

Doctrina

Por José Luis García-Pita y Lastres, catedrático de Derecho mercantil de la Universidad de La Coruña y consejero académico de Dictum Galicia.

Operaciones bursátiles y operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros: algunas consideraciones a propósito de la desaparición formal de su definición jurídico positiva

I- Tres tesis que cabe formular a partir de la derogación del artículo 83 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y de la derogación de las disposiciones que regían las operaciones de bolsa.

II- “Operaciones bursátiles” y “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros”: relaciones, definiciones, elementos y funciones económicas.

III- Fuentes del régimen vigente de las “operaciones bursátiles” y de las “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros”.

I- Primero: la promulgación de la Ley nº 24/1988, de 28.07.1988, del Mercado de Valores [LMV. o LMV./1988], en su redacción original, supuso la introducción del concepto “operaciones de los mercados secundarios oficiales de valores”, coexistiendo con la figura de las “operaciones bursátiles” u “operaciones de Bolsa”, en términos de una notable coincidencia objetiva conceptual.

Segundo: sin embargo de lo anterior, las sucesivas reformas de que fue objeto la LMV. [LMV./1988/1998/2002/2007], hasta llegar al vigente

Texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo nº 4/2015, de 23.10.2015 [Tref.LMV.], y las posteriores modificaciones de las que fue objeto este último, supusieron una red denominación y un -paulatinamente creciente- distanciamiento entre aquellas dos nociones -“operaciones de los mercados secundarios oficiales de instrumentos financieros” u “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros”, y “operaciones bursátiles” u “operaciones de Bolsa” -, propiciada por la innovación financiera y la extensión de la LMV. y sus disposiciones de desarrollo, a nuevas modalidades contractuales denominadas “instrumentos financieros derivados”, “contratos financieros”, “derivados financieros”, etc., cada vez más alejadas del modelo original de las “operaciones bursátiles” clásicas.

Tercero: las ideas o principios que parecen haber inspirado el proceso que se acaba de describir -y características del régimen jurídico actualmente vigente, en materia de operaciones de los mercados secundarios de valores-, han sido las de la -relativa- deslegalización, la internacionalización, la privatización y la tecnificación de las normas rectoras de las “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros”, y de las “operaciones bursátiles”. A saber:

1. Deslegalización, porque la tradicional regulación por escrito, en instrumentos normativos legales o reglamentarios, de las operaciones bursátiles o de los mercados secundarios, ha sido sustituida –tras la derogación de lo que quedaba del Reglamento de Bolsas de Comercio, aprobado por Decreto nº 1506/1967, de 30.06.1967; del RD: nº 1416/1991, sobre Operaciones bursátiles especiales, y de gran número de los preceptos contenidos en las sucesivas versiones de la LMV., hasta consumarse con la derogación del art. 83, Tref.LMV., que han dejado a estas operaciones vacías de regulación legal... el menos, interna- por su regulación en los denominados “Reglamentos de mercado”, sucesores históricos de los viejos “Reglamentos de régimen interior” de las Bolsas, a los cuales se ha desplazado el eje de esta regulación.

2. Privatización, porque esos denominados “Reglamentos de mercado”, sucesores históricos de los viejos “Reglamentos de régimen interior” de las Bolsas, carecen de la cualidad de normas de Derecho objetivo; tratándose –simplemente- de regulaciones fruto de la autonomía organizativa –que lo es privada- de los propios mercados y de sus entidades rectoras. En efecto, estos reglamentos que son elaborados por las propias Entidades Rectoras de los mercados no reúnen ni siquiera la condición mínima de la Potestad reglamentaria, que está reservada exclusivamente “al Gobierno de la Nación, a los órganos de Gobierno de las Comunidades Autónomas, de conformidad con lo establecido en sus respectivos Estatutos, y a los órganos de gobierno locales, de acuerdo con lo previsto en la Constitución, los Estatutos de Autonomía y la Ley 7/1985, de 2 de abril, reguladora de las Bases del Régimen Local” [art. 128, de la Ley nº 39/2015, de 01.10.2015, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, en relación con el art. 97, Const.esp., que contiene la primera referencia ordinamental a la Potestad Reglamentaria, disponiendo que “El Gobierno... [ejerce la función ejecutiva y la potestad reglamentaria de acuerdo con la Constitución y las leyes]”; es decir: a las Administraciones Públicas de base territorial, siendo así que las Entidades Rectoras de los mercados no son Administraciones Públicas, sino entes de naturaleza privada, y –a pesar de que puedan incluir referencias locales o geográficas [Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, etc.]- incluso es

difícil que se pueda decir de ellas que poseen base territorial.

3. Internacionalización, porque la tradicional regulación en instrumentos normativos legales o reglamentarios, de las operaciones bursátiles o de los mercados secundarios, ha sido sustituida –tras la derogación de lo que quedaba del Regl.Bols./1967, del RD. nº 1416/1991, sobre Operaciones bursátiles especiales, y de gran número de los preceptos contenidos en las sucesivas versiones de la LMV., hasta consumarse con la derogación del art. 83, Tref.LMV...- también –en parte- por su regulación en instrumentos jurídico-positivos de Derecho Comunitario Europeo; fundamentalmente, Reglamentos comunitarios y Reglamentos delegados, que son normas –sí- objetivas, pero de producción supraestatal.

