



COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

**MÁSTER EN DERECHO BANCARIO Y DE LOS MERCADOS E
INSTITUCIONES FINANCIERAS**

ESPECIALIDAD ASESORÍA JURÍDICA

*“Límites y condiciones del ejercicio de las potestades de
supervisión e inspección de la Comisión Nacional del Mercado
de Valores”*

D^a. Miriam A. Maeso Martín

Madrid, 11 de septiembre de 2020

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

MÁSTER EN DERECHO BANCARIO Y DE LOS MERCADOS

E INSTITUCIONES FINANCIERAS

*“Límites y condiciones del ejercicio de las potestades de
supervisión e inspección de la Comisión Nacional
del Mercado de Valores”*

Realizado por: D^a. Miriam A. Maeso Martín.

Dirigido por: D. Pablo Táuler San Miguel.

ÍNDICE DE SIGLAS Y ABREVIATURAS

ABE	Autoridad Europea Bancaria
ANC	Autoridad Nacional Competente
BCE	Banco Central Europeo
BM	Banco Mundial
BRRD	Bank Recovery Resolution Directive
BREXIT	Britain Exit
CE	Constitución Española
CEDH	Carta Europea Derechