

I. COMENTARIOS MONOGRAFICOS

MERCADO UNICO DE VALORES Y COMUNIDADES AUTONOMAS (Comentario a la Sentencia del Tribunal Constitucional 133/1997, de 16 de julio)

Por

MERCEDES FUERTES

Catedrática E.U. de Derecho Administrativo
Universidad de León

SUMARIO: 1. LA DISTRIBUCIÓN DE COMPETENCIAS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES.— 2. MOTIVOS DE IMPUGNACIÓN PRECISADOS POR LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS.—3. DOCTRINA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL: A) *La competencia exclusiva sobre la legislación mercantil.* B) *La competencia estatal sobre la ordenación general de la economía.* C) *La competencia estatal para determinar las bases de la ordenación del crédito.* D) *Títulos autonómicos:* a) *El desarrollo de las bases de ordenación del crédito y de las bases de la ordenación económica.* b) *La competencia para crear y organizar centros de contratación de valores.*—4. CONCLUSIONES.

La reforma del mercado de valores realizada en 1988 imprimió un considerable impulso al sistema bursátil español. Permitió sentar las bases para consolidar un mercado financiero moderno, adecuado a las nuevas prácticas que se imponían. De una negociación muy limitada de los valores en localizados corros, con un escueto horario, se ha pasado a la posible contratación de las operaciones a través de redes informáticas, que permiten durante muchas horas del día conocer y aceptar las diferentes ofertas que se formulan desde cualquier punto de contratación. Los antiguos Agentes de Cambio y Bolsa han sido sustituidos por sociedades anónimas que asumen la gestión bursátil y, sobre todo, han de controlar sus riesgos, solvencia y liquidez. Han quedado atrás unas lentas y pausadas prácticas de liquidación de las operaciones bursátiles, no exentas de riesgo por la posible inflación de los títulos negociados, al haberse generalizado un más rápido y eficaz sistema de compensación y liquidación. En fin, sin prescindir del «alea» que toda negociación bursátil tiene, se han introducido normas de conducta que facilitan la información y, en consecuencia, mayor transparencia de la situación bursátil, lo que favorece la protección a los inversores.

Otros muchos ejemplos se podrían citar, pues son importantes los cambios que se han conseguido en pocos años en el mercado de valores es-

pañol y para ello no ha sido ajena la configuración de una nueva organización administrativa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Desde la atalaya que otorga un conocimiento especializado en la materia puede decirse que la Comisión Nacional ha sido el principal motor para encauzar de manera conveniente el desarrollo de los mercados de valores españoles.

Sin embargo, a pesar de la consolidación práctica del nuevo sistema de negociación de valores, de la creación de las nuevas sociedades de mediación y de la multitud de operaciones que diariamente se cruzan en las inversiones bursátiles, la reforma del mercado de valores se encontraba en una situación de cierta precariedad jurídica, al estar pendiente la resolución relativa a su juicio de constitucionalidad. La Ley que puso en marcha el nuevo sistema, la Ley 24/88, del mercado de valores, fue impugnada ante el Tribunal Constitucional por el Gobierno vasco, por el Parlamento de Cataluña, así como por el Consejo Ejecutivo de esta última Comunidad Autónoma. Igualmente fueron objeto de conflicto suscitado por el Gobierno vasco dos de los reglamentos de desarrollo, quizá los pilares más básicos, pues sobre ellos se edificó el nuevo marco estructural, esto es, el reglamento relativo a los más característicos intermediarios bursátiles, las sociedades y agencias de valores, y el que atendía a la nueva organización de las bolsas. Con fecha de 16 de julio, el Alto Tribunal ha dictado por fin su sentencia, que hace la número 133 de 1997 y que, resolviendo los conflictos de competencias suscitados, mantiene con algún pequeño matiz el sistema implantado. Pero quizá, antes de comentar la doctrina constitucional, no sea ocioso recordar cómo se atendía en la Ley del mercado de valores a las competencias de las Comunidades Autónomas, para percibir mejor la incidencia de esta sentencia.

1. LA DISTRIBUCIÓN DE COMPETENCIAS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

La Ley del mercado de valores no es ninguna norma de distribución de competencias. Sin embargo, al promover una gran reforma del sistema bursátil español incide, como es lógico, en las funciones y en las facultades que pueden realizar los poderes públicos con competencias en esta materia. De manera especial, como ya se advertía en la memoria que precedía el proyecto presentado por el Gobierno, sobre las Autonomías que tenían reconocida la competencia para crear y organizar bolsas (1).

El legislador estatal, consciente de los posibles conflictos que podrían

(1) En concreto, son siete las Comunidades Autónomas cuyos Estatutos han asumido competencias en esta materia: País Vasco, Cataluña, Galicia, Andalucía, Valencia, Canarias y Navarra. Prácticamente con los mismos términos: «establecimiento y regulación de bolsas de comercio y centros de contratación de mercancías y de valores de conformidad con la legislación mercantil». Sin embargo, sólo tres de ellas, País Vasco, Cataluña y Valencia, tenían localizada una Bolsa en su territorio, y en ellas piensa el legislador estatal, al ser poco probable contradecir la fuerte tendencia económica a la concentración de los mercados mediante una singular decisión de crear nuevas bolsas en las otras Comunidades.

surgir con algunas Comunidades Autónomas, adelantó en la misma exposición de motivos de la Ley los fundamentos que justificaban la intervención estatal. Se recordó, así, el principio de unidad del orden económico y del sistema financiero, postulado que se asienta en el título relativo a la ordenación del crédito. Este principio, junto a la tendencia a la consolidación de un mercado único, eficiente y competitivo, es el que ampara una regulación unitaria en todo el territorio y la homogénea organización de las bolsas, partes integradas en el sistema del mercado de valores. Con la uniformidad y la igualdad de régimen jurídico se pretendía impedir la regionalización y fragmentación de los mercados, lo que obstaculizaría notablemente su desarrollo.

Unido a este principio destacó el legislador su competencia exclusiva para regular las cuestiones mercantiles, título en el que también se apoyaban multitud de preceptos de la Ley. Por ejemplo, la intrínseca naturaleza privada del régimen de los valores negociables, las operaciones bursátiles, la regulación de la actividad de los empresarios de este sector, etc.

Estos dos títulos son los que determinaron que, a la hora de intervenir el poder público en el mercado de valores, la Administración actuante fuera de manera predominante la estatal. Corresponde, por ello, a esta Administración el concreto desarrollo normativo de la Ley; múltiples actuaciones y prácticas del mercado deben contar con una autorización explícita del Ministro o de la Comisión Nacional (el reconocimiento de Sociedad o Agencia de Valores, algunas actuaciones de las Sociedades rectoras de las bolsas, autorizaciones especiales en determinadas operaciones bursátiles, etcétera), pero quizá lo más sobresaliente sean las facultades derivadas de la supervisión que se reconoce a la Comisión Nacional sobre todas las personas y entidades que intervienen en los mercados, así como sobre todas las operaciones y actividades que se realizan en los mismos. Esta supervisión se materializa en múltiples facultades (obligatoria remisión de información, registro de datos, inspecciones e, incluso, el posible ejercicio de la potestad sancionadora), que implica una constante y permanente relación de todos los participantes en los mercados con este organismo.

