

# MERCADO DE VALORES Y TRANSPARENCIA INFORMATIVA: DE LAS PREVISIONES DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO A LA GARANTÍA DEL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO DE TRANSPARENCIA Y ACCESO A LA INFORMACIÓN EN EL ÁMBITO DE LAS ACTIVIDADES DE LA CNMV

*SECURITIES MARKET AND TRANSPARENCY: FROM THE EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD TO THE GUARANTY OF ADMINISTRATIVE PROCEDURE AND ACCESS RIGHTS TO INFORMATION WITHIN THE CONTEXT OF THE SPANISH NATIONAL SECURITIES MARKET COMMISSION*

MARÍA LUISA GÓMEZ JIMÉNEZ

Profesora Contratada Doctora de Derecho Administrativo (Acreditada Titular)

Universidad de Málaga

[fpmlgomez@gmail.com](mailto:fpmlgomez@gmail.com)

*RESUMEN:* El presente trabajo examina las principales novedades contenidas en la Ley de procedimiento administrativo y la Ley de Transparencia y Buen Gobierno, respecto del acceso a la información y la transparencia institucional, a la luz de los criterios de gobernanza. El caso examinado se centrará en las actividades desarrolladas por instituciones financieras y en particular examinaremos la labor relevante en este sentido de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en tanto que Administración Pública sometida a los principios generales del Procedimiento Administrativo, desde su configuración institucional y organizativa a la lectura de las últimas reformas operadas en su configuración legal y las garantías que implican para el consumidor inversor. Y ello en el bien entendido de las dinámicas que en el mismo sentido se vienen desarrollando desde instancias Comunitarias por el Supervisor del Mercado de Valores.

*PALABRAS CLAVE:* transparencia; Derecho administrativo; procedimiento administrativo; Comisión Nacional del Mercado de Valores.

*ABSTRACT:* This research addresses a significant topic as it's transparency in financial markets, and its projection from public law perspective. Specially we analyse the role of the Spanish procedure act and public sector in coordination with the transparency and good administrative regulations, in order to understand properly well how these two legal bodies, interact and the consequences of overlapping policies which deserves significant attention from national policymakers whereas being the goals of European Supervisors.

*KEYWORDS:* transparency; public law; public procedure; CNMV.

*FECHA DE ENTREGA:* 04/07/2017/*FECHA DE ACEPTACIÓN:* 30/07/2017.

**SUMARIO:** I. LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO EN EL CONTEXTO DE LOS SUPERVISORES EUROPEOS Y LAS OBLIGACIONES DE TRANSPARENCIA.- II. LAS EXIGENCIAS DE TRANSPARENCIA INSTITUCIONAL Y SU PROYECCIÓN EN EL MERCADO DE VALORES COMO ALTERNATIVA DEL DERECHO ADMINISTRATIVO ESPAÑOL.- 1. Hacia una Administración transparente eficiente y coordinada en el ámbito del Mercado de Valores y el Buen Gobierno Corporativo.- 2. Efectos de la implementación de la administración electrónica, y de las previsiones de las Leyes 39/2015, y 40/2015, de 1 de octubre, en el ámbito de los procedimientos previstos en la normativa sobre Mercado de Valores.- III. CONCLUSIONES METODOLÓGICAS DE PARTIDA.- IV. BIBLIOGRAFÍA.

## I. LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO EN EL CONTEXTO DE LOS SUPERVISORES EUROPEOS Y LAS OBLIGACIONES DE TRANSPARENCIA EN LOS MERCADOS DE VALORES.

Las dificultades acaecidas en el contexto global económico a resultas de la crisis institucional y financiera iniciada en 2008, con efectos directos en la economía española, motivaron la puesta en marcha de la Junta Europea de Riesgo Sistémico como organismo encargado de la supervisión macro-prudencial, creado por Reglamento 1092/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010. Junta que se dotó de Reglamento Interno contemplado en la Decisión JERS/2011/1, de 20 de enero de 2011. La existencia de la Junta Europea de Riesgo Sistémico obedece a la necesidad de introducir instrumentos normativos e institucionales a nivel comunitario que permitan velar por la eficacia y coherencia de la política macro-prudencial<sup>1</sup>, Además y como nos recuerda, JÁCOME H., la necesidad de contar con una política macro prudencial ha ganado importancia debido a los cambios que ha experimentado en los últimos tiempos el mercado financiero.

No es ésta la única norma que viene a configura el escenario regulatorio de la supervisión a nivel europeo, sino que el Reglamento 1093/2010, que crearía la Autoridad Bancaria Europea vino a considerar como riesgo sistémico: “un riesgo de perturbación del sistema financiero, con potencial para generar consecuencias negativas graves para el mercado interior y la economía real”.

Este intento loable del control y previsión de los posibles efectos de los riesgos sistémicos vinieron a justificar la puesta en funcionamiento de un conjunto de medidas que exigen su encaje no sólo en el plano internacional – europeo sino en el ámbito de las intervenciones de las autoridades de regulación en el escenario

---

<sup>1</sup> Se entiende por política macro-prudencial, aquellas que con carácter macro atiende a las previsiones de mejora de la estabilidad financiera a escala global. El origen del término “macro-prudencial”, hay que buscarlas a finales de los años 70, cuando se incorpora como noción de que las políticas prudenciales tomen en cuenta los efectos negativos de las tendencias macroeconómicas.

nacional y que convergen con las políticas desarrolladas en sede de procedimiento administrativo y transparencia administrativa como a continuación veremos. Y ello, por cuanto las medidas de carácter regulatorio, deberán proyectarse con carácter transfronterizo y en estricto respecto a las reglas de reciprocidad nacional en cumplimiento de las medidas de carácter macro prudencial<sup>2</sup>.