4. Tecnificación, porque la tradicional regulación por escrito, en instrumentos normativos legales o reglamentarios, de las operaciones bursátiles o de los mercados secundarios, que se centraba en regular los procesos de contratación; las obligaciones de las partes, su responsabilidad contractual; las garantías y ejecución forzosa de los contratos, en caso de incumplimiento; es decir: una regulación esencialmente ajustada al modelo de la regulación de los contratos, en los Códigos españoles de Derecho privado –civil y de comercio-, ha sido sustituida –tras la derogación de lo que quedaba del Reglamento de Bolsas de Comercio, aprobado por Decreto nº 1506/1967, de 30.06.1967; del RD: nº 1416/1991, sobre Operaciones bursátiles especiales, y de gran número de los preceptos contenidos en las sucesivas versiones de la LMV., hasta consumarse con la derogación del art. 83, Tref.LMV., que han dejado a estas operaciones vacías de regulación legal... el menos, interna- por una regulación centrada, fundamentalmente, en los aspectos técnicos de la pre-, y, sobre todo, de la post-contratación.

II.- “Operaciones bursátiles” y “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros”: relaciones, definiciones, elementos y funciones económicas.

El Derecho de los Mercados de Valores y –ahora- el Derecho de los Servicios de Inversión constituyen fases evolutivas de lo que me atrevería a describir como un “organismo ordinamental”, alcanzadas partiendo de un originario –y simple- “Derecho bursátil”, regulador de los mercados secundarios oficiales de valores mobiliarios representados en forma de títulos-valores físicos, y organizados en régimen colegiado de mediación, a partir del cual se evolucionó a una categoría más amplia porque la LMV./1988 incluyó la regulación del Mercado Primario o “de emisiones”, produciendo una confluencia entre el Derecho bursátil tradicional, el Derecho de la Sociedad Anónima y el Derecho regulador de la Deuda Pública. Junto a este fenómeno, la masificación de los títulos-valores y la consiguiente ralentización de su transmisión en Bolsa, justificó la transformación de los viejos títulos-valores de papel, en “valores sin título”; la sustitución del documento de papel por los “valores representados por anotaciones en cuenta”, y la inclusión de otros mercados distintos de las tradicionales Bolsas de Valores, como el Mercado de Deuda Pública representada por anotaciones en cuenta y los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones... a los que el Real Decreto-Ley nº 21/2017, de 29.12.2017, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores [RD-L.DerUE.MV.], ha venido a sumar los “sistemas organizados de contratación” [SOCs.], con lo que el viejo Derecho Bursátil evolucionó dando paso a un nuevo Derecho “del Mercado de Valores” [o de “los Mercados”, en plural], también denominado Derecho “del Mercado de Capitales”.

Pero la evolución no se detuvo, y –dada la transformación de los viejos “agentes de cambio y bolsa” y los viejos “corredores de comercio colegiados”, que de simples operadores por cuenta ajena en mercados bursátiles oficiales –y fedatarios mercantiles- (), se convirtieron en –mejor dicho: fueron sustituidos por- “sociedades y agencias de valores [y, eventualmente, “de valores y Bolsa”]; personas jurídicas de naturaleza societaria-mercantil, capitalista, dedicadas a operar por cuenta propia o por cuenta ajena... incluso fuera de los mercados, con carácter previo a ellos o con carácter posterior y

consecuente, prestando servicios que ya no se limitaban a actuar como comisionistas de compra y venta bursátil-, en este momento el ámbito de materias se expande, de la regulación de los mercados, a la regulación de la “prestación de servicios de inversión”, que –aun cuando presentan algunas modalidades estrechamente vinculadas a la operativa de los mercados- abarcan actividades financieras que tienen lugar extramuros de aquéllos.

Todas estas reformas –y muchas otras más ()- han quedado recogidas, últimamente, en las siguientes disposiciones: a) el Tref.LMV. b) El Real Decreto-Ley nº 21/2017, de 29.12.2017, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores [RD-L.DerUE.MV.]. c) El Real Decreto-Ley nº 14/2018, de 28.09.2018, por el que se modifica el Tref.LMV., al que afectó profundamente. d) El Real Decreto 878/2015, de 02.10.2015, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial [RDVan./2015]. e) El Real Decreto nº 1464/2018, de 21.12.2018, por el que se desarrollan Tref.LMV. y el RD-L.DerUE.MV., y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15.02.2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 04.11.2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 04.11.2005, y otros reales decretos en materia de mercado de valores [RD.des.Tref.LMV.].

Consecuencia de esta –relativamente larga- sucesión de disposiciones legales y reglamentarias, ha sido –entre otras cosas- la derogación de importantes normas y disposiciones, como el Regl.Bols./1967, y –por fin- como el mismísimo art. 83, Tref.LMV., que ofrecía el concepto legal de “operaciones de un mercado secundario oficial”. Unas derogaciones, además, que no pretenden introducir reglas o definiciones legales sustitutivas; es decir: que

simplemente, la Ley del Mercado de Valores ya no contiene una definición formal, directa y explícita –la que sea- del concepto “Operaciones de Bolsa”, ni tampoco contiene una definición del concepto “Operaciones de un mercado secundario oficial” o “de un mercado secundario regulado”, ya se lo identifique con un mercado “de valores” o “de instrumentos financieros”. Todo lo expuesto suscita la siguiente cuestión ¿En qué han venido a parar las definiciones –jurídico-positivas- de esas instituciones, denominadas “operaciones de Bolsa” u “operaciones bursátiles”, y “operaciones de un mercado secundario oficial” o “de un mercado secundario regulado”? ¿Cuál será su régimen jurídico y cuáles las fuentes instrumentales que lo proporcionen?