¿Qué competencias se reconocían en la Ley a las Comunidades Autónomas? En comparación con las funciones reconocidas a la Administración estatal, de manera esencial a la Comisión Nacional, podía decirse que las competencias autonómicas eran muy escasas. Pocas actuaciones requieren la autorización de la Administración autonómica, en concreto: la autorización de creación de bolsas de valores en su territorio, pero siempre contando con el informe favorable del Gobierno de la Nación; han de autorizar los estatutos de las nuevas Sociedades rectoras, sin perjuicio, igualmente, de la autorización de la Comisión Nacional; pueden crear un servicio de compensación y liquidación propio, pero sólo si los valores se negocian de manera exclusiva en la bolsa sita en la Comunidad. También se les reconocen facultades de supervisión, inspección y sanción, pero sujetas a los criterios básicos establecidos en la Ley y limitadas a los valores que sólo estén admitidos en la bolsa localizada en la Comunidad Autónoma. En fin, pueden participar en un órgano de la Comisión Nacional, el Comité

Consultivo, pero este órgano, como su propio nombre nos indica, sólo posee funciones de deliberación e informe, nunca decisorias.

Es fácil apreciar que las diferencias entre las posibilidades de intervención en los mercados de valores por parte de la Administración estatal y de las Administraciones autonómicas son notables. Pero ¿es esto relevante o importante? En el manipulado debate político predominan en la actualidad los criterios comparativos. No sólo entre las diversas Comunidades Autónomas, que reconocen sus hechos diferenciales únicamente en comparación con las menores facultades de otras Comunidades, sino también en comparación con las funciones de la Administración estatal. Esta perversión no debe empañar ni desdibujar lo que es realmente correcto y adecuado, esto es, si la distribución de competencias respeta el marco constitucional y, en particular, si realmente la intervención pública se dirige a la consecución de una mejor administración para los ciudadanos; en este caso, conseguir la protección de los inversores a través de la transparencia de un mercado activo que garantice una libre formación de los precios. Este es el criterio que debe tenerse en cuenta a la hora de valorar las competencias de las distintas Administraciones públicas y no el intencionado y perverso análisis comparativo.

El Tribunal Constitucional se ha pronunciado reconociendo en términos generales la competencia del legislador estatal en materia del mercado de valores. Sin embargo, tres precisiones de la Ley no serán ya aplicables a las Comunidades Autónomas de Cataluña y el País Vasco. En concreto, en primer lugar, no se requerirá ningún informe vinculante del Gobierno para crear una bolsa de valores por la Comunidad Autónoma; en segundo lugar, no se deberá acreditar ya ante la Comisión Nacional los requisitos para ser miembro de las bolsas sitas en dichas Comunidades, sino ante la Administración autonómica, y, en tercer lugar, no tiene valor el cambio de nombre establecido en la Ley para las bolsas, las de Bilbao y Barcelona se volverán a designar «Bolsas oficiales de comercio». Otros pocos preceptos de la Ley deberán interpretarse según la doctrina sentada en la sentencia. Y, con relación a las impugnaciones de los reglamentos, el Tribunal ha reconocido competencias autonómicas, de tal modo que varias de las facultades de supervisión sobre la bolsa de Bilbao se ejercerán de manera exclusiva por la Administración de la citada Comunidad Autónoma. Así será la Administración autonómica, y no la Comisión Nacional, la Administración que apruebe los estatutos y sus modificaciones, los presupuestos y las fianzas de la sociedad rectora de la bolsa de Bilbao y también la única Administración que puede suspender o anular las decisiones de dicha sociedad rectora que perjudiquen al mercado de valores.

Esta decisión es desarrollada a lo largo de muchas páginas, pero antes de su análisis parece oportuno resumir los motivos presentados por los recurrentes que pretendían la declaración de inconstitucional de la Ley del mercado de valores o, en su defecto, la inaplicación en sus Comunidades Autónomas de muchos de sus preceptos.

2. MOTIVOS DE IMPUGNACIÓN PRECISADOS POR LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Los recursos de inconstitucionalidad, con mayor o menor extensión, se apoyan en similares argumentos, que giran en torno a las competencias exclusivas asumidas por las Comunidades Autónomas. Sendos Estatutos de Autonomía reconocen como competencia exclusiva: el establecimiento y regulación de las bolsas de comercio y otros centros públicos de contratación de valores (arts. 9.20 EAC y 10.29 EAPV). Por el contrario, la falta de una explícita mención en el listado constitucional de distribución de competencias implica, según los recurrentes, la inexistencia de un título constitucional que legitime al legislador estatal para intervenir de modo tan acabado en la ordenación del mercado de valores y, sobre todo, con relación a las bolsas sitas en dichas Comunidades. En concreto, y sin perjuicio de atacar la reforma en su conjunto, se discute la previsión de que para la creación de un nuevo mercado por la Comunidad Autónoma haya de contrastarse con informe preceptivo y vinculante del Gobierno de la Nación, así como que todo centro de contratación de valores tenga que estructurarse y organizarse de conformidad al acabado régimen establecido en la Ley del mercado de valores: forma de sociedad anónima, carácter de los accionistas, capital mínimo, determinadas reglas de funcionamiento; incluso la supervisión de muchas de sus actuaciones ha de realizarse tanto por la Administración autonómica como por la Administración estatal (cláusulas estatutarias, ampliaciones de capital, nombramiento de los consejeros, etc.).

Afirmaban también los recurrentes que la normativa estatal, al faltar un título competencial específico, sólo tiene el apoyo en la cláusula residual reconocida en el párrafo tercero del artículo 149 de la Constitución española y que, en consecuencia, no puede aplicarse en las Comunidades Autónomas con competencias exclusivas en la materia, quedando desplazada dicha legislación por la autonómica que se dicte. Sólo se reconocen de manera muy limitada algunas facultades al legislador estatal para regular aspectos de legislación mercantil o establecer criterios básicos sobre la planificación económica y la ordenación del crédito.

Incluso, con relación a este aspecto de la posible normativa básica sobre la ordenación del crédito, apuntan los recurrentes que el legislador estatal no ha respetado la doctrina constitucional existiendo graves vicios formales de constitucionalidad. Por un lado, no se ha precisado qué preceptos tienen tal carácter y, por otro, el detalle de acabada regulación de muchos de ellos impide cualquier desarrollo por normas autonómicas. En fin, otro argumento que se maneja para solicitar la inconstitucionalidad de la Ley del mercado de valores es la competencia autonómica sobre el nombramiento de los Agentes de Cambio y Bolsa, que desaparecen con la Ley al confiarse la negociación e intervención de los mercados a unas entidades especializadas, a saber, las sociedades y agencias de valores y bolsa.

Planteado en estos términos generales el conflicto, que, como es lógico, desarrollan los recurrentes en sus escritos con relación a cada uno de los

artículos que singularmente discuten, es hora de resumir la doctrina del Tribunal Constitucional.