Además las medidas de carácter macro-prudencial, deben preverse en el contexto de las directivas de Transparencia Europea, en particular de la Directiva 2004/104/UE<sup>3</sup>, revisada en 2013 que tiene por objeto principal garantizar la información para los inversores a través de un flujo regular de datos periódicos y su difusión al público. Las medidas derivadas de la implementación de la directiva incorporan mecanismos tales como informes financieros, informaciones relativas al mercado, derechos de voto, entre otros.

Previsiones que no son ajenas a las premisas derivadas de la configuración comunitaria del derecho de acceso a la información pública y las premisas derivadas de la obligación de transparencia que ponía ya de manifiesto la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea<sup>4</sup>, aunque no de forma directa para al integrar la preocupación por la salvaguarda de la dignidad humana, y en el capítulo V, al reconocer el derecho a la buena Administración, y el derecho de acceso a los documentos<sup>5</sup>. Así de lo general a lo particular, las consecuencias de la crisis económica, y la significativa labor de los supervisores financieros han puesto de manifiesto la necesidad de introducir no el gobierno sino la gobernanza del

---

<sup>2</sup> Así nos lo recuerda la Recomendación de la Junta Europea de Riesgo sistémico de 24 de junio de 2016, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macro-prudencial (DOUE 10. 08. 2016).

<sup>3</sup> Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE

<sup>4</sup> La Carta Europea de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea, ha sido objeto reciente de examen a través del, Informe de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, sobre la aplicación de la Carta de los Derechos Fundamentales de la UE, de 19 de mayo de 2016. Documento en el que se señala, la importancia estratégica de la misma en la formulación de las políticas de la Unión, al decir: “Bajo el control del Tribunal de Justicia, la Comisión supervisa el cumplimiento de la Carta por los Estados miembros al aplicar el Derecho de la UE. En caso de incumplimiento, puede iniciar un procedimiento de infracción. Los jueces nacionales aplican también la Carta para garantizar el respeto de los derechos fundamentales por parte de los Estados miembros. Cuando un órgano jurisdiccional nacional alberga dudas en cuanto a la aplicabilidad de la Carta o la correcta interpretación de sus disposiciones, puede (y debe, en el caso de un órgano jurisdiccional nacional de última instancia) plantear al TJUE una cuestión prejudicial. Esto contribuye al desarrollo de la jurisprudencia relativa a la Carta y refuerza el papel de los jueces nacionales en su defensa. En 2015, los jueces nacionales plantearon 36 cuestiones prejudiciales”.

<sup>5</sup> Así el artículo 42 de la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea señala:

“Todo ciudadano de la Unión y toda persona física o jurídica que resida o tenga su domicilio social en un Estado miembro tiene derecho a acceder a los documentos de las instituciones, órganos y organismos de la Unión, cualquiera que sea su soporte”.

producto financiero, con atención específica al consumidor como puso de manifiesto, URÍA, F.<sup>6</sup>.

Si dejamos al margen, la significativa incorporación de estas entidades en el escenario europeo en tanto que entidades operativas en el ámbito de las autoridades europeas de Supervisión, a la par que entidad independiente de los Gobiernos Nacionales, y en calidad de la progresiva incorporación de agencias europeas<sup>7</sup>, resulta especialmente sugerente el examen de la calificación jurídica de sus actividades y la formulación misma de los límites de su actuación, que integra la elaboración de proyectos de normas técnicas de regulación o ejecución<sup>8</sup>. Así pues, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante AEVM o ESMA) actúa con el fin de velar por un trato equitativo de los inversores en toda la Unión Europea. Nos recuerda, el Prof. SÁNCHEZ BLANCO<sup>9</sup>, que el ESMA viene a materializar la cultura de la supervisión común, y ello por cuanto, integra su proyección en la misma aplicación del derecho comunitario, como expresión institucional y jurídica de la Unión Europea.

Además la expresión que debe contemplar la Transparencia en tanto que deber de las políticas públicas a escala comunitaria, se refleja para el caso que nos ocupa en la Directiva, 2013/36/UE<sup>10</sup>, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Directiva que recoge en el Título VIII, las obligaciones de publicación de información por las autoridades competentes<sup>11</sup>. A esta disposición siguió la

---

<sup>6</sup> URÍA, F.: “Evolución Reciente de la Legislación en materia de productos y servicios financieros El nuevo concepto de gobernanza del producto”, en *Papeles de Economía Española, suplemento nuevos negocios bancarios*, 2014, pp. 31-42.

<sup>7</sup> Tal y como nos recordaba, respecto de la compatibilidad de las autoridades de Supervisión con el Derecho Europeo, GARCÍA ÁLVAREZ, G.: “Las autoridades Europeas de Supervisión y su compatibilidad con el Derecho Europeo”, en BELANDO GARÍN, B. (dir.): *La supervisión del Mercado de Valores: la perspectiva del inversor-consumidor*, Aranzadi, Madrid, 2017.

<sup>8</sup> Vid, GARCÍA ÁLVAREZ, G.: cit., p. 21.

<sup>9</sup> SÁNCHEZ BLANCO, A.: *Autoridad en la Regulación, y Directriz Constituyente*, Aranzadi, Madrid, 2016.

