del 10% del volumen de negocios neto anual del infractor. Tal sanción podrá ser impuesta cada una de las veces en que no se suministre en plazo la citada información o se produzca la negativa o resistencia a las mencionadas actividades inspectoras.

Hay un deber de ejercer la profesión financiera por parte de las entidades autorizadas. Las empresas financieras deben tener por dedicación típica y habitual la actividad reservada. Se reviste así esta actividad de cierto matiz *excluyente*. Pueden desarrollar otras actividades, accesorias o no de la principal, pero con carácter secundario. El legislador considera que los conflictos de intereses que habrían de surgir por el desarrollo de otras actividades constituyen una amenaza para la estabilidad empresarial. Corresponde únicamente a las empresas titulares de la reserva dedicarse profesionalmente a la actividad reservada. La ley reserva el ejercicio de la actividad financiera, ya sea de intermediación en el crédito o de prestación de servicios de inversión, a una concreta categoría de entidades. Este dato es el punto de partida para disciplinar la materia con objeto de garantizar la prestación de la actividad en las condiciones deseadas.

La evolución del mercado financiero ha determinado, sin embargo, que las entidades de crédito queden configuradas como entidades financieras con capacidad universal. El principio de especialización, fundamento de la ordenación financiera, debe aplicarse de conformidad con la libertad de empresa. El sacrificio de la libertad de empresa sólo se justifica en la medida en que

sea necesario preservar el correcto funcionamiento del sistema financiero. Razones de política legislativa, siguiendo el modelo establecido en la Unión Europea, imponen la aplicación flexible del principio de especialización. Las entidades de crédito están facultadas para prestar servicios de inversión. Se considera que basta con preservar la separación organizativa y contable de la actividad bancaria y de prestación de servicios de inversión para atender a las exigencias de seguridad y estabilidad del sistema financiero. Las entidades de crédito pueden prestar directamente todos los servicios de inversión en el mercado de valores, pueden incluso acceder a la condición de miembro del mercado bursátil y prestar los servicios a ellos reservados (art. 145.1 LMV).

c) Pluralismo institucional

La ordenación de la vida financiera se caracteriza por el pluralismo institucional. Consiste en la reserva de la actividad en favor de distintas categorías de entidades. En el Derecho del sistema financiero se ha considerado, por razones históricas y prácticas, que el mejor desempeño de la actividad bancaria o de la prestación de servicios de inversión aconseja la atribución del ejercicio de cada una de estas actividades a una pluralidad de categorías de entidades. Una vez decidida, en aplicación del principio de especialización, la reserva de cada una de las actividades financieras se debe precisar a quién corresponde su ejercicio, es decir, el sujeto o sujetos beneficiarios de la misma. Si a cada actividad financiera corresponde una reserva de la misma, cuestión distinta es la determinación del titular de la reserva. El mejor desempeño de la actividad puede aconsejar la atribución de la reserva, en lugar de a una única categoría de personas, a una pluralidad de ellas.

El ejercicio de la actividad bancaria está reservado a las «entidades de crédito», denominación que sirve para identificar a una pluralidad de categorías de personas. Dice la ley que en particular se consideran entidades de crédito: los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito y el Instituto de Crédito Oficial (art. 1.2 LOSSEC). Estas entidades gozan *en exclusiva* de la facultad de ejercer la actividad bancaria.

El Real Decreto-ley 12/1995, de 28 de diciembre, sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera, reconoce a los establecimientos financieros de crédito la condición de entidades de crédito, con un estatuto profesional similar al de las entidades bancarias, con quienes comparten la misma autoridad de control. Se diferencian de la banca por tener prohibido recibir ahorro del público en forma de depósitos. Su financiación debe proceder de la emisión de valores negociables y del mercado interbancario. Se caracterizan por ser entidades especializadas que utilizan técnicas de concesión de crédito distintas de las tradicionales de la banca (crédito al consumo, arrendamiento financiero, factoraje, garantías autónomas, etc.).

En el mercado de valores, la prestación de servicios de inversión corresponde, por mandato legal, a las empresas de servicios de inversión, en sus cuatro modalidades: sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras y empresas de asesoramiento financiero (art. 143.1 LMV). Son los titulares de la reserva sobre la prestación de este tipo de servicios financieros.