3. DOCTRINA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

Inicia el Tribunal su razonamiento centrando el núcleo del conflicto: cuál es el objeto de la Ley y si el mercado de valores es el contenido de las competencias invocadas por las Comunidades Autónomas, esto es, el establecimiento y ordenación de las bolsas y los centros de contratación. De manera clara recuerda el Tribunal que el mercado de valores es un elemento integrante del sistema financiero, «en concreto, aquel que comprende las operaciones de colocación y de financiación a largo plazo así como las instituciones que afectan principalmente estas operaciones». Por ello, la competencia sobre el mercado de valores es una competencia mucho más genérica y extensa que la de crear y ordenar una bolsa, y deben ser otros los títulos competenciales en juego y no sólo el invocado por los recurrentes.

Tras desechar la simple conclusión de reconocer al legislador estatal sus competencias en virtud de la cláusula residual del artículo 149.3, al ser la actividad financiera objeto de varias menciones en el artículo 149, precisa la sentencia cuáles son los principales apoyos del legislador estatal para afrontar la reforma del mercado de valores: uno, la legislación mercantil; dos, las bases de la ordenación del crédito, y tres, las bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica.

A) *La competencia exclusiva sobre la legislación mercantil*

El primer referente para regular el mercado de valores es que muchos aspectos tendrán una clara naturaleza mercantil: los valores como objeto de negociación, los mercados, las sociedades que intervienen y median, etc. Nadie, en principio, discute su invocación, porque era uno de los títulos que ya destacaba el legislador estatal en la exposición de motivos de la Ley y es el límite que mencionan de manera explícita los preceptos estatutarios al reconocer la competencia sobre las bolsas. Y es que tradicionalmente la regulación de la negociación de los valores se ha inscrito en la disciplina mercantil. Incluso existe el importante antecedente de los debates parlamentarios sobre la Constitución de la II República, donde se resaltó la importancia de este título competencial (2).

Se pone en duda, sin embargo, el alcance y extensión de este título

(2) Al hilo de las enmiendas a la competencia estatal sobre la ordenación del crédito, surgió el debate sobre la competencia en materia bursátil. En resumen, Indalecio Prieto expuso la necesidad de proclamar y salvaguardar la unidad del sistema bursátil en todo el territorio, y Alcalá Zamora afirmó que la unidad del sistema bursátil estaba garantizada por la competencia exclusiva sobre la legislación mercantil («Diario de Sesiones», núm. 45, del 25 de septiembre de 1931).

competencial (3). Debe recordarse, en este sentido, que desde sus primeras sentencias el Tribunal Constitucional ha eludido establecer y congelar definiciones doctrinales (4) y solucionar los conflictos desde el estricto criterio de circunscribir sólo las reglas *inter privados* a la legislación mercantil, sin desconocer que en la actividad mercantil inciden normas de Derecho público, cuya titularidad puede estar atribuida a distintas Administraciones (5).

En coherencia con este criterio, y con relación a los artículos impugnados, pues algunos artículos de la Ley, como el régimen de los valores negociables, no se impugnaron, el Tribunal atribuye sin dudar naturaleza mercantil a la regulación de las «operaciones bursátiles», que realiza el artículo 36 de la Ley. Esta regulación define «los elementos —objetivos y subjetivos— que convierten a una transmisión de valores en una operación de un mercado secundario oficial, así como la sanción legal que corresponde a una transmisión realizada sin observar dichos requisitos».

Del mismo modo se reconoce el carácter mercantil de la facultad que posee la Comisión Nacional para determinar cuáles son los valores que pueden negociarse en las bolsas. Se trata de determinar el ámbito objetivo de las operaciones. E, igualmente, integra la legislación mercantil la reforma del sistema de fungibilidad de los valores por un sistema inmaterial de anotaciones en cuenta, al ser ésta una cuestión relativa a la ejecución y liquidación de las operaciones bursátiles.

Tampoco se duda de la naturaleza mercantil de la regulación de las sociedades y agencias de valores, que contiene el régimen jurídico de unos singulares empresarios, los más característicos intermediarios bursátiles. En la sentencia se subraya que esta regulación debe ser homogénea en todo el territorio para conseguir dotar de la misma fiabilidad a todos los empresarios y, con ello, al sistema financiero en su conjunto. En los escritos de los recurrentes se había intentado justificar las posibles competencias autonómicas sobre estas entidades financieras, recordando las facultades asumidas con relación a los Agentes de Cambio y Bolsa. Sin embargo, no admite el Tribunal dicha equivalencia. El nuevo régimen establece unas previsiones para garantizar la solvencia y liquidez de estos intermediarios y deben ser supervisadas por la misma autoridad para evitar distintas soluciones y discriminaciones. Pero, además, afirma el Tribunal:

(3) Sin perjuicio de la doctrina constitucional, pueden verse los trabajos de J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La competencia exclusiva del Estado sobre la "legislación mercantil"», en *Estudios sobre la Constitución española. Homenaje al Prof. GARCÍA DE ENTERRÍA*, Ed. Civitas, Madrid, 1991, págs. 4083 y ss. del volumen V, y F. VICENT-CHULIÁ, *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.ª ed., 1991.

(4) Así, la sentencia de 16 de noviembre de 1981 que reconocía la imprecisión de los contornos doctrinales. También pueden verse las acertadas explicaciones de S. MUÑOZ MACHADO, *Derecho público de las Comunidades Autónomas*, Ed. Civitas, Madrid, 1984, pág. 370 del primer volumen.

(5) Un resumen de esta doctrina se ha concretado en la sentencia 37/97, de 27 de febrero, que resolvió los conflictos contra el Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

«La decisión de prescindir de la figura del agente mediador individual y sustituirlo por unas entidades financieras especializadas es una decisión básica que corresponde adoptar al Estado, ya que con ella se pretende asegurar la solvencia financiera de quienes desarrollan actividades que encierran importantes riesgos potenciales.»

Con razón afirma el Tribunal que el reconocimiento de una competencia en los Estatutos no supone en modo alguno que se congele la competencia estatal para su perpetuo mantenimiento. Las competencias autonómicas de ejecución sobre los Agentes de Cambio y Bolsa no pueden impedir la decisión de su supresión.

Otra materia de la que se reconoce su contenido mercantil y, en consecuencia, la titularidad de la Administración estatal, es la posibilidad de establecer códigos de conducta (art. 78 de la Ley). Aunque también admite la sentencia que ello no ha de impedir a la Comunidad Autónoma «completar las normas estatales en la materia siempre que ese complemento se limite a recopilar lo que se use con carácter peculiar en los centros de contratación de valores ubicados en su territorio. Dicha labor recopiladora, aunque mercantil por la materia, no es propiamente legislación» (fundamento jurídico 11). Quizá la razón de esta posibilidad radique en el convencimiento de que los códigos de conductas no son en rigor verdaderas normas imperativas, sino pactos a los que se adhieren los firmantes. En este sentido, debería haberse tenido en cuenta que las normas de conducta surgirán de los intermediarios financieros y de ahí, por su generalización, pueden ser amparadas por la autoridad bursátil. Por ello, parece excesivo admitir la multiplicación de escalones de códigos de conducta: en las bolsas, en el ámbito autonómico y a nivel estatal.