<sup>10</sup> Por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE (Texto pertinente a efectos del EEE) (DOUE de 27 de junio de 2013) (Corrección de errores de 2 de agosto de 2013 y de 25 de enero de 2017)

<sup>11</sup> Así, señala el artículo 144:

“1. A efectos de lo dispuesto en la parte quinta del Reglamento (UE) n° 575/2013, las autoridades competentes publicarán la siguiente información:

a) los criterios generales y los métodos adoptados para comprobar el cumplimiento de lo dispuesto en los artículos 405 a 409 del Reglamento (UE) n° 575/2013;

b) sin perjuicio de lo dispuesto en el título VII, capítulo 1, sección II, una sucinta descripción del resultado de la revisión supervisora y la descripción de las medidas impuestas en los casos de incumplimiento de lo dispuesto en los artículos 405 a 409 del Reglamento (UE) n° 575/2013, determinados anualmente.

2. Las autoridades competentes de los Estados miembros que hagan uso de la facultad prevista en el artículo 7, apartado 3, del Reglamento (UE) n° 575/2013 publicarán la información siguiente:

a) los criterios que aplican para determinar que no existen impedimentos importantes, actuales o previstos, de tipo práctico o jurídico para la inmediata transferencia de fondos propios o el reembolso de pasivos;

publicación del Reglamento de Ejecución 650/2014 de la Comisión, de 4 de junio de 2014, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato, la estructura, el índice de contenidos y la fecha de publicación anual de la información que deben publicar las autoridades competentes de conformidad con la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo<sup>12</sup>.

Fruto de esta obligación de difusión, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), ha contribuido a la creación del European Electronic Access Point (Punto

---

b) el número de entidades matrices que se beneficien del ejercicio de la facultad establecida en el artículo 7, apartado 3, del Reglamento (UE) n° 575/2013 y, entre ellas, el número de entidades que cuentan con filiales situadas en un tercer país;

c) sobre una base agregada para el Estado miembro:

i) el importe total consolidado de fondos propios de la entidad matriz en un Estado miembro, que se beneficie del ejercicio de la facultad establecida en el artículo 7, apartado 3, del Reglamento (UE) n° 575/2013, que esté en poder de filiales situadas en un tercer país,

ii) el porcentaje del total consolidado de fondos propios de entidades matrices en un Estado miembro, que se beneficie del ejercicio de la facultad establecida en el artículo 7, apartado 3, del citado Reglamento, representado por fondos propios en poder de filiales situadas en un tercer país,

iii) el porcentaje del total consolidado de fondos propios exigidos con arreglo al artículo 92 del citado Reglamento a las entidades matrices en un Estado miembro, que se beneficie del ejercicio de la facultad establecida en el artículo 7, apartado 3, de dicho Reglamento, representado por fondos propios en poder de filiales situadas en un tercer país.

3. Las autoridades competentes que hagan uso de la facultad prevista en el artículo 9, apartado 1, del Reglamento (UE) n° 575/2013 publicarán toda la información siguiente:

a) los criterios que aplican para determinar que no existen impedimentos importantes, actuales o previstos, de tipo práctico o jurídico para la inmediata transferencia de fondos propios o el reembolso de pasivos;

b) el número de entidades matrices que se beneficien del ejercicio de la facultad establecida en el artículo 9, apartado 1, del Reglamento (UE) n° 575/2013 y, entre ellas, el número de dichas entidades matrices que cuentan con filiales situadas en un tercer país;

c) sobre una base agregada para el Estado miembro:

i) el importe total de fondos propios de las entidades matrices que se beneficien del ejercicio de la facultad establecida en el artículo 9, apartado 1, del Reglamento (UE) n° 575/2013 que esté en poder de filiales situadas en un tercer país,

ii) el porcentaje del total de fondos propios de entidades matrices que se beneficien del ejercicio de la facultad establecida en el artículo 9, apartado 1, del Reglamento (UE) n° 575/2013, representado por fondos propios en poder de filiales situadas en un tercer país,

iii) el porcentaje del total de fondos propios exigidos con arreglo al artículo 92 del Reglamento (UE) n° 575/2013 a las entidades matrices que se beneficien del ejercicio de la facultad establecida en el artículo 9, apartado 1, de dicho Reglamento, representado por fondos propios en poder de filiales situadas en un tercer país.

<sup>12</sup> Pues bien, en desarrollo de dichos preceptos desde el Gobierno Español se creó un espacio web específico con el fin de dar información transparente que incluyera tanto el esfuerzo realizado desde el Banco de España como desde la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La información puede consultarse en : <http://www.transparencia.cnmv.bde.es/wts/es/> (sic, 30 de Junio 2017). Con anterioridad al Reglamento y la Directiva, en 2013, el marco regulatorio de la obligación de difusión y transparencia de la información se hacía posible en cumplimiento de la Guía, del CEBS (Comité of European Banking Supervisors) publicada en Enero de 2010, que puede verse en: [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/105237/CEBSGuidelinesonSupervisoryDisclosure\\_revisedJan.pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/105237/CEBSGuidelinesonSupervisoryDisclosure_revisedJan.pdf)

Electrónico de Acceso europeo del ESMA)<sup>13</sup>. Punto de Acceso electrónico que fue objeto de implementación a través de la aprobación del Reglamento Delegado de la Comisión de 19 de Mayo de 2016, y cuyo funcionamiento se prevé pueda estar operativo para el 1 de enero de 2018<sup>14</sup>.

En el mismo sentido, ESMA ha emitido opiniones respecto de la implementación de MIFID II, MIFIR, en particular respecto de las reglas respecto de la transparencia tras MIFID II<sup>15</sup>, se trata de la previsión de obligaciones de Transparencia que puedan operar con carácter transfronterizo haciendo efectivo el derecho a la información desde instancias comunitarias, a la par que se garantiza la estabilidad del sistema financiero desde el punto de vista informativo.