Cierto que ya la decantación del propio concepto clásico –y básico- de la Operación de Bolsa u Operación bursátil hubo de evolucionar y sufrir reiteradas reformulaciones –legales y doctrinales-, a lo largo del proceso de promulgación, modificación y derogación de los arts. 64 al 80, Ccom./1885, de las del Regl.Bols./1967, y de los RR.DD. nºs 1849/1980 y 1416/1991, siempre en busca de cuál fuese el criterio fundamental de acotación de la “bursatilidad” de las operaciones (), pero lo que ha sucedido – paulatinamente- a partir de la promulgación de la LMV./1988/v.o., hasta la actualidad, con el Tref.LMV., el RD-L. nº 21/2017, etc. es que, más que modificar o sustituir ese concepto clásico –y básico- de la Operación de Bolsa u Operación bursátil, que habría de evolucionar y expandiéndose hasta dar lugar al concepto básico –pero no clásico- de la Operación de Mercado Secundario oficial de valores, lo que ha sucedido es que coexisten dos nociones o dos figuras diferentes... pero relacionadas; a saber:

- 1) “operaciones bursátiles”
- 2) ... y “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros” [en la terminología más reciente].

En su día, el –hoy derogado- art. 36, nº 1, LMV./1988/1998/2002/2007 () vino a reformular – siquiera, parcialmente- la definición de “operaciones de un mercado secundario oficial de valores”, y también a reformular la “panoplia” o la tipología de operaciones

sobre valores. Por lo que hace a la definición de “operaciones de un mercado secundario oficial de valores”, quedaba formulada en los siguientes términos: “Tendrán la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial de valores las transmisiones por título de compraventa u otros negocios onerosos característicos de cada mercado, cuando se realicen sobre valores negociables o instrumentos financieros admitidos a cotización en el mismo...” (). Así, la noción “operaciones de los mercados secundarios de valores” y, posteriormente, la noción “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros”, se configuraron como una suerte de concepto o categoría general, y –por tanto- amplia, en la que aparecían englobadas las “operaciones bursátiles”, de manera que se trataría –propriadamente- de una relación de género/especie, siendo el género las “operaciones de los mercados secundarios de valores” u “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros”, y siendo la especie las “operaciones bursátiles”. En otras palabras, cabría decir que: “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros” = [“operaciones bursátiles” + contratos financieros derivados]. Lo certero o veraz de esta ecuación se manifestaba en las novedades -diversas- que se incorporaron a partir de aquel art. 36, LMV./1988/1998/2002/2007:

1. Para empezar, y desde un punto de vista objetivo-funcional, las operaciones de los mercados secundarios oficiales, ya no se reducirían solamente compraventas de valores cotizados –aunque este sea el supuesto más frecuente (), si no el más importante y absolutamente característico-, sino que también incluían “otros negocios onerosos característicos de cada mercado”, aunque se añadía que unos y otros tendrían semejante condición legal, “cuando se realizasen sobre valores negociables o instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo” (). Mas ¿qué negocios son estos? Lo veremos más adelante, pero cabe adelantar que esos negocios posiblemente nacieron de la Compraventa; concretamente: de las “compraventas de futuro” y de las “compraventas con pacto de retro”, pero que su evolución no se detuvo, hasta el punto de que hoy ya constituyen tipos contractuales “a se stantes”,

independientes y dotados de un objeto y una causa propios, muy distintos de los de la Compraventa, y que funcionan con una dinámica muy particular.

2. En segundo lugar, desde un punto de vista objetivo-real, el objeto, la materia o el elemento real de estos negocios onerosos son, ya no solamente valores negociables, sino también instrumentos financieros derivados, lo que supone una ampliación del concepto original, porque las operaciones de los mercados secundarios oficiales, ya no versarán solamente sobre valores negociables, sino también sobre instrumentos financieros "que por sus características sean aptos para ello". En este sentido, y por lo que a las Bolsas de valores se refiere, me remito a lo que decía el art. 46, LMV./1988/1998/2002/2007, ahora sustituido por el art. 53, Tref.LMV./2015, a todo lo cual habré de referirme posteriormente.

3. En tercer lugar, desde un punto de vista subjetivo/funcional, se podría afirmar que el art. 36, LMV./1988/1998/2002/2007 optó por renunciar al criterio subjetivo –la intervención de alguna entidad miembro del mercado–, sustituyéndolo por el criterio funcional, porque en lugar de exigirse la participación de ciertos sujetos (), lo que se exigía –principalmente– para calificar a una operación como “de mercado secundario”, era que se tratase de “transmisiones por título de compraventa, u otros negocios onerosos de cada mercado, cuando se realizasen sobre valores negociables u otros instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo y se efectuasen en ese mercado con sujeción a sus reglas de funcionamiento”. Mas, precisamente por este motivo, el art. 36, LMV. suponía que dichas operaciones ordinarias podrían ser de diversa naturaleza, según fuesen las normas del mercado secundario al que correspondieran, ya que sería el mercado el que estableciese su propio sistema de contratación y estos sistemas pueden ser distintos.