B) *La competencia estatal sobre la ordenación general de la economía*

Otro de los títulos que invoca la sentencia para analizar la constitucionalidad de la Ley del mercado de valores es la ordenación general de la economía. Entiende el Tribunal Constitucional que el Estado puede planificar con cierto detalle, fijando bases y medidas de coordinación, con el objetivo de conseguir la unidad de la política económica. Además, en esta ocasión, se anudan estos razonamientos al título competencial reconocido en la regla 13 del artículo 149.1 de la Constitución, esto es, «las bases y la coordinación de la planificación general de la actividad económica», y no, como se había defendido en otros pronunciamientos como un título competencial específico, derivado de la cláusula residual contenida en el párrafo tercero del artículo 149 (6).

(6) Así, por ejemplo, entre otras sentencias, precisan la existencia de la ordenación general de la economía como un título concreto las números 152/88, de 20 de julio; 75/89, de 24 de abril; o 91/92, de 11 de julio. En este sentido también se ha pronunciado

Al amparo de este título el Tribunal defiende los pilares más importantes de la reforma, en concreto la creación de un organismo especial, como es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y sus facultades de ordenación, intervención y supervisión sobre esta parte del sector financiero. Y ello porque, en términos del propio Tribunal,

«una de las manifestaciones de la unidad del orden económico es el principio de unidad de mercado, incluido el mercado de valores, reconocido implícitamente por el artículo 139.2 CE. Pues bien, la construcción de un mercado de valores regido por el principio de unidad, esto es, de un “mercado único”, en la expresión empleada por uno de los recurrentes (Gobierno vasco), exige un mínimo normativo, presupuesto necesario para que el reparto de competencias entre el Estado y las distintas Comunidades Autónomas en materias económicas no conduzca a resultados disfuncionales o disgregadores. Este planteamiento, aceptado explícitamente por el Gobierno vasco, ha de llevarnos a concluir que el Estado —que es a quien corresponde garantizar la unidad del mercado de valores— es competente para crear un ente público y para encomendarle el ejercicio de las facultades que sean necesarias para preservar dicha unidad...» —fundamento jurídico 7.º.c) —.

Con relación a las funciones de la Comisión, apunta incluso el Tribunal que la finalidad de proteger la libre formación de los precios «desborda el ámbito estricto de la ordenación del crédito, para incidir en el más amplio de la política monetaria y financiera» —fundamento jurídico 7.a), *in fine*— y, por ello, se califica de legítima opción la del legislador estatal a la hora de no incorporar a los representantes autonómicos a los verdaderos órganos de decisión de la Comisión, admitiendo sólo la representación en el Comité consultivo. No nos encontramos ante el ejercicio de una competencia compartida, de ahí que no se obligue al legislador a incorporar a los representantes autonómicos en los órganos colegiados decisorios y posea libertad para configurar la organización de la Comisión (fundamento jurídico 7.º, *in fine*).

También son consecuencia del principio de unidad de mercado las funciones de registro de distinta información por parte de la Comisión Nacional. Los recurrentes habían impugnado varios preceptos de la Ley que regulaban la obligatoria inscripción de muchos datos financieros, pero el Tribunal responde:

«La concentración en el órgano rector de los mercados de valores de la llevanza de estos Registros es una garantía de

J. GARCÍA TORRES, *La ordenación general de la economía, título sustantivo de competencia estatal*, en «REDC», núm. 17, págs. 252 y ss.

la igualdad en el acceso de los inversores a unos mercados en los que ... la información resulta ser el elemento de mayor trascendencia a la hora de realizar las correspondientes operaciones... (7) la inscripción registral está al servicio del correcto y eficaz cumplimiento de los fines a que sirve la Comisión Nacional...»

Además, la exigencia de unos específicos requisitos para inscribir los datos en estos registros responde también al principio de igualdad entre todos los emisores de valores. El hecho de que se les exija el cumplimiento de los mismos presupuestos es garantía de la igualdad y objetividad de la supervisión de la Comisión, además de suponer un apoyo a controlar los riesgos del sistema financiero.

Muchas precisiones de la Ley, en particular las que establecen los comportamientos de actuación, como los principios de prioridad del cliente, la no utilización de información privilegiada, etc., entiende el Tribunal que son principios básicos para garantizar la transparencia de los mercados y la libre formación de los precios (fundamento jurídico 11). Por ello, puede la Comisión Nacional requerir a las entidades financieras la información relativa a sus vinculaciones económicas u otras relaciones contractuales que puedan afectar a la contratación. Es ésta una facultad instrumental para conseguir la transparencia del mercado, lo que no impide, a juicio del Tribunal, que las Comunidades Autónomas regulen aspectos similares o adopten otras cautelas. Y, del mismo modo, no se discute tampoco la competencia estatal para regular las obligaciones de información a la Comisión, en concreto la de haber adquirido participaciones significativas, aspecto impugnado por la Generalidad de Cataluña

Habían discutido también los recurrentes la creación y configuración del Sistema de Interconexión Bursátil, al aducir, entre otras consideraciones, que se creaba una nueva bolsa en sus territorios, sobre la que no se les reconocía ninguna facultad, ni tan siquiera decidir, como hace la Comisión, los valores que pueden negociarse en la misma, y que, además, podría originar la desaparición de las bolsas tradicionales. No duda el Tribunal a la hora de admitir que es competencia del legislador estatal la creación de este Sistema, que no constituye una bolsa en sí mismo, sino una

(7) Es consciente el Tribunal de que la mercancía de más valor en la bolsa es la información. Conseguir una mayor información para los inversores era el objetivo principal de la promulgación de la *Securities Act* de 1933, en EE.UU., aspecto que profundiza la *Securities Exchange Act* de 1934 con relación a valores ya negociados en los mercados al imponer una información continua; del mismo modo, esta intención se repite con las reformas realizadas de manera progresiva en todos los países. De carácter general y básico, puede leerse ROSENFELD, «Relaciones de información y de colaboración entre sociedades y accionistas», recogido en la recopilación que integra *Lecturas sobre la bolsa*, de A. VALLVÉ. También, aunque breve y conciso, R. VIDAL, *La información y la Bolsa*, «Economistas», núm. 29, págs. 193 y ss.; de contenido más económico, P. CARRIÓN HERRERO, *Información y transparencia: el norte de la reforma del mercado de valores*, «PEE», núm. 9, págs. 114 y ss. (con relación a la reforma del 1981), y J. L. SÁNCHEZ VALDERRAMA, *La información contable y los mercados de valores*, en «Economistas», núm. 31, págs. 14 y ss.

forma de negociar mediante los medios informáticos y que será un instrumento capital para la unidad del mercado de valores (8). Sus ventajas son reconocidas: «garantiza la información constante a los inversores... la igualdad de acceso al sistema... produce un único precio o cambio... pretende dar al mercado mayor fluidez y eficacia». De ahí que atribuya a la Comisión las facultades para decidir qué valores acceden al mismo y la exclusividad de utilizar este instrumento en la negociación. Si se produce un menor volumen en la contratación de las bolsas de Barcelona y Bilbao se deberá a las tendencias del mercado, de la contratación bursátil, y no al ejercicio improcedente de competencias por la Comisión (9).