Debe en este sentido tomarse en consideración sin perjuicio de que volvamos sobre el particular más adelante en este trabajo, la noción de información regulada, tal y como es prevista en el artículo 9 del Reglamento Delegado del Punto de Acceso electrónico y que viene a señalar lo siguiente:

“La lista común de tipos de información regulada deberá incluir los datos siguientes:

- a) los informes financieros anuales y de auditoría, con toda la información que se deba divulgar conforme al artículo 4 de la Directiva 2004/109/CE;
- b) los informes financieros semestrales y de auditoría o las revisiones limitadas, con toda la información que se deba divulgar conforme al artículo 5 de la Directiva 2004/109/CE;
- c) el informe sobre los pagos a las administraciones públicas, con toda la información que se deba divulgar conforme al artículo 6 de la Directiva 2004/109/CE;
- d) la elección del Estado miembro de origen, con toda la información que se deba divulgar conforme al artículo 2, apartado 1, letra i), de la Directiva 2004/109/CE;
- e) la información privilegiada que deba divulgarse de conformidad con el artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo
- f) las notificaciones relativas a los derechos de voto, con toda la información que se deba divulgar conforme al artículo 12 de la Directiva 2004/109/CE;

---

<sup>13</sup> Noticia sobre su implementación, puede verse en: <http://www.globaldisclosures.com/Latest-News/3369>,

<sup>14</sup> Así señala el Reglamento delegado de la Comisión Europea, que desarrolla la Directiva de Transparencia: “A fin de fomentar las inversiones transfronterizas y brindar a los inversores un acceso fácil a la información regulada, el artículo 21 bis de la Directiva sobre la transparencia impone a la AEVM la obligación de desarrollar y gestionar un portal web que sirva como punto de acceso electrónico europeo para el 1 de enero de 2018”.

<sup>15</sup> Las resoluciones pueden verse en: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-clarifies-transparency-and-position-limit-regimes-instruments>.

- g) la adquisición o cesión de las propias acciones del emisor, con toda la información que se deba divulgar conforme al artículo 14 de la Directiva 2004/109/CE;
- h) el total de derechos de voto y de capital, con toda la información que se deba divulgar conforme al artículo 15 de la Directiva 2004/109/CE;
- i) los cambios en los derechos vinculados a las diversas clases de acciones o valores, con toda la información que se deba divulgar conforme al artículo 16 de la Directiva 2004/109/CE;
- j) toda la información no contemplada en las letras a) a i) pero que el emisor, o cualquier otra persona que haya solicitado la admisión de valores a negociación en un mercado regulado sin el consentimiento del emisor, deba divulgar en virtud de las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas de un Estado miembro, adoptadas de conformidad con el artículo 3, apartado 1, de la Directiva 2004/109/CE”.

Artículo cuya transcripción refleja, la necesidad de incorporar las informaciones relevantes para el mercado, si bien deba recordarse que el concepto de “información regulada”, fue introducido en Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, desarrollada en algunos aspectos por la Directiva 2007/14/CE de la Comisión, de 8 de marzo de 2007, por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE.

Esta información regulada, vendrá entonces a integrar aspectos tan dispares como los derechos vinculados a las acciones o valores, esto es aquella información pública que los emisores deben difundir (tales como informes anuales, semestrales, ...), e información sobre los emisores que debe estar difundida de manera continuada (este es el caso de las informaciones relevantes, participaciones significativas, y operaciones de autocartera). El objeto sobre el que recaiga el deber de información, delimitado así en la información regulada, permite la instrumentación precisa del acceso y ejercicio al mismo, así como de las correspondientes obligaciones de transparencia informativa.

Además el flujo de la información, como valor en sí mismo, y el examen de la información relevante para el mercado de valores, no alcanzó en un principio en la doctrina suficiente interés<sup>16</sup>, si bien el contexto motivado por la crisis económica, y

---

<sup>16</sup> Como nos recuerda PRIETO DEL PINO, A.: *El Derecho Penal ante el Uso de la Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Aranzadi, Madrid, 2004, p. 105, y en citas a las obras de STIGLER: “La información es un recurso valioso: el conocimiento es poder y sin embargo, ocupa una vivienda en un barrio pobre de la ciudad de la economía”, *The Economics of information*, en *The Journal of Political Economy*, Vol. I, XIX, June 1961.



la necesidad de evitar los problemas derivados de la falta de transparencia, su atención se torna especialmente significativa tanto para los operadores públicos como para los emisores y agentes privados, así como lo que es más relevante aún para el inversor consumidor en el Mercado de Valores.

## II. LAS EXIGENCIAS DE TRANSPARENCIA INSTITUCIONAL Y SU PROYECCIÓN EN EL MERCADO DE VALORES COMO ALTERNATIVA DEL DERECHO ADMINISTRATIVO ESPAÑOL.

Así sentadas las bases de una transparencia en los mercados que no termina de hacerse efectiva, y en pleno proceso de implementación de nuevas herramientas, merece la pena reflexionar sobre el régimen jurídico de la misma en dos cuerpos normativos, de un lado en la regulación específica sobre Mercados de Valores Español, y en otro orden de ideas, la regulación sobre Transparencia Administrativa y Buen Gobierno, fruto en parte de la transposición de las directivas examinadas.

A ello hay que añadir la no menos relevante cuestión de la implementación de un procedimiento administrativo que cual garantía permita hacer compatibles estos deberes con los enunciados del procedimiento Administrativo Común, aplicable a todas las Administraciones Públicas y por ende también a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En este contexto, la reciente entrada en vigor de la Ley 39/2015, de 2 de octubre de Procedimiento Administrativo común, y sus contenidos orientados a la Administración Electrónica, y las garantías procedimentales, deban ponerse en relación con la misma configuración del Sector Público que la Ley 40/2015, de 2 de octubre ha enunciado en términos de simplificación Administrativa y agilización procesal, pero también de reconfiguración del mismo sector y sus elementos esenciales.