Cuando la LMV./1988/1998/2002/2007 resultó derogada y sustituida por el Tref.LMV, el art. 83 de este último texto legal prácticamente vino a reproducir –“grosso modo”– los términos del viejo art. 36:

“1. Tendrán la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial de valores las transmisiones por título de compraventa, u otros negocios onerosos

de cada mercado, cuando se realicen sobre valores negociables u otros instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo y se efectúen en ese mercado con sujeción a sus reglas de funcionamiento.

2. Las transmisiones a título oneroso diferentes de las previstas en el apartado anterior y las transmisiones a título lucrativo de valores o instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial no tendrán la consideración de operaciones del mismo”.

Por tanto, desde un punto de vista objetivo, las operaciones de los mercados secundarios oficiales, ya no serían solamente compraventas de valores cotizados, sino también “otros negocios onerosos característicos de cada mercado”, aunque se añadía que unos y otros tendrían semejante condición legal, “cuando se realizasen sobre valores negociables o instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo” (). ¿Qué negocios son estos, y qué supone su inclusión... en relación con el papel jugado por las “transmisiones por título de compraventa”? Para responder a esta pregunta es preciso, en primer término, llevar a cabo un ejercicio de hermenéutica textual: cuando el precepto dice que “tendrán la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial de valores las transmisiones por título de compraventa, u otros negocios onerosos de cada mercado”, debemos abstenernos de considerar que la referencia a “transmisiones” se extiende –también– a los “otros negocios onerosos de cada mercado”. En otras palabras: la referencia a “transmisiones” se extiende –únicamente– a la Compraventa, de modo que –cualquiera que fuere la calificación jurídica de esos “otros negocios onerosos de cada mercado”– lo cierto es que, no solamente no son compraventas, sino que tampoco son “transmisiones”, o producen efectos transmisivos o traslativos.

En segundo lugar, para responder a la cuestión planteada, es preciso recordar –asimismo– cuáles son esos mercados secundarios oficiales de valores e instrumentos financieros, de los que son característicos dichos negocios; a saber: las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, cuya gestión se ha confiado al

BE, el Mercado AIAF.-Renta Fija, los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones y –por cualesquiera otros mercados de ámbito estatal o autonómico, que cumplan con los requisitos de funcionamiento regular, conforme a lo prevenido en la LMV. y disposiciones de desarrollo. Pues bien; en mi opinión, estos diferentes mercados podrían agruparse y clasificarse en función de sus fines institucionales, lo cual –como veremos- tiene bastante que ver con el tipo de operaciones que en ellos se llevan a cabo, y con la posibilidad de calificarlas, o no, como contratos de compraventa; a saber:

1. Mercados de inversión en valores participativos, con fines de inversión y de liquidez [desinversión; liquidación de la inversión originaria], y –además- con publicación de los precios de los mismos, como vía para la estimación del valor real de las empresas societarias emisoras: sería el caso de las Bolsas de Valores y el “Sistema de Interconexión Bursátil”, pero probablemente también sería el caso del Mercado de Deuda Pública representada por anotaciones en cuenta y del Mercado AIAF.-Renta Fija.
2. Mercados de inversión en valores no-participativos, con fines de inversión y de liquidez [desinversión; liquidación de la inversión originaria]: sería el caso –al menos, hasta cierto punto- de los Sistemas Multilaterales de Negociación [SMNs.] o los Sistemas Organizados de Contratación [SOCs.]().
3. Mercados de cobertura de riesgos financieros y especulación: sería el caso del MEFF., el MOFEX y similares, incluyendo –asimismo- a los citados Sistemas Multilaterales de Negociación [SMNs] y Sistemas Organizados de Contratación [SOCs].

Tras la derogación del art. 83, Tref.LMV., que no ha sido sustituido por otro precepto con el mismo objeto, lo único que nos ha quedado son algunas referencias positivas, muy simples, pero quizá significativas, que –además- nos muestran una imagen de heterogeneidad objetiva; de diversidad objetiva y causal de las operaciones:

1. En primer lugar, nos encontramos con el art. 43, Tref.LMV./2015/2017/2018, que –al definir lo que son los Mercados Secundarios-, habla de “reunir los

diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación”. Cabe hacer notar tres hechos de interés o que merecen ser reseñados: en primer lugar, la referencia explícita a la Compraventa –se habla de “los diversos intereses de compra y venta”- de instrumentos financieros; en segundo, que los instrumentos financieros objeto de esa compra y venta... deben estar “admitidos a negociación”. Y en tercer lugar –pero lo que es más importante- es que el propósito de la Norma no es definir las operaciones... sino definir los “mercados”.

2. En segundo lugar, nos encontramos con el art. 53, Tref.LMV./2015/2017/2018, que describe como “Objeto” de las Bolsas de Valores “la negociación de aquellas categorías de valores negociables y otros instrumentos financieros, de los previstos en el artículo 2 que por sus características sean aptas para ello de acuerdo con lo dispuesto en el reglamento del mercado, según lo establecido en el artículo 45”. Paralelamente, el art. 59 describe como “Objeto” del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones tendrá por objeto “la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, por el Instituto de Crédito Oficial y, a solicitud de ellos, por el Banco Central Europeo, por los Bancos Centrales Nacionales de la Unión Europea, por las Comunidades Autónomas, por bancos multilaterales de desarrollo de los que España sea miembro, por el Banco Europeo de Inversiones o por otras entidades públicas, en los supuestos que reglamentariamente se señalen, así como la negociación de otros instrumentos financieros, en todos los casos anteriores de acuerdo con lo dispuesto en el reglamento del mercado”, y –asimismo- el art. 66 describe como “Objeto” de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones “los contratos de futuros, de opciones y de otros instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea el activo subyacente, definidos por la sociedad rectora del mercado”, añadiendo –acto seguido- que la Sociedad rectora organizará la negociación de los citados contratos.