Normas prudenciales

En su vertiente subjetiva, el Derecho del mercado financiero está integrado por el estatuto profesional de las entidades financieras que tiene como fin preservar su estabilidad mediante normas que regulan la admisión y exclusión del mercado, y normas que, ante supuestos de inestabilidad, ofrecen las medidas necesarias para la superación de las dificultades.

La necesidad de garantizar la estabilidad de las entidades financieras se manifiesta en la existencia de la disciplina prudencial, más intensa para las entidades de crédito. Estas entidades cumplen una función peculiar y crucial en la economía al suministrar los medios de pago. Sin embargo, la aparición de grupos financieros de carácter mixto, en los que se combinan prestaciones de servicios de inversión con actividades crediticias, ha determinado que las entidades de valores también se sometan a un estatuto prudencial.

En sentido estricto, la defensa del correcto funcionamiento del mercado financiero se organiza mediante normas prudenciales de disciplina y control de la actividad financiera y normas de intervención en casos de crisis.

Se utiliza la clásica distinción entre “disciplina” y “control” para destacar que en el mercado financiero la aplicación de la disciplina se garantiza mediante un régimen de supervisión. La disciplina afecta a todas las fases de la vida de la empresa financiera, desde la admisión a la exclusión del mercado. Es en el momento del acceso cuando con mayor intensidad se protege este objetivo. La disciplina de la admisión configura un sistema de libertad de comercio con sujeción a condiciones técnicas. Para acceder al mercado financiero se exige haber obtenido una autorización administrativa que se concede a quien acredite determinada solidez empresarial. La Administración valora, en cada caso, los elementos que incorpora la correspondiente solicitud y decide, con criterios técnicos, si reúne las condiciones para su admisión. En este juicio goza de cierto margen de discrecionalidad técnica, por ejemplo, al decidir sobre la idoneidad de las personas que van a tener una participación significativa en el capital de la entidad financiera. Pero también se protege la estabilidad en el ejercicio de la actividad profesional, ya sea en la vertiente patrimonial o en la de gestión empresarial. Respecto al patrimonio, existen normas protectoras de la solvencia, de la liquidez y de la rentabilidad. Pero esta protección de la solidez de las entidades financieras también condiciona la organización de la gestión. La gestión de las entidades financieras requiere honestidad, aptitud e independencia. Los altos cargos de las entidades financieras, es decir, los administradores y los directores generales, deben gozar de honorabilidad, cualificación profesional y ejercer sus funciones con ausencia de intereses contrapuestos. El control de la aplicación de la disciplina del mercado del crédito corresponde, como hemos avanzado, al Banco de España y de la disciplina del mercado de valores a la Comisión Nacional del citado mercado. Son las autoridades encargadas de la supervisión financiera. Para el ejercicio de esta función necesitan conocer la situación patrimonial de las empresas del sector. Con este fin, las entidades financieras están obligadas a colaborar, suministrando todas aquellas informaciones que les sean requeridas. Además, el Banco de España y la CNMV pueden verificar y completar la información recibida mediante una labor de inspección. Ante las infracciones a la disciplina del sector corresponde incoar el procedimiento sancionador. En caso de que se confirme la infracción, la decisión sobre la sanción aplicable debe tener en cuenta la intensidad de la lesión o puesta en peligro de la estabilidad financiera.

Pero la normativa prudencial no evita que con cierta frecuencia las entidades financieras se enfrenten a situaciones de dificultad patrimonial. Y es precisamente en la crisis donde se observa con mayor profundidad cuál es la justificación de la ordenación del mercado financiero. La existencia de situaciones de crisis no significa el fracaso de los objetivos prudenciales. Las normas prudenciales se dirigen a disminuir el riesgo empresarial, no a su desaparición. Si así fuera se estaría excluyendo al mercado como regulador de la vida financiera. Con la disciplina financiera no se pretende eliminar las situaciones de dificultad patrimonial, sino únicamente reducir la probabilidad de que éstas ocurran. El modelo concurrencial elegido para la prestación de la función bancaria y los servicios de inversión se vincula a la separación del mercado de aquellas empresas que demuestren su ineficacia. La finalidad de la intervención es la superación de las crisis preservando la confianza del público en el mercado financiero. Sin necesidad de esperar a una manifestación de insolvencia, una entidad financiera está en crisis cuando se encuentra en peligro su estabilidad empresarial. En ese momento se inicia la intervención que es competencia compartida entre el Banco de España y el Fondo de Garantía de Depósitos para la banca y de la CNMV para las empresas de servicios de inversión.