### 1. Hacia una Administración transparente eficiente y coordinada en el ámbito del Mercado de Valores y el Buen Gobierno Corporativo.

La premisa constitucional que ha amparado el estudio clásico de las funciones administrativas, contenida en el artículo 103 de la Constitución Española, y enunciada desde el sometimiento a la Ley y al Derecho, y la necesaria subordinación al interés general de la Actuación Administrativa, se proyecta de manera precisa en los mecanismos que hagan posible dicha salvaguarda del interés general, y que incorporen también obligaciones de transparencia administrativa. La transparencia, si bien no se manifiesta de forma expresa en el texto constitucional lo hace de forma indirecta, a través del resultado que se derivan de su implementación y que comprenden no sólo la efectiva participación en los asuntos públicos, sino la certidumbre en la aplicación del derecho, el principio de seguridad jurídica, y de legalidad, así como la necesidad de hacer viable – no sólo económica- sino



socialmente la puesta en valor de lo enunciados derivados de la legislación de desarrollo – en nuestro caso de regulación de instituciones financieras y del mercado de valores. Todo ello sin perjuicio de la específica mención que el artículo 105 CE incorpora, el derecho de acceso de los ciudadanos a los archivos y registros administrativos, “salvo en los que afecte a la seguridad y defensa del Estado, la averiguación de los delitos y la intimidad de las personas”.

Además, tal y como ha tenido la ocasión de señalar con acierto la prof. PRIETO DEL PINO<sup>17</sup>, en un análisis exhaustiva de los tipos penales aplicables, al información es un bien jurídico que en el mercado de valores demanda una especial protección, y cuyo interés por la doctrina despertó tardíamente. Y es que la transparencia debe operar sobre algo que pueda ser expuesto y deba ser conocido, en nuestro caso sobre la información relevante en el funcionamiento de los mercados y aquella que deba ser conocida por los operadores jurídicos y por los administrados, en el uso de sus derechos como consumidores y usuarios, y pequeños inversores en este sector financiero

En este contexto nuestro derecho interno incorporó disposiciones tendentes a salvaguardar la transparencia en el mercado de valores, y lo hizo en desarrollo de la ya hoy derogada Ley 24/1998, de 28 de Julio, del Mercado de Valores. Así, se habría aprobado el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, 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, medidas tendentes a la mejora de la transparencia transponiendo la Directiva 2013/50/UE de Transparencia.

Esta norma fue desarrolladas a través del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, que además encontró punto de partida en la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

Así, la reforma, introducida en 2015, se orientó entre otras cuestiones al régimen de comunicación de las participaciones significativas, cuestión importante que ha sido objeto del procedimiento que desarrolla el artículo 39 del Reglamento de Régimen Interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>18</sup>. Sin perjuicio del interés

---

<sup>17</sup> La prof. PRIETO DEL PINO lo califica como bien jurídico protegido, no sólo privado sino público, *El Derecho Penal ante el Uso de la Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Aranzadi, Madrid, 2004.

<sup>18</sup> En desarrollo de las previsiones contenidas en el Reglamento Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la norma interna aprobada con el fin de regular el procedimiento sobre la comunicación de participaciones significativas, de 20 de septiembre de 2016, resultará de aplicación para las actuaciones que realice en el ejercicio de las siguientes funciones públicas:

“a) Recepción, comprobación y registro de participaciones significativas en sociedades cotizadas de sujetos obligados que no tienen la condición de consejeros.

b) Recepción, comprobación y registro de las operaciones realizadas en sociedades cotizadas por los consejeros y directivos.

que la cuestión suscita y por ordenar sistemáticamente el examen de las obligaciones de transparencia haremos alguna reflexión al Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, en su vinculación con la legislación de transparencia en el contexto actual del procedimiento administrativo común.

Así, en un primer momento, los desarrollos de la normativa de finales de los 90, reflejan el escenario económico en el que tienen lugar, dando a la información un valor relevante para el propio funcionamiento del Mercado. En este sentido resulta de interés recuperar una noción que se incorporó en las Directiva de Transparencia y cuya relación describíamos *ut supra* es la noción de “Información Regulada”. Además téngase en cuenta como nos recuerda Blanquer Criado que en el mercado de Valores no se prevén obligaciones informativas a las empresas. Esto es, la información regulada debiera emanar no de los particulares, sino de los sujetos que asumen dicha obligación, en aras a la transparencia y que, en el tenor de la regulación vigente, comprendía según nos recuerda BLANQUER, a aquella que emane de sujetos públicos y privados, como:

“La Comisión Nacional del Mercado de Valores; (ii) las sociedades rectoras de los mercados secundarios; (iii) las empresas que emiten valores; (iv) los intermediarios financieros, como las empresas que prestan servicios de inversión; (v) las agencias de calificación de riesgos; y, (vi) las empresas de auditoría de cuentas”<sup>19</sup>.

Al mismo tiempo que esto sucedía la necesidad de reforzar los mecanismos de transparencia administrativa, en el sistema de Administraciones Públicas, han permitido un desarrollo de un marco regulatorio en materia de transparencia, que se ha proyectado para todas las administraciones públicas, en nuestros días, sin olvidar que las Administraciones Autonómicas han desarrollado una significativa y activa política de promoción de la transparencia administrativa, en vinculación con las exigencias de Buen Gobierno.