Lo que cabe hacer notar, aquí, es un –otro- hecho de interés o que merece ser reseñado: que mientras que

unos preceptos –los arts. 43, 53 y 59- se centran en el concepto “negociación”, que aplican tanto a “valores” como a “instrumentos financieros”, de forma que valores e instrumentos financieros aparecen, no como contratos, en sí mismos, sino como bienes o activos que concurren como objeto o elemento real de la negociación... En cambio, el art. 66 se refiere, ya no a los valores, pero sí –únicamente- a los “instrumentos financieros”, no como bienes o activos que concurren como objeto o elemento real de negociación, sino como propios contratos, en sí mismos, lo que sugiere que –mientras en el caso de los arts. 43, 53 y 59- es muy posible que lo que se halle latiendo en el fondo es una referencia a la compraventa, que tenga por objeto o que verse sobre “valores” o sobre “instrumentos financieros”, considerados “uti rebus”, en cambio, lo que late en el fondo del art. 66 es que los propios “instrumentos financieros”, en general, dentro de cuya categoría se incluyen –precisamente- los “los contratos de futuros, [los contratos] de opciones..., cualquiera que sea el activo subyacente, definidos por la sociedad rectora del mercado”, se consideran, no como objeto del contrato, ni como elemento real del mismo, sino directamente –ellos mismos- como “contratos”; a saber: los “contratos de instrumentos financieros”, de manera que dichos instrumentos financieros, no vienen considerados “uti rebus”, sino “uti contractibus”.

3. Que exista un art. 58, Tref.LMV./2015/2017/2018, que lleve por título el de “Operaciones en Bolsa”, y que disponga que cada una de las –sic- “operaciones bursátiles” deberá “quedar asignada a una única Bolsa de Valores o, en su caso, al Sistema de Interconexión Bursátil”.

En las dos primeras categorías de mercados, las operaciones típicas del mercado tienen que ser, lógicamente, contratos de compraventa, porque solamente la compraventa es susceptible de constituir un título jurídico de adquisición de valores negociables, de los contemplados en los apdos. a) al c), del Anexo, Tref.LMV; es decir: 1.º Acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, y recibos de depositario, 2.º Bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los recibos de depositario representativos de tales valores, 3.º Los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una

liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas. Y –además- instrumentos del mercado monetario, entendiéndose como tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario, como letras del Tesoro, y efectos comerciales, excluidos los instrumentos de pago, y participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva, así como de las entidades de capital-riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, considerados “uti rebus”, en el sentido del art. 333, Cciv. –“cosas que son o pueden ser objeto de apropiación”-, lo que viene avalado, aunque muy pobremente, por el art. 336, Cciv., y –además- proporcionar, para general conocimiento, precios de mercado –cotizaciones- que representan el valor actual –valga la redundancia- de dichos valores; es decir: su estimación económica, y –en el caso de las acciones- proporcionar, para general conocimiento, cotizaciones que representan el valor económico actual –valga la redundancia- de las sociedades emisoras de dichos valores. Estas son, propiamente, no ya solo “operaciones de un mercado secundario regulado de instrumentos financieros”, sino –más concreta, directa y propiamente- “operaciones bursátiles”. Por consiguiente, podemos seguir afirmando que las operaciones bursátiles siguen siendo “las transmisiones por título de compraventa,..., cuando se realicen sobre valores negociables... admitidos a negociación en [la referida Bolsa o en el SIB.] y se efectúen en ese mercado con sujeción a sus reglas de funcionamiento” –así lo manifiestan los respectivos arts. 25s de los correspondientes Reglamentos de las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia ()-, de manera que hemos vuelto al principio, o –mejor- nunca hemos dejado de estar allí; nunca hemos dejado de considerar que las operaciones bursátiles eran compraventas de valores, admitidos a negociación/cotización en Bolsa, celebrados de acuerdo con los sistemas de contatación que dicha Bolsa tiene establecidos y sometidos al régimen de compensación, liquidación, ejecución forzosa y garantías, propios de aquella.

Por el contrario, existe un tercer tipo de mercado de instrumentos financieros –representados, típicamente, por MEFF., MOFEX y similares, incluyendo SMNs. y

SOCs.-, donde típicamente se contratan los “instrumentos financieros” enunciados en los apdos. d) al j) [e incluso k)], del Anexo, Tref.LMV; es decir:

“d) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, derechos de emisión u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse mediante entrega física o en efectivo.

e) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), contratos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato.

f) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física, siempre que se negocien en un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación (SMN) o un sistema organizado de contratación (SOC), excepto por lo que respecta a los productos energéticos al por mayor, según la definición del artículo 2, punto 4, del Reglamento (UE) no 1227/2011, que se negocien en un SOC y deban liquidarse mediante entrega física.

g) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el apartado anterior y no destinados a fines comerciales, que presenten las características de otros instrumentos financieros derivados.

h) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito.

i) Contratos financieros por diferencias.

j) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte o tipos de inflación u otras estadísticas

económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato, así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en este Anexo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado, SOC o SMN...”.