Es también acorde con el sistema constitucional la regulación de un general Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, al ser un instrumento de ordenación de la economía general. Se entiende que la existencia de un sistema en todo el territorio nacional con un mayor ámbito de actuación aumentará la eficiencia y, en consecuencia, mejorará la competitividad del mercado de valores español. Pero ello no impide la regulación por las Comunidades Autónomas de un sistema de compensación y liquidación en sus bolsas para los valores que se negocien con carácter exclusivo en las mismas, como admite la propia Ley del mercado de valores en su artículo 54 (10).

(8) Uno de los mayores obstáculos, que existía antes de la reforma de 1988, para el desarrollo del mercado de valores español era la independencia de las cotizaciones existentes en las distintas plazas. Se imposibilitaba el cruce de operaciones, lo que originaba precios muy distintos entre las bolsas. De manera inteligente, esta situación había sido criticada por M. BROSETA PONS, en su interesante obra *Estudios de derecho bursátil*, Ed. Tecnos, 1971, donde se ponía en duda la legalidad de la prohibición, con apoyo en los principios de unidad económica del mercado mobiliario y de la libre circulación; en especial, págs. 199 y ss. Esta situación se modificó profundamente con la reforma de 1988, pues se autorizó la instalación de un sistema de interconexión de ordenadores entre las bolsas y los intermediarios financieros, lo que permite introducir las órdenes desde cualquier ordenador conectado y automáticamente se casan entre sí. La mayoría de las operaciones bursátiles, por no decir la práctica totalidad, no se realizan ya en el parque de las bolsas tradicionales, sino desde distintos puntos de España.

(9) Aunque la mayoría de las operaciones bursátiles se realizan a través de este sistema, la información económica sigue diferenciando la contratación con los tradicionales parámetros de las bolsas de «parqué». La distribución a cada bolsa se realiza según el cauce que hayan seguido los intermediarios para introducir las órdenes. Y no es infrecuente que las operaciones que se realizan en las sucursales de distintos puntos de España, en lugar de dirigirse a Madrid, los intermediarios las envíen a otras bolsas para mantener, aparentemente, su volumen de contratación.

(10) Los Gobiernos autonómicos han establecido hace tiempo la regulación de un sistema de compensación y liquidación de los valores, que se negocian de manera exclusiva en las bolsas sitas en su territorio. Así, el Gobierno vasco, mediante el Decreto de 25 de junio de 1991; el Gobierno valenciano, en virtud del Decreto de 29 de agosto de 1991; y el Gobierno catalán, como consecuencia del Decreto 171/92, de 4 de agosto.

C) *La competencia estatal para determinar las bases de la ordenación del crédito*

Ya había tenido ocasión el Tribunal Constitucional de pronunciarse con anterioridad sobre la relación existente entre el mercado de valores y la competencia para establecer las bases de la ordenación del crédito, que atribuye la Constitución en exclusiva al legislador estatal. En particular, fue la sentencia 96/84, de 19 de octubre, que resolvió el conflicto de competencias suscitado por el Gobierno de la Nación contra una Orden de la Consejería de Economía y Hacienda del Gobierno del País Vasco de 1982. En la misma se autorizaba el folleto de una emisión de obligaciones de la sociedad Petronor, así como también se determinaba la fecha de su lanzamiento. La sentencia constitucional, en resumen (11), declaró que la normativa preconstitucional relativa a la autorización del contenido del folleto de emisión podía considerarse básica, al ampararse en el principio de unidad de mercado, y debía respetarse por la Comunidad Autónoma. Pero, además, la fijación de una fecha para la emisión es una decisión en la que entran en juego otras consideraciones más relacionadas por el interés de la economía general, que atienden a aspectos de política económica. En consecuencia, la competencia debía reconocerse a la Administración estatal y no a la autonómica.

La sentencia relativa a la Ley del mercado de valores es coherente con este precedente, al incorporar de manera indubitada el mercado de valores en el citado título competencial. Además, con una claridad que se agradece, afirma al iniciar su reflexión que

«el concepto del mercado de valores no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de “sistema financiero” del que forma parte. Si por sistema financiero se tiene al conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de las 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), el mercado de valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero. En concreto, aquel que comprende las operaciones de colocación y de financiación a largo plazo así como las instituciones que efectúan principalmente estas instituciones» (FJ 3.º).

Y es que, en términos sencillos, muchas emisiones de valores (obligaciones, bonos, pagarés, etc.) suponen la existencia de un crédito entre la

(11) Sobre esta sentencia pueden verse las consideraciones de A. JIMÉNEZ BLANCO, *Derecho público del mercado de valores*, Ed. Ccura, 1989, pág. 79; G. ARIÑO y J. M. SALA ARQUER, *La bolsa española: marco institucional*, Ed. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1987, pág. 136.

entidad emisora y el titular del valor. En menor medida, tienen naturaleza crediticia las emisiones de acciones porque se apoyan en el título jurídico de aportación de capital; pero las acciones siempre representan un valor económico que puede realizarse. De ahí que no deba pasarse por alto esta competencia estatal.

Este título competencial ha sido objeto de importantes precisiones, existiendo una consolidada doctrina constitucional (12). En virtud del mismo, el Tribunal ha justificado la atribución de las potestades administrativas a favor de la Comisión Nacional. Entre otras, el ejercicio de la potestad normativa, al admitir el Tribunal que «la desconcentración de la potestad reglamentaria es posible formalmente y, en muchas ocasiones, necesaria desde la perspectiva del contenido de la norma» —fundamento jurídico 7.b), que recuerda la sentencia del mismo Tribunal 135/92—, y, además, se subraya que esta potestad no es de ejecución, sino que la Comisión ejerce «una potestad de ordenación del sector que tiene carácter básico».

También se integra en este título competencial la exigencia del acto ejecutivo de verificación de las emisiones por la Comisión Nacional. Se niega que con este acto administrativo se estén invadiendo las competencias autonómicas porque este examen de verificación de las emisiones, que es además previo para la inscripción en el correspondiente registro, supone un control mínimo a la vez que uniforme, lo que «resulta indispensable para garantizar, en términos de igualdad, la protección de los inversores» (fundamento jurídico 8, *in fine*). Los mismos argumentos se utilizan para admitir el control de las admisiones a la negociación que realiza la Comisión. La Comisión ha de verificar que se cumplen todos los requisitos mínimos para que los valores sean negociados en las bolsas, para que el examen no sea discriminatorio y garantice cierta seguridad a los inversores —fundamento 9.A.b)—. En todo caso, según el Tribunal, esta interpretación no impide que las Comunidades Autónomas regulen un mecanismo de control previo de las solicitudes de admisión a la negociación de los mercados que están sitos en su territorio (13). En fin, similar consideración se realiza con relación a la facultad de exclusión de valores. No se anula la atribución a la Comisión, que mantendrá la unidad en el cumplimiento de unos requisitos mínimos, pero se permite que las Comunidades Autónomas puedan aplicar estos criterios cuando los valores se negocien de manera exclusiva en la bolsa sita en su territorio.