Así, la Ley 19/2013, de transparencia, acceso a la información y buen gobierno, de 9 de diciembre, vino a desarrollar el contenido del artículo 105, b) de la Constitución. Los exámenes realizados sobre su grado de cumplimiento, por el propio Consejo de Transparencia y Buen Gobierno, avalan la necesidad de introducir mecanismos de mejora, en la calificación no sólo del derecho de transparencia sino de acceso a la información como un derecho fundamental, tal y como nos recuerda el prof. FERNÁNDEZ RAMOS<sup>20</sup>.

Bien ejemplifica, en este sentido, la relación entre ambas normativas (la del Mercado de Valores y la de Transparencia Administrativa), la Consulta al Consejo de

---

c) Recepción, comprobación y registro de las comunicaciones sobre operaciones sobre acciones propias por sociedades cotizadas”

<sup>19</sup> Sic, en BLANQUER CRIADO, D.: *La Comisión Nacional del Mercado de Valores (su transparencia y responsabilidad)*, Madrid, 2014.

<sup>20</sup> FERNÁNDEZ RAMOS, S.: “El Derecho Fundamental de Acceso a la información Pública”, *Revista Cuadernos Manuel Giménez Abad*, núm. 13, 2017.

Transparencia y Buen Gobierno, de 14 de Julio de 2015, sobre la Resolución de reclamación presentada al amparo del artículo 24 de la Ley 19/2013, de 9 de diciembre, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno, atención el supuesto de difusión de información de procedimientos Administrativos Sancionadores.

El asunto que aborda la consulta, proyecta la necesidad de difusión de la información por parte de la CNMV, en relación a procedimientos sancionadores<sup>21</sup>. La Consulta del Consejo de Transparencia y Buen Gobierno (CTBG), remite a la aplicación de un lado de la Ley 19/2013, de 9 de diciembre, de acceso a la información, transparencia y buen gobierno, de otro lado señala la pertinencia de seguir las indicaciones de la Ley 27/88, del Mercado de Valores, en aspectos tales como la publicidad que deba darse a las sanciones impuestas por la Comisión. Además de calificar en su redacción originaria del artículo 90 de la Ley del Mercado de Valores respecto de la noción de Secreto profesional.

Toda vez que la información que se solicita en el caso, en aras de la transparencia administrativa es calificada como “especialmente protegida”, (esto es la información relativa a los expedientes sancionadores por lo que se precisa consentimiento expreso del afectado. La consulta que referenciamos amén de ejemplificar la interrelación entre la normativa de transparencia y la regulación del Mercado de Valores, viene a recordar que según señala la Disposición Adicional Primera de la Ley de Transparencia, “se registrarán por su normativa específica las materias que tengan previsto un régimen de acceso a la información como el definido en dicho precepto (en alusión al artículo 90 de la Ley 25/88)”<sup>22</sup>. Esto es, en materia de transparencia si bien la norma aplicar es la 19/2013, de 9 de diciembre para la resolución de aspectos tales como la calificación de la información y forma de difusión de la misma en el seno del Mercado de Valores, la remisión a la legislación sectorial resulta relevante.

Y ello sin olvidar. las últimas reformas operadas sobre en el mercado bursátil, a través de la transposición de directivas que realiza el Real Decreto Ley 9/2017, de 26 de Mayo<sup>23</sup>, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores, cuyo objeto de análisis excedería con mucho la orientación de este trabajo.

## 2. Efectos de la implementación de la Administración Electrónica, y de las previsiones de las Leyes 39/2015, y 40/2015, de 1 de octubre, en el ámbito de los

---

<sup>21</sup> Tuvimos ocasión de examinar las características del procedimiento administrativo sancionador como garantía para el administrado en GÓMEZ JIMÉNEZ, M<sup>a</sup>. L.: “Aproximación al régimen jurídico del procedimiento administrativo sancionador y al ejercicio de la potestad sancionadora por la CNMV: nuevos retos”, en BELANDO GARÍN, B. (dir): *La Supervisión del Mercado de Valores: la perspectiva del inversor-consumidor*, Thomson Aranzadi, 2017.

<sup>22</sup> Antecedente 3.f) de la Consulta R/0112/2015.

<sup>23</sup> B.O.E. de 27 de mayo de 2017, núm. 126.

## procedimientos previstos en la normativa sobre Mercado de Valores.

Pero si la normativa sobre transparencia tiene hoy un marco normativo, claro y preciso, tanto a escala nacional como autonómica, y tal como vimos condicionantes de carácter internacional- y Comunitario, cuando examinamos el procedimiento previsto para el ejercicio de las acciones en materia de transparencia en el mercado de valores, hay que tomar además en consideración la legislación sobre procedimiento Administrativo Común. Legislación que ha sufrido una significativa reforma por Ley 39/2015, de 2 de octubre de Procedimiento Administrativo Común y, en los aspectos que afecten por la Ley 40/2015, de 2 de octubre de Régimen Jurídico del Sector Público.

Así, la entrada en vigor de la Leyes 39/2015 de 2 de octubre de Procedimiento Administrativo Común, y 40/2015, de 2 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, han venido a integrar una nueva aproximación precisa a la noción de Administración Electrónica, poniendo en solfa cuestiones que habían sido ya objeto de atención en la legislación Española sobre Transparencia, y buen Gobierno, y operando una necesaria implementación de medidas sobre administración electrónica, que por otro lado no resultaban especialmente novedosas si se toma en consideración las previas iniciativas desarrolladas en la Ley de Administración Electrónica que la Ley 39/2015, derogaría<sup>24</sup>. No es este el lugar de realizar un examen detallado de la interrelación entre ambas normas o grupos normativos, si bien su incidencia en la materia que analizamos resulta relevante para detenernos si quiera de manera aproximada a la cuestión.