Se trata de mercados que no tienen por objeto, propiamente la inversión y desinversión en valores negociables, sino –más bien- la realización de operaciones de cobertura de riesgos –“hedging”- o de pura especulación, y cuando digo “pura”, quiero decir que el objetivo de la operación, en ningún momento incluye la adquisición/transmisión o enajenación de activos; no se trata de que una Parte adquiera por título de compraventa, porque no es la adquisición de los activos subyacentes –puede tratarse de valores negociables, o no- sino de obtener ganancias o minimizar pérdidas, mediante la realización de contratos que tienen como causa el puro riesgo y lo afrontan mediante una toma de posición frente a la evolución futura de las características económicas del activo subyacente. Por este motivo, en estos mercados, el “objeto” –aunque no me gusta emplear este término, por lo confuso- son esos “contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, derechos de emisión u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras...”, que se consideran no “uti rebus ad accipiendum”, sino “uti contractibus ad contrahendum”. Y aunque es verdad que también en las Bolsas de Valores pueden negociarse instrumentos financieros de este tipo, lo cierto es que se tratará de lo que antaño se conoció como “materia de contrato en Bolsa” [art. 67, Ccom., ha tiempo derogado], y –actualmente- podrían ser calificados como “operaciones de un mercado secundario regulado”... pero no serían “operaciones bursátiles”, propiamente dichas.

A este respecto, cabe señalar que, con el paso del tiempo, la “Compraventa bursátil” original había producido la aparición de figuras jurídicas –típicas y atípicas- al servicio de finalidades económicas que la Compraventa difícilmente –por no decir que en absoluto- puede satisfacer, como es –típicamente- la cobertura de riesgos financieros. Piénsese, p.e., en el Contrato de Doble o “Report”, cuya estructura, función y causa suscitaron tradicionalmente cuestiones, que se convirtieron en interrogantes sobre la propia naturaleza jurídica del contrato en cuestión: para empezar, se ha discutido –incluso- si era un contrato único o una suma de dos contratos; si eran compraventas, dobles préstamos o préstamos con garantía pignoratícia... Pensemos, incluso, en alguna de las múltiples operaciones a plazo “simples”: ciertamente una compraventa de valores “a plazo”, no deja de ser una compraventa de valores con ejecución recíprocamente diferida... Esto nada tiene de sorprendente. Pero, cuando la ejecución “in specie” –precisamente por consecuencia del diferimiento recíproco de la entrega de los valores y el pago de su precio- va dejando paso a una “liquidación por diferencias”, con desaparición de la entrega de los valores negociados –que se sustituye por el pago de una suma de dinero, correspondiente a la diferencia entre los precios de mercado en el momento de la celebración del contrato... y en el momento de la liquidación; un pago que, por lo demás, incluso podría suceder que tuviera que efectuarlo el supuesto “vendedor” del subyacente financiero negociado-, ¿podemos seguir hablando, aún, de una compraventa?

A decir verdad, mientras la finalidad traslativa/adquisitiva de valores admitidos a negociación, operada a título oneroso, siguiese presente en el Contrato, esas operaciones –concretamente, las operaciones de Bolsa “a plazo”; tanto simples como complejas- podía seguir siendo calificadas como compraventas, y –en consecuencia- mientras se refiriesen a valores negociables admitidos a negociación en la Bolsa, y se celebrasen y liquidasen de acuerdo con los sistemas de contratación y liquidación previstos en ella, aún merecerían ser calificadas como “operaciones bursátiles”.

Sin embargo, cuando la finalidad traslativa/adquisitiva de valores deja de ser relevante, en el marco del objeto

y causa del contrato... se hará evidente el alejamiento de estas nuevas operaciones atípicas, propias de cada mercado, respecto del modelo de la Compraventa; alejamiento que aún puede hacerse más intenso. Por este motivo, partiendo de la base de que el modelo originario es el contrato de Compraventa de valores, se ha ido derivando para que, sin recurrir a calificarlos como “compraventas”, puedan incluirse múltiples operaciones, actuales o venideras, no como “operaciones bursátiles”, sino –en el mejor de los casos- como “operaciones de mercado secundario regulado de instrumentos financieros”.

III- Fuentes del régimen vigente de las “operaciones bursátiles” y de las “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros”.

Pero no es solamente la definición jurídico-positiva explícita de estas operaciones, lo que ha desaparecido: también parece que lo ha hecho su régimen jurídico-sustantivo, de tal modo que, en la actualidad, la respuesta a la cuestión de cuáles sean las fuentes del régimen vigente de las “operaciones bursátiles” y de las “operaciones de los mercados secundarios regulados de instrumentos financieros”, quizá exija distinguir dos aspectos o dos planos:

1. Aspectos estructurales o conceptuales
2. Aspectos operativos o funcionales

Los aspectos –y el plano- estructurales o conceptuales, debieran estar confiados a normas de contenido intensamente jurídico, por lo que su caracterización fundamental habremos de buscarla en la legislación general o común de obligaciones y contratos, procediendo por el –¿simple?- expediente de analizar los elementos subjetivos, objetivos y causales de las operaciones... y relacionarlos –si es posible- con el tipo contractual codificado, al que más se parezcan. En su día, el derogado art. 38, LMV./1988 disponía terminantemente que “[l]as operaciones que se hicieran en los mercados secundarios oficiales de valores se cumplirían en las condiciones y en el modo y forma que hubiesen convenido los contratantes, pudiendo ser al contado o a plazo en sus diversas modalidades...” (). Sin embargo, no encontraremos –ahora- ninguna norma como aquélla, en el Tref.LMV. o