Se atribuye también carácter básico a la facultad de suspender la nego-

(12) En este sentido, pueden recordarse como destacables pronunciamientos anteriores las sentencias 1/82, de 28 de enero; 96/84, de 19 de octubre; 48 y 49/88, de 22 de marzo; 86/89, de 11 de mayo; 135/92, de 5 de octubre; 178/92, de 13 de noviembre; 60, 61 y 62/93, todas de 18 de febrero; 96/96, de 30 de mayo; o, entre las últimas, la 37/97, de 27 de febrero, que resolvió la impugnación suscitada con determinada regulación del Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

(13) Sin embargo, no deberían desconocerse los costes que implican estas operaciones de control previo de las admisiones a la negociación bursátil y que se reiteran también ante los organismos rectores de los mercados que han de autorizar también la admisión a negociación. De ahí que si ya dos controles son excesivos, admitir un tercer control debería calificarse como desproporcionado.

ciación de los valores. Esta decisión debe confiarse a una misma autoridad para que se garantice la igualdad de trato tanto de los emisores de los títulos como de los inversores. Con ello se establece una actuación única en todo el territorio que ofrecerá una visión de estabilidad y solvencia del sistema financiero.

También se ampara en la competencia para establecer las bases de la ordenación del crédito la regulación de los mercados, concepto más amplio que el de «centros de contratación», sobre el que tienen competencia las Comunidades Autónomas recurrentes. Por ello, se afirma que

«una cosa es regular los mercados de valores, creando el primario y los secundarios, y estableciendo dentro de estos últimos los diferentes tipos de mercados oficiales y mercados no oficiales, y otra muy diferente es decidir sobre el establecimiento, en el territorio correspondiente, de esos mercados concretos. En virtud de los títulos competenciales que se derivan de los apartados 6, 11 y 13 del artículo 149.1 CE corresponde al Estado configurar los tipos de mercados oficiales, y no oficiales, en los que haya de tener lugar la negociación de los valores, según su diversa naturaleza, correspondiéndole asimismo determinar las condiciones generales de los contratos propios de estos mercados. Ahora bien, una vez establecido el marco legal de dichos mercados ... es de la competencia exclusiva de la Comunidad Autónoma instaurar en su respectivo territorio los distintos mercados (Bolsas, mercado de deuda pública, mercados de futuros y opciones, etc.) y proceder a su regulación dentro del marco de las bases establecidas por el Estado».

Además, para subrayar la competencia estatal, recuerda el Tribunal que el Gobierno ya ha regulado los mercados de futuros y opciones, mediante el Real Decreto 1814/91, y que esta disposición no fue impugnada en ningún momento. Aunque, en realidad, como es conocido, la no recurribilidad de este Decreto no se debió a un convencimiento por parte de las Comunidades Autónomas de la correcta legitimidad de la competencia estatal, sino a los acuerdos adoptados por las fuerzas políticas y las entidades financieras (14).

(14) Elementos trascendentales de esta normativa fueron el consejero de Economía de la Generalidad de Cataluña y la entidad financiera La Caixa. Inicialmente, con un frágil armazón normativo, de una Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y una Circular del Banco de España, se constituyeron dos sociedades (OM Ibérica, S.A. y Mercado de Futuros Financieros, S.A.) que abrieron los primeros mercados, comenzando a operar, respectivamente, sobre opciones y futuros financieros de Deuda pública. La Ley 4/1990, de 29 de junio, que aprobó los presupuestos generales, modificó el artículo 77 de la LMV, con objeto de habilitar al Ministro para que autorizara los mercados de futuros y opciones sobre otros productos derivados que no fueran de Deuda pública. Así, se negoció sobre el MIBOR 90 (al tomar como referencia el mercado interbancario de Madrid a 90 días). Sin embargo, las desventajas de competir entre sí las sociedades que

Ha sido coherente el Tribunal con su doctrina anterior (en particular se recuerda la sentencia 48/88) al integrar en las bases del crédito la regulación detallada de los requisitos para ser, en este caso, «miembro» de las bolsas y entender que es preciso no sólo regular la actividad financiera, sino también la estructura y organización de los mercados de valores. Pero, sin perjuicio de este reconocimiento, esta básica regulación no puede agotar la capacidad dispositiva de las Comunidades Autónomas, de ahí que se permita a las mismas desarrollar estos preceptos e, incluso,

«que puedan dar entrada a otros sujetos, aun cuando no reúnan aquella cualidad, como miembros de las bolsas sitas en su territorio» —FJ 9.B.c) —.

Esta posibilidad no parece, en principio, muy acorde con el conjunto del sistema establecido en la Ley, porque las bolsas siguen remitiendo a la idea de ser centros de contratación pero a los que sólo pueden acceder y negociar unos intermediarios especiales, a saber, las sociedades y agencias de valores y bolsa. Estos intermediarios son los accionistas de las sociedades rectoras de las bolsas. Admitir que otras entidades e instituciones puedan ser accionistas de las bolsas significaría que no sólo pueden participar en la gestión de las bolsas, en sus beneficios, sino también negociar por cuenta propia, y este aspecto podría desnaturalizar el sistema bursátil. ¿No se genera cierta inseguridad a los inversores si se les confunde con la posibilidad de que sean diversas las entidades e instituciones que dicen negociar directamente en los mercados?

Con relación a las bolsas contiene la sentencia otras declaraciones de interés. Así, mantiene la regulación de la estructura mínima del consejo de administración, al entender que este aspecto debe ser homogéneo. Pero se formulan dos declaraciones de inconstitucionalidad. Es la primera, la aprobación de los Estatutos de las sociedades rectoras de las bolsas que debía realizar la Comisión Nacional. El Tribunal ha entendido que la Ley invadía las competencias autonómicas, por lo que ha declarado inconstitucional dicha previsión contenida en el artículo 48 de la Ley, así como su desarrollo en el Real Decreto 726/89. La segunda declaración de inconstitucionalidad en este ámbito es la relativa al cambio de denominación de las bolsas. En términos del Tribunal:

gestionaban estos complejos mercados, unidas al hecho de que algunas entidades coincidían como accionistas en ambas sociedades, condujeron a la transformación de las mismas. Se permitió, por un lado, la entrada en el capital de las sociedades rectoras y de otras entidades financieras, como las Cajas de ahorros, y, por otro lado, se decidió crear una sociedad matriz (denominada MEFF Sociedad holding de productos financieros derivados, S.A.) el 20 de diciembre de 1991 que controla las iniciales, denominadas en la actualidad, MEFF sociedad rectora de productos financieros derivados de renta fija, SA y de MEFF sociedad rectora de productos financieros derivados de renta variable, SA. La sociedad holding y la rectora sobre renta fija tienen su domicilio en Barcelona, mientras que la rectora de renta variable lo tiene en Madrid. Sobre la regulación de estos mercados puede verse E. DÍAZ RUIZ, *Regulación legal para los mercados de futuros y opciones financieras*, en «RDBB», núm. 44, págs. 1148 y ss.