Al margen de estos procedimientos administrativos, también se confía en el mercado como mecanismo de control. Las entidades financieras deben divulgar su situación patrimonial. Si bien, para facilitar la supervisión, determinadas informaciones contables tienen carácter confidencial, sólo se pueden comunicar a las autoridades financieras. La labor de inspección del Banco de España y de la CNMV requiere una transparencia distinta de la del mercado.

Las normas prudenciales pueden tener efectos contractuales. En estos casos introducen matices en los contratos del Derecho común dando lugar a la aparición de figuras *sui generis*, mecanismos financieros característicos del sector, que sirven para hacer previsible las consecuencias de los incumplimientos de la clientela. Así sucede con el pacto de liquidez de las cuentas corrientes. A la banca no le basta con probar la existencia de su crédito, está también interesada en la ejecución inmediata del patrimonio del incumplidor. Por esta razón suele incluir en sus contratos de crédito un pacto de liquidez para acceder al procedimiento ejecutivo conforme a lo dispuesto en la legislación procesal (véase art. 572.2 LEC). Es interesante señalar que para el Tribunal Constitucional el pacto de liquidez supone una desigualdad razonable y proporcionada, en relación con los demás empresarios que no gozan de este privilegio para cobrar sus créditos, que no resulta contraria al art. 14 de la Constitución, y que se justifica por la imperiosa necesidad de que las entidades de crédito mantengan la confianza del público y una solvencia acreditada que es esencial en la intermediación financiera, en la que los incumplimientos de los deudores típicos tienen mucha mayor importancia que para otro tipo de empresas (SSTC 14/1992 y 141/1995). Son, pues, razones prudenciales las que sirven para justificar el pacto de liquidez.

Normas de gobernanza

Los fabricantes y distribuidores de productos financieros deben cumplir normas de gobernanza cuyo objetivo es garantizar que los productos satisfacen necesidades concretas del público destinatario. Cumplen una función preventiva de las malas prácticas.

Normas de conducta

La prestación de servicios financieros se somete a las reglas de ordenación del mercado que fijan la conducta profesional. Estas reglas forman un código deontológico de naturaleza controvertida.

En principio, se trata de normas de carácter administrativo que fijan los criterios que deben regir las relaciones de las entidades financieras con su clientela, los medios técnicos con que deben contar en el ejercicio de sus actividades y el alcance del secreto profesional. Así concebidas son normas de Derecho público cuya infracción dará lugar a la correspondiente sanción administrativa. No obstante, tienen efectos de Derecho privado. Por un lado, sirven para integrar el contenido la diligencia exigible a la entidad financiera comisionista, llenando los conceptos jurídicos indeterminados del Código de comercio, como la mención del art. 255 a que «hará lo que le dicte la prudencia» cuando no fuere posible la consulta al comitente. De otro lado, son útiles para determinar cuándo una cláusula de un contrato es abusiva, sirviendo en estos casos a la mejor aplicación del Derecho del consumidor.

El tratamiento de este tipo de deberes profesionales es más completo y sistemático en la LMV que en la LOSSEC, que sólo dedica un artículo, el quinto, a las normas de conducta de las entidades de crédito frente a su clientela, al margen de las previsiones concretas recogidas en la Ley de crédito al consumo y en la de servicios de pagos.

El ejercicio de las actividades típicas del mercado de valores debe respetar las normas de conducta recogidas en el Título VII de la LMV. En el primero de sus artículos, el 202, se establece el sistema de las normas de conducta, distinguiendo entre los principios, fijados en el art. 208, los códigos generales de conducta que corresponde aprobar al Gobierno y los reglamentos internos de conducta que deben aprobar a las empresas que presten servicios de inversión.

Este sistema también se aplica a la inversión colectiva, reforzado con normas especiales de separación de actividades y de prevención de conflictos de intereses derivados de las operaciones vinculadas.