en otras disposiciones de desarrollo o complemento del mismo... posiblemente porque no se ha considerado necesario; tal vez, incluso, porque no se haya considerado conveniente, sino potencialmente perjudicial: ya los arts. 1445, 1450, 1451 o 1462, Cciv. y 329 y ss., Ccom hablan de las obligaciones de compradores y vendedores, en el marco de los contratos de compraventa, sin que las compraventas bursátiles presenten especialidad jurídico-positiva ni dogmática suficientes como para requerir una normativa propia, “ad hoc”, que venga a reiterar lo que ya los códigos dicen, sobre la Compraventa, como hacían los viejos arts. 63 y ss., Regl.Bols./1967, y antes –incluso– los arts. 74 y ss., CCom; todos ellos derogados.

Los aspectos –y el plano– operativos o funcionales, por el contrario, parecen haber sido confiados a normas que, aun cuando son de índole jurídico-positiva, presentan un neto carácter técnico. Ya el Derecho bursátil –y, luego, el Derecho del Mercado de Valores, etc.– se han caracterizado, tradicionalmente, por ser un Derecho técnico; más aún: incluso se podría decir que es un Derecho tecnológico o tecnologicista. Ese carácter “técnico” del Derecho del Mercado de Valores se entiende, partiendo de la base de que el significado etimológico de las palabras técnico, ca. (Del lat. *technicus*, y este del gr. *τεχνικός*, de *τεχνη*, arte) incluye acepciones como: 1. adj. Perteneciente o relativo a las aplicaciones de las ciencias y las artes o 5. f. Conjunto de procedimientos y recursos de que se sirve una ciencia o un arte. Asimismo, según el Diccionario María Moliner, la citada voz tiene esta primera acepción, que me parece idónea para expresar lo que aquí se quiere decir: 1 adj. Relacionado con la aplicación de la ciencia a la obtención de objetos o resultados prácticos.

Hablar de normas técnicas quiere decir que se trata de normas que, aunque son jurídicas por su vector –la fuente–, que es evidentemente uno contemplado en el art. 1º, nº 1, Cciv., y que –por eso mismo– hace de las reglas que contienen o expresan Derecho “positivo” u objetivo, en el contexto del “Ordenamiento jurídico español”, responden al carácter esencialmente “problemático” de la actividad –de la contratación– en los mercados de valores, pues involucra situaciones conflictivas que precisan de una respuesta, que debe obtenerse a través la aplicación de métodos científicos;

problemas y cuestiones económicas, como la asignación de los diversos costes de producción; como la necesidad de garantizar la solvencia de las entidades que prestan servicios de inversión, la seguridad, liquidez y rentabilidad de las IIC., la seriedad de las emisiones y ofertas públicas de valores, la válida conclusión de las operaciones de mercado; su debida y pronta liquidación, la segura adquisición de los valores negociados, etc.; problemas cuya “gestión” debe programarse, mediante la aplicación de las diversas ciencias [Economía de la Empresa, Administración de Empresas, Contabilidad, Marketing, Derecho, Informática, Geografía, Historia, Sociología...] y las artes. Así; las normas jurídico-bursátiles técnicas o las normas de carácter técnico del Derecho del Mercado de Valores, que se hallan representadas fundamentalmente por el Tít. III, RDVan./2015 [arts. 57 al 85], así como por el Reglamento (UE), del Parlamento Europeo y del Consejo, nº 648/2012, de 04.07.2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, también conocido como Reglamento de Infraestructuras de mercado [EMIR.] y el Reglamento (UE), del Parlamento Europeo y del Consejo, nº 600/2014, de 15.05.2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012 [MIFIR.]; disposiciones, todas ellas, que presentan varias características singulares:

1. En primer lugar, poseen un objeto y contenido que consisten en la imposición de medidas, en sí mismas pertinentes a la aplicación de las ciencias, naturales y experimentales –Micro y Macroeconomía, Economía de la Empresa, Contabilidad, Matemática Financiera, Estadística, etc.–, y de medidas pertinentes al ámbito de las ciencias aplicadas; al ámbito del conocimiento científico de una o varias áreas especializadas de la ciencia, para resolver problemas prácticos. Así, podríamos decir del Derecho del Mercado de Valores; del Derecho de los Servicios de Inversión, como –en general– de todo el Derecho del Sistema Financiero, en todas sus instituciones, ramas y fuentes, algo parecido a lo que se dice de las patentes de invención y de otros derechos de protección de las creaciones industriales de fondo: que tratan de ofrecer soluciones a problemas técnicos [y socioeconómicos] relacionados –en este

caso- con la negociación de valores e instrumentos financieros. Pues bien; una parte muy importante del objeto material del Derecho del Mercado de Capitales o del Mercado de Valores está constituida por la regulación de las operaciones de los distintos mercados y por la regulación (o incluso el mero reconocimiento) de nuevos valores negociables e instrumentos financieros. Pues bien; por lo que al primer aspecto se refiere, el Derecho del Mercado de Capitales o del Mercado de Valores siempre se ha preocupado de regular los sistemas de compensación/liquidación multilateral de operaciones; materia que se ha enriquecido con las reformas en materia de representación de valores por anotaciones en cuenta y gestión de los sistemas de compensación y liquidación de valores y efectivo; aspectos que son predominantemente técnicos, aunque no carecen -ni mucho menos- de aspectos jurídico-sustantivos fundamentales. Así, el Mercado de Capitales o del Mercado de Valores tiene por finalidad proporcionar un régimen jurídico a la innovación financiera; proporcionar soluciones jurídicas a los problemas económico-técnicos y a las soluciones -también económicas y técnicas- que se dan a esos problemas (). Esta característica no constituye ninguna novedad, pues ya el tradicional Derecho bursátil mostraba esa clara predisposición a la "tecnificación", que ha coadyuvado a la definición de otras notas características, como el carácter de muchos de sus preceptos como de "ius cogens" y la tipificación/uniformidad y la objetivación negocial.