«Ni la unidad de mercado, ni la seguridad jurídica de los que operan en Bolsa se quebrantan por el hecho de que las Bolsas que en la actualidad existen en las Comunidades Autónomas recurrentes, únicas a las que se refiera la Disposición adicional primera, sigan denominándose “Bolsas oficiales de comercio”...

no es ... una necesidad para alcanzar las finalidades propias de la ordenación básica...»

A mi juicio, hubiera sido preferible mantener la denominación establecida en la Ley. Las bolsas se han reformado, se ha modificado su estructura, su actuación, ¿y por qué no su denominación?, ¿o es que el Tribunal admitiría que las Comunidades Autónomas con competencia en la materia bautizaran ahora las bolsas con un peculiar y original nombre? ¿No parece esencial que la denominación de la institución sea clara para todos los inversores? El reconocimiento de esta competencia a las Comunidades Autónomas es, en realidad, una atribución insignificante, pero que, sin embargo, puede originar confusión e inseguridad entre los inversores si tienen ánimo de rebautizar con originales denominaciones estas tradicionales instituciones.

Además, con relación a los preceptos impugnados del Real Decreto 726/89, relativo a las sociedades rectoras de las bolsas, el Tribunal ha declarado que es competencia autonómica no sólo la aprobación de los estatutos de estas sociedades, sino también otras facultades administrativas como la intervención sobre sus decisiones que incidan en el mercado, la aprobación de sus presupuestos, así como la fijación de cantidad que como fianza han de constituir los miembros de las bolsas para garantizar la liquidación de las operaciones. Todas estas actuaciones se consideran actos reglados por el Tribunal, de ahí que no entienda que exista razón alguna para su atribución a la Comisión Nacional.

Sin embargo, a mi juicio, si bien es cierto que muchas de esas facultades son actos perfectamente reglados, no ocurre lo mismo con la posibilidad de incidir en las circulares y decisiones que aprueben las sociedades rectoras de las bolsas, esto es, de suspender o anular su eficacia e, incluso, instar a su modificación cuando, como establece el reglamento, «infringen la legislación del mercado de valores o perjudican la corrección y transparencia del proceso de formación de los precios o la protección de los inversores». Estos conceptos son suficientemente amplios para exigir que la interpretación de los mismos se atribuya siempre al mismo órgano administrativo y, por ello, debe ser la Comisión Nacional el órgano que deba apreciar si una nueva decisión relativa al funcionamiento de la bolsa de Bilbao incide de manera negativa a la formación de los precios, a la transparencia del mercado y a los inversores. Sorprende que estos tres pilares del mercado de valores que ha recordado de manera reiterada el Tribunal para justificar las facultades de la Comisión Nacional no sean ahora tenidos en cuenta y permitan atribuir dicha competencia en exclusiva a la Comunidad Autónoma.

La mayoría de los preceptos legales y reglamentarios relativos a las sociedades y agencias de valores han superado el juicio de constitucionalidad, al entender el Tribunal que se amparan en la necesidad de establecer un mínimo régimen común de estos especiales intermediarios bursátiles. Así, con relación a los preceptos impugnados de la Ley, y recordando la necesidad de garantizar la solvencia de los principales intermediarios bursátiles, calificó el Tribunal el carácter básico de la remisión normativa para fijar el capital mínimo de estas sociedades. La regulación reglamentaria es más rápida y permite adecuar estos parámetros a la evolución de la economía. Igualmente se declara básico el régimen de incompatibilidades de los miembros de los consejos de administración, al entenderlo como garantía de transparencia de la actuación de los mismos. Aunque, en este aspecto, admite el Tribunal que las Comunidades Autónomas establezcan nuevas incompatibilidades siempre que se dirijan a salvaguardar esta transparencia de gestión.

Con relación a los preceptos impugnados contenidos en el Real Decreto 276/89, merecen también la calificación de actos «básicos» los actos de autorización, inscripción, régimen de actividades, comunicaciones obligatorias, regulación de la administración, de control de la liquidez y la solvencia de estas entidades que realiza la Administración estatal. La necesidad de garantizar la igualdad en todo el territorio, así como la libertad de mercado, son los apoyos y pilares para reconocer las competencias ejecutivas tanto del Ministro como de la Comisión Nacional (FJ 17).

Se impugnó también por los recurrentes la regulación de las facultades de supervisión, inspección y sanción atribuidas a la Comisión, así como la limitación del ejercicio de estas facultades a la Administración autonómica con relación a los valores que se negociaran de manera exclusiva en la bolsa sita en su territorio. Reconoce el Tribunal que esta regulación supone una importante merma de facultades de supervisión a favor de las Administraciones autonómicas. Sin embargo, admite, como es lógico, que es imprescindible utilizar el criterio territorial como límite del ejercicio de las competencias, ante los inconvenientes constitucionales de que las Comunidades Autónomas ejerzan fuera de su ámbito territorial un control de la negociación. Pero, sobre todo, porque estas actuaciones de supervisión e, incluso, sanción deben realizarse con criterios unitarios.

En fin, el mismo argumento se utiliza para reconocer que debe ser la Comisión Nacional quien realice las facultades de intervención y sustitución en casos extraordinarios de los miembros del consejo de administración de las entidades financieras. Califica estas decisiones de «básicas» porque

«extraña una apreciación de la existencia de una situación excepcionalmente grave de peligro que exige una actuación rápida y expeditiva que, apreciando la repercusión sobre el mercado en su conjunto, garantice la eficacia de la medida adoptada... La naturaleza de estas medidas exige una actuación uniforme, esto es, una valoración hecha por un solo ór-

gano que garantice la eficacia de tales medidas, lo que justifica que tanto su regulación, como su aplicación, formen parte de las bases de la ordenación del crédito».

D) *Títulos autonómicos*

Corrige el Tribunal Constitucional a los recurrentes autonómicos al advertir que no han citado los precisos títulos competenciales que están en liza. Han apoyado sus recursos de manera preferente en los preceptos constitucionales que reconocen la intervención para crear, establecer y organizar bolsas de valores, así como las facultades de nombramiento de los Agentes de Cambio y Bolsa y Corredores de Comercio. Pero se han olvidado de las competencias autonómicas relativas al desarrollo de las bases estatales sobre ordenación del crédito, así como al desarrollo de la planificación económica. Y son éstos, en coherencia con el desarrollo del discurso que sigue el Tribunal, los títulos que han de tenerse presentes para amparar las posibles competencias autonómicas, sin perjuicio del específico título relativo a la creación y ordenación de los centros de contratación.

a) *El desarrollo de las bases de ordenación del crédito y de las bases de la ordenación económica.*

Como se puede deducir de lo leído, la sentencia ha reconocido a las Administraciones autonómicas las competencias para desarrollar la regulación homogénea establecida en la Ley del mercado de valores con relación a las principales instituciones que intervienen en estos mercados financieros. Así, pueden cambiar la denominación de las bolsas, admitir nuevas entidades como accionistas de las sociedades rectoras de las bolsas sitas en su territorio y materializar muchos de los actos de ejecución, calificados como «no básicos», que se regulan en el reglamento correspondiente: la aprobación de las modificaciones estatutarias, verificar que las sociedades y agencias de valores cumplen los requisitos para incorporarse a las sociedades rectoras de las bolsas, la aprobación de los presupuestos, determinación del importe de la fianza e, incluso, lo que a mi juicio debe criticarse, la facultad exclusiva de suspender o anular las decisiones de estas sociedades relativas al funcionamiento del mercado.