No podemos por lo demás estar más de acuerdo, con las observaciones que la prof. RAMS RAMOS<sup>25</sup>, realizara al respecto, y a las que brevemente nos referiremos.

Así, si nos centramos en un aspecto de la transparencia cual sea el procedimiento de acceso a la información que obra en poder de la Administración Pública nos encontramos con que el Derecho de acceso a la información, que debe recordarse tiene carácter básico<sup>26</sup>, implicará la correspondiente adaptación de la normativa

---

<sup>24</sup> Recuérdese que la Ley 40/2015, en su Exposición de Motivos llegaba a afirmar:

“La presente Ley, por tanto, no representa el único instrumento normativo que materializa la reforma, Pero sí constituye, junto con la que disciplinará el procedimiento administrativo, de tramitación paralela, y las ya aprobadas sobre transparencia y buen gobierno y estabilidad presupuestaria, la piedra angular sobre la que se edificará la Administración Pública española del futuro, al servicio de los ciudadanos”. Además, en la propia Ley 39/2015, se escribe: “Sin embargo, es necesario contar con una Nueva Regulación que, terminando con la Dispersión Normativa, existente refuerce la participación existente, refuerce la participación ciudadana, la seguridad jurídica y la revisión del ordenamiento.”

<sup>25</sup> “El procedimiento de Ejercicio de Acceso a la información Pública”, en *Revista General de Derecho Administrativo*, núm. 41, IUSTEL, 2016, Madrid.

<sup>26</sup> Según señala la Disposición Final Octava de la Ley 19/2013, de 9 de diciembre que viene a reconocer el carácter básico de la norma dictada al amparo de los artículos 149.1.1, 149.1.13, y 149.1.18 de la Constitución Española.

autonómica de transparencia a la misma<sup>27</sup>.

A ello hay que añadir la previsión de supletoriedad, que la Ley 19/2013, integra en su Disposición Adicional Primera<sup>28</sup>, a la que nos referíamos ut supra, y que prevé no sólo una remisión a la normativa específica, (en nuestro caso de Mercado de Valores) sino que permita calificar la aplicación de la normativa de transparencia como supletoria, si la normativa sectorial, preferente ha previsto un mecanismo de acceso a la información diferenciado. Además el desplazamiento que opera la normativa sobre transparencia debe también ponerse en conexión con la proyección de la misma a nivel autonómica. Esto es, la revisión de si efectivamente en la normativa autonómica sobre transparencia se tiene la misma orientación que en la legislación estatal y se remiten a la legislación específica las cuestiones derivadas del acceso a la información en el mercado de valores.

Pues bien, coincidimos con la prof. RAMS RAMOS que está prevalencia de la legislación sectorial a efectos procedimentales en materia de acceso a la información puede dejar “en aguas de borrajas”, el carácter básico de la Ley 19/2013, de 9 de diciembre. Cuestión inclusive más delicada, resulta la del examen de la interrelación de cuerpos normativos examinados , es la que se establece entre la Ley 39/2015, de 2 de octubre y la Legislación de Transparencia, Ley 19/2013. Por un lado el carácter básico de la primera parece apuntar que la segunda pasaría a tener carácter supletorio, pero si atendemos a las especificidades derivadas del régimen del Mercado de Valores, y a la entrada en vigor de disposiciones y obligaciones de carácter comunitario, bien resultara desplazada la normativa general por la específica el sector quedando ambas normas en una situación de supletoriedad discutible, por cuanto la regulación del procedimiento no sólo de acceso a la información, sino de obligación de difusión de información por parte del Emisor o sobre el emisor , queda en entredicho si nuestro sistema Jurídico no se dota de las técnicas normativas suficiente para su defensa. Pareciera que el legislador se ha olvidado una vez más de aplicar ese enfoque sistémico que permitiera, integrar de manera coherente las regulaciones sectoriales en el esquema general de la legislación de sector público y de Procedimiento administrativo, faltando a su vez cierta “estandarización”, respecto del cumplimiento de las obligaciones de transparencia, ex Ley 19/2013, de 9 de diciembre. Y ello sin perjuicio de que la legislación española de transparencia administrativa, se ha proyectado en el ámbito autonómico con una suerte de prolija regulación que ha desoído la calificación de básico, permitiendo la calificación de un procedimiento de acceso a la información con plazos en algunos casos diferentes de los previstos en la legislación “básica”, estatal.

---

<sup>27</sup> Sobre la Legislación de Transparencia Autonómica puede verse entre otros: FERNÁNDEZ RAMOS, S. y PÉREZ MONGUIÓ, J. M.: “Transparencia y buen gobierno”, *Revista General de Derecho Administrativo*, ISSN-e 1696-9650, núm. 45, 2017.

<sup>28</sup> Señala la Disposición Adicional Primera de la norma que: se regirán por su normativa específica, y por esta Ley con carácter supletorio, aquellas materias que tengan previsto un régimen jurídico específico de acceso a la información”.

No se olvide no obstante que como el prof. BLANQUER, en su brillante análisis de la Transparencia en el CNMV nos recuerda, es diferente la obligación y las exigencias de transparencia al mercado que las obligaciones que asumen las Administraciones públicas. Esto es, la dicotomía público-privado opera nuevamente en aras de la misma configuración jurídica de la transparencia. No es óbice no obstante lo anterior, para seguir reconociendo un significativo papel a la información en el mercado tanto como mecanismo de garantía y transparencia como para asegurar el funcionamiento del mercado en el respeto a la legalidad<sup>29</sup>, y a las premisas derivadas a nivel no sólo nacional sino internacionales, ya que el mercado demanda desde la supervisión el respeto a la transparencia informativa.