2. Aunque tienen que ver con la celebración y con la ejecución de los contratos, como negocios jurídicos, fuentes de obligaciones y -eventualmente- título de disposición jurídico-real, sobre los valores o instrumentos objeto de negociación, regulan, más bien aspectos organizativos [arts. 57 a 61, RDVan./2015] de ciertas entidades -que, además, son "tertiæ partes", respecto de los contratos en cuestión- y de su actividad material [arts. 62 al 85, RDVan./2015] -dado que ellas, precisamente por la razón expuesta- no son sujeto pasivo de las obligaciones nacidas de los referidos contratos [sino, en el mejor de los casos, de otros contratos distintos], en vez de propiamente regular aquellas celebración y ejecución de los contratos de mercado, como negocios jurídicos, fuentes de

obligaciones y -eventualmente- título de disposición jurídico-real, sobre los valores o instrumentos objeto de negociación.

3. Las disposiciones mencionadas emplean una terminología muy técnica que se incluye con la pretensión de convertirse en la terminología "legal" -y tiene que serlo, pues se halla contenida en preceptos de Derecho objetivo positivo-, pero que precisamente por el peso del componente técnico, frecuentemente no coincide con los conceptos elaborados por la Ciencia Jurídica. Así, aunque en esa regulación se utilizan algunas expresiones que son -o que coinciden con- conceptos jurídicos -compensación, liquidación, registro...-, sin embargo, utilizan esas expresiones en un sentido no-jurídico, sino material o técnico; en un sentido "ad hoc", para describir los procesos técnicos y materiales, frecuentemente incluso tecnológicos, que tienen lugar, aun cuando todo ello -finalmente- deba concluir en efectos jurídicos: perfección de contratos, cumplimiento de obligaciones -de entrega de valores ["uti rebus"] y/o de pago de efectivo-, y -en su caso- de enajenación y correlativa adquisición dominical.

Las normas aludidas hablan, pues, de "compensación y liquidación de operaciones sobre valores", lo que pone de manifiesto que nos encontramos en la fase llamada "post-contractual". Así; tales actividades tienen lugar en el contexto de la negociación de valores; es decir en el contexto de, o en relación con: la transmisión de la propiedad sobre los valores negociados, de una persona -titular original o siquiera titular precedente, "tradens"- a otra persona distinta -"accipiens vel novus dominus"-, y del pago de su precio de la segunda -"solvens"-, a la primera ["accipiens"]. Este proceso se inicia con sendas órdenes de compra y de venta... seguidas del contrato de compraventa de mercado, y luego...a la ejecución del mismo, por medio del cumplimiento de las obligaciones. Ello conduce, en cierto sentido, a una doble subrogación real en cada patrimonio: por un lado hay un intercambio de valores, por su precio de venta -en el caso del patrimonio del vendedor-, y por otro, hay un intercambio del precio de compra, por los valores adquiridos -en el caso del patrimonio del comprador-. El problema es que este fenómeno no se resume o se agota en operaciones aisladas, singulares, sino en un tráfico masivo de múltiples operaciones de compraventa, entre en

elevadísimo número de operadores, compradores o vendedores, que negocian un número potencialmente muy elevado de valores, que deben ser entregados: se trata de un tráfico en masa. Por este motivo, no puede llevarse a cabo materialmente de forma eficaz y pronta... salvo que se organice un sistema complejo y completo, tendente a garantizar que -efectivamente- se consume ese proceso de subrogación real. Consiguientemente; ante la realidad de un tráfico secuencial de perfección del contrato, por el cruce de órdenes -de hecho, numerosísimas órdenes- es preciso que exista una Entidad que "compense" las numerosas operaciones; es decir: que obtenga unos netos de flujos de valores y de dinero. Esta función la desarrollan las denominadas "entidades de contrapartida central".

Como veremos, a pesar de que se habla de "compensación", la función que desarrollan las denominadas "entidades de contrapartida central" nada tiene que ver con la Compensación regulada en los arts. 1195 y ss., CCiv., porque no produce efectos jurídicos sensibles y sustantivos sobre las relaciones jurídicas; ni produce la extinción simultánea de obligaciones recíprocas, ni conlleva efectos de garantía de cumplimiento de las obligaciones: su alcance es meramente contable, aritmético; de simple cálculo de saldos netos. Obtenidos esos netos, en virtud de la - mal llamada- compensación, luego es preciso llevar a cabo la "liquidación" de las operaciones -aunque mejor habría sido hablar de "cumplimiento", "ejecución" o cosa parecida... porque de eso es de lo que se trata: llevar a cabo la entrega de los valores y el pago de su precio-, lo que se lleva a cabo, materialmente, por los denominados "depositarios centrales de valores", papel que en España corresponde a una única entidad: la "Sociedad de Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de valores" o "Sociedad de Sistemas", cuya denominación social es Iberclear.