BIBLIOGRAFÍA

ALONSO ESPINOSA, F. J.: «Intereses del inversor y Derecho del mercado de valores», *RDM*, núm. 208, 1993, pp. 415-469. ARMOUR, J., AWREY, D., DAVIES, P. L., ENRIQUES, L., GORDON, J. N., MAYER, C. P., & PAYNE, J.: *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016, pp. 51-79. BESSONE, M.: *I mercati mobiliari*, Milano, 2002. BERCOVITZ, A.: «El Derecho del mercado de capitales», *RDBB*, núm. 29, 1988, pp. 67-111; «La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios», en A. BERCOVITZ y R. BERCOVITZ, *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Madrid, 1987, pp. 299-326. BONNEAU, Th. y DRUMMOND, Fr.: *Droit des marchés financiers*, 3.^a ed., París, 2010. CORTÉS, L. J.: Capítulo 69, «Introducción» a la sección «Los mercados de valores y de crédito», en R. URÍA, y A. MENÉNDEZ, *Curso de Derecho mercantil*, II, Madrid, 2001, pp. 335-345. COSTI, R.: *Il mercato mobiliare*, 2.^a ed., Torino, 2000; «Informazione e mercato finanziario», en *Estudios Verdera*, I, Madrid, 1994, pp. 589-604. COURET, A., LE NABASQUE, H., COQUELET, M.-

L.; GRANIER, TH.; PORACCHIA, D.; RAYNOUARD, A.; REYGROBELLET, A.; y ROBINE, D.: *Droit Financier*, París, 2008. CRANSTON, R.: *Principles of Banking Law*, Oxford, 2014. FERNÁNDEZ ARMESTO, J.: «Prólogo», en *Instituciones del Mercado Financiero*, I, pp. 13-24. FERNÁNDEZ ARMESTO, J., y DE CARLOS BERTRÁN, L.: *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992, pp. 39-57. GARCÍA PITA, J. L.: «El principio de protección del inversor», en AAVV, *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Madrid, 1999, pp. 208-244. GARCÍA VILLAVERDE, R.: «Introducción», en AAVV, *Derecho del Mercado Financiero*, I/1, Madrid, 1994, pp. 11-26. GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J.: «Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al *Securities Law* de los Estados Unidos», en *Estudios Verdera*, II, Madrid, 1994, pp. 979-996. JACKSON, H. E.: «Regulation in a Multi-Sectored Financial Services Industry: An Exploratory Essay», *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, núm. 2, 1999, pp. 319-397. JENNINGS, R. W.; MARSH, H. (Jr.), y COFFEE, J. C. (Jr.): *Securities regulation*, 7.a ed., New York, 1992, pp. 1-80. LAMANDA, C.: «Le finalità della vigilanza», en *La nuova legge bancaria*, I, pp. 157-176. LOSS, L.: *Fundamentals of Securities Regulation*, 2.a ed., Boston/Toronto, 1988, pp. 25-44. LOVET, W. A.: *Banking and Financial Institutions Law*, 3.a ed., St. Paul, Minn., 1992, pp. 429-461. MAVIGLIA, R.: «L'attuazione delle condizioni di efficienza del mercato mobiliare: gli aspetti istituzionali», en C. RABITTI (dir.): *Il diritto del mercato mobiliare*, Milano, 1997, pp. 383-437. MULLER, A.-C.: *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, París, 2007. DI NOIA, C., y PIATTI, L.: *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, CONSOB. *Cuaderni di Finanza*, núm. 30, septiembre de 1998. REVELL, J. R. S.: «The complementary nature of competition and regulation in the financial sector», *RdB*, 1980, pp. 9-33. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.: «El Derecho económico como categoría sistemática», en *Estudios de Derecho mercantil en homenaje al Profesor Antonio Polo*, Madrid, 1981, pp. 977-1014. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: voz «Derecho del Mercado de Capitales», en *Enciclopedia Jurídica Básica*, II, pp. 2270-2277; voz «Mercado financiero», en *Enciclopedia Jurídica Básica*, III, pp. 4280-4284. TAPIA HERMIDA, A.J.: *Derecho del mercado financiero*, Iustel, 2015. VEIL, R. (ed.): *European capital markets law*, 2017, pp. 23-29. VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho mercantil*, 10.a ed., Valencia, 1997, pp. 605-609. VILLEGAS, C. M., y VILLEGAS, C. G.: *Aspectos legales de las finanzas corporativas*, Madrid, 2001. ZUNZUNEGUI, F.: *Ordenación bancaria*, Madrid, 1992; «Situación actual y perspectivas del Derecho del mercado de valores», *Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid*, núm. 10, octubre de 1998, pp. 7-27. ZUNZUNEGUI, F. (coord.): *Derecho bancario y bursátil*, 2.ª ed., Madrid, 2012.