### III. CONCLUSIONES METODOLÓGICAS DE PARTIDA.

Pareciera contradictorio el título del presente epígrafe, pues lo que concluye no puede iniciar o servir de punto de arranque, sino de reflexión final, sin embargo, no hemos encontrado una mejor forma de expresar lo que se quiere hacer llegar lector cuando abordamos la problemática de las obligaciones de difusión, e información a consumidores, inversores en el mercado de valores, sino para tomarlas como premisas del funcionamiento mismo del sistema. Pero como se ha tenido ocasión de apuntar, este es un inicio inacabado, que no se compadece bien con el sistema de garantías al consumidor e inversión, en tanto que ciudadano, que espera la efectiva proyección del derecho a la buena administración, materializada en nuestro caso en el funcionamiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Y ya sea esta, la razón que motiva la necesidad de una nueva aproximación clarificadora que permita la aplicación de las normas de procedimiento administrativo común, en su vinculación con la normativa sobre Transparencia y Buen Gobierno, o la simple constatación de que las dinámicas del mercado, acuciadas por los efectos aún de una crisis financiera, económica e institucional<sup>30</sup>, que traspasan nuestras fronteras, demandan una constante transposición de directivas comunitarias, cuando no la ejecución del preciso Reglamento Comunitario.

Lo cierto es, que la que fuera llamada piedra angular del sistema de Administraciones Públicas (esto es la Ley 39/2015, de 1 de octubre de Procedimiento Administrativo Común), no está llegando a proporcionar, más que desde la supletoriedad- “de lo básico”, y la específica previsión de la Legislación – también básica de Transparencia y Buen Gobierno, elementos para la construcción de una transparencia administrativa a la medida de las necesidades específicas del Mercado de Valores. Quizás, el buen criterio de las Decisiones del Consejo de Transparencia y Buen Gobierno, en una función interpretativa y de consulta, pueda

---

<sup>29</sup> Evitando la comisión de tipos penales como los que nos describiera la Dra. PRIETO DEL PINO, Op. Cít.

<sup>30</sup> En el tenor del análisis del prof. SÁNCHEZ BLANCO, A.: *Autoridad en la Regulación y Directriz Constituyente*, Aranzadi, 2016, Madrid.

salvar integrando, lo que el sistema actual ha deliberadamente dispersado en aras de la especialidad en la regulación.

El reto, derivará pues de la implementación de las premisas Comunitarias, y su encaje procedimental, sin que se pierdan en el envite las garantías del inversor-consumidor y se definan con certera precisión cuánto de básico deba invocarse en la legislación de transparencia española desde el respeto de las decisiones provenientes de instancias comunitarias.

## BIBLIOGRAFÍA

ALEJANDRO BALET, B.: “El mercado de valores español: financiación, transparencia y eficiencia”, *eXtoikos*, núm. 4, 2011.

ALONSO ALONSO, E.; SASTRE CORCHADO, G.: *Transparencia y principio de mejor ejecución, Dirección de Estudios Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Monografías núm. 2003.

BELANDO GARÍN, B.:

- “El control administrativo de la Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA)”, en *Las vías administrativas de recurso a debate: Actas del XI Congreso de la Asociación Española de Profesores de Derecho Administrativo*, Zaragoza, 5 y 6 de febrero de 2016/coord. por FERNANDO LÓPEZ RAMÓN, 2016.

- (dir.): *La Supervisión del Mercado de Valores: la perspectiva del inversor-consumidor*, Thomson Aranzadi, Madrid, 2017.

BLANQUER CRIADO, D.: *La CNMV: Su transparencia y responsabilidad*, Tirant lo Blanch, 2014, Madrid.

GÓMEZ JIMÉNEZ, M<sup>a</sup>. L.:

- “Aproximación al régimen jurídico del procedimiento administrativo sancionador y al ejercicio de la potestad sancionadora por la CNMV: nuevos retos”, en BELANDO GARÍN, B. (dir.): *La Supervisión del Mercado de Valores: la perspectiva del inversor-consumidor*, Thomson Aranzadi, Madrid, 2017.

- *Sanciones en el Mercado de Valores, Big Data*, ISDE Difusión Jurídica, Madrid, 2017.

FERNÁNDEZ RAMOS, S.: “El Derecho Fundamental de Acceso a la información Pública”, *Revista Cuadernos Manuel Giménez Abad*, núm. 13, 2017.



FUENTETAJA PASTOR, J. Á.: *Derecho Administrativo Europeo*, Aranzadi, Madrid, 2016.

GARCÍA ÁLVAREZ, G.: “Las autoridades Europeas de Supervisión y su compatibilidad con el Derecho Europeo”, en BELANDO GARÍN, B. (dir.): *La Supervisión del Mercado de Valores: la perspectiva del inversor-consumidor*, Thomson Aranzadi, Madrid, 2017.

PRIETO DEL PINO, A.:

- *El Derecho Penal ante el Uso de la Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Thomson, Aranzadi, Madrid, 2004.

- *Procedimiento de Comunicación de Participaciones Significativas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores*, CNMV, Madrid, 2016.

RAMS RAMOS, L.: “El procedimiento de ejercicio del derecho de acceso a la información pública”, *Revista General de Derecho Administrativo*, IUSTEL, núm. 41, 2016.

SÁNCHEZ BLANCO, A.: *Autoridad en la Regulación y Directriz Constituyente*, Aranzadi, Madrid, 2016.