También ha admitido la sentencia, sin perjuicio del lógico respeto a los principios contenidos en la Ley, la posibilidad de que las Comunidades Autónomas establezcan un mecanismo o sistema de compensación y liquidación de los valores que se negocien de manera exclusiva en las bolsas sitas en su territorio; así como que determinen normas de conducta complementarias a las existentes.

b) *La competencia para crear y organizar centros de contratación de valores.*

Ya se ha dicho con anterioridad que en la invocación de este título competencial se edificaron los recursos de inconstitucionalidad, a pesar que la tendencia económica se dirige de manera incontestada a la concentración de la negociación bursátil y no a su fragmentación o regionalización. En todo caso, el Tribunal Constitucional analizó con rigor las consecuencias de este título competencial, estableciendo una importante doctrina, lo que condujo, como recordaré, a declarar inconstitucional un precepto de la Ley del mercado de valores.

En la sentencia se destaca que se trata de un título específico sobre los distintos centros de contratación, bolsas u otros mercados diversos, que son uno de los elementos que integran la ordenación del mercado de valores, pero esta regulación no se puede reducir ni agotar con la atención a los centros de contratación. Más adelante, el Tribunal vuelve a insistir en «el talante polisémico del vocablo “mercado”, que, junto a un concepto genérico, abstracto y funcional, presenta una dimensión concreta, física y espacial, como “centro de contratación”».

Junto a esta acertada interpretación, no debería haberse desconocido el origen histórico de estos preceptos estatutarios. El antecedente se encuentra en el Estatuto para Cataluña de 1932, que reconoció la competencia exclusiva en materia bursátil con términos prácticamente idénticos a los derivados de la regulación actual (15). Pero la verdadera causa del reconocimiento de esta competencia fue el intento de acabar con el conflicto que dividía el mercado de valores en Cataluña, la existencia y confrontación entre la bolsa oficial de comercio, por una parte, y el mercado libre de valores, por otra (16). Se pretendía, y por ello se facilitaba, la reorganización de la contratación bursátil en la plaza de Barcelona, finalidad que dio cuerpo al reconocimiento de la competencia y que no debería desconocerse al adentrarse en la interpretación del precepto estatutario.

En todo caso, reconoce el Tribunal la competencia de las Comunidades Autónomas para crear bolsas en su territorio, según la interpretación literal de los preceptos estatutarios. Esta competencia autonómica ha de ajustarse únicamente a los requisitos derivados de la legislación mercantil y a las bases establecidas de la ordenación del crédito, de ahí que se declare inconstitucional la previsión de la Ley relativa a obtener la conformidad del Gobierno de la Nación. A juicio del Tribunal:

(15) El artículo 12.e) de dicho Estatuto establecía que «Corresponderá a la Generalidad de Cataluña la legislación exclusiva y la ejecución directa de las funciones siguientes: ... e) el establecimiento y ordenación de centros de contratación de mercaderías y valores de conformidad con las normas generales del Código de Comercio».

(16) Son muy aclaradores e interesantes los documentos y comentarios realizados por J. BISBAL MÉNDEZ, en *Comentarios sobre el Estatuto de autonomía de Cataluña*, págs. 56 y ss.; así como el informe de R. CANOSA, *Informe emitido por el Interventor del Estado en la Asociación del mercado libre de valores*, Barcelona, 1932.

«Exigir la conformidad del Gobierno de la Nación para la creación de una Bolsa de Valores en el territorio de la Comunidad Autónoma recurrente no es una norma básica, pues su finalidad no es establecer un común denominador normativo en todo el territorio nacional que sirva de límite a la potestad normativa de la Comunidad Autónoma, sino una norma que atribuye al Estado una competencia, la de participar en el establecimiento de las Bolsas ubicadas en el territorio de Cataluña, que no ha sido atribuida por la Constitución. Aun admitiendo que tal decisión fuese básica, nunca podría llegar a impedir el ejercicio de una competencia exclusiva autonómica, cosa que ocurriría si el Gobierno quisiera vetar la creación de una Bolsa.»

Por ello, la atribución en exclusiva de la competencia a la Comunidad Autónoma veda cualquier participación decisoria por parte de la Administración estatal:

4. CONCLUSIONES

Se cierra con la publicación de esta sentencia la cierta precariedad que existía en los mercados de valores tras la reforma de 1988. La Ley del mercado de valores ha superado el juicio de constitucionalidad, porque toda la reforma se dirige, en coherencia con las tendencias económicas de nuestro tiempo, a potenciar el mercado de valores español, mercado que es considerado como una integridad y no fragmentado ni regional. Esa unidad es la que justifica la atribución de las facultades de intervención a la Administración estatal y, en especial, a un organismo especializado, como es la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los fines que deben impregnar la actuación administrativa al intervenir en los mercados: la transparencia, la libre formación de los precios y la protección de los inversores, amparan que la actuación administrativa deba atribuirse al mismo órgano, para que actúe con igualdad de criterio en todo el territorio, sin originar discriminaciones ni suscitar inseguridad en los inversores. Esta argumentación se desarrolla con lógica coherencia a lo largo de los fundamentos de la sentencia.

Las Administraciones autonómicas, que pretendían mantener un predominio sobre la negociación en las bolsas sitas en su territorio, han de contentarse con el ejercicio de facultades muy específicas y, sobre todo, localizadas en la negociación que exclusivamente se realiza en sus plazas; sin perjuicio de aquellas que, en términos generales, coadyuvan a facilitar la información a los inversores, si quieren crear nuevos registros de información o normas de conducta complementarias.

Además, han conseguido que se les reconozca su potestad exclusiva para crear nuevas bolsas, aspecto que contrariaría la tendencia incontestada de la integración de los mercados, así como para denominar a las exis-

tentes, lo que, sin perjuicio de ser una facultad meramente adjetiva, tiene el inconveniente de poder introducir perturbaciones en la transparencia del mercado. En fin, si se han reconocido facultades para ejercer una exclusiva supervisión reglada sobre la mayoría de las actuaciones de las sociedades rectoras que gestionan las bolsas sitas en su territorio: aprobar sus estatutos, verificar el cumplimiento de los requisitos para la incorporación de nuevos miembros, control de los presupuestos, determinación de las fianzas e, incluso, suspender las decisiones relativas al funcionamiento de la negociación. Esta última facultad resulta, a mi juicio, excesiva, pues puede quebrar la unidad del mercado español, cuando no crear incertidumbre y perplejidad.

En fin, ya se conocen tras la sentencia definitivamente las Administraciones competentes y los papeles que han de interpretarse con la finalidad de desarrollar y potenciar el mercado de valores español. Queda ahora, como siempre, la labor de actuar con coherencia, sin multiplicar los controles ni obstaculizar las tareas de otras Administraciones y lograr con ello un mercado transparente y eficaz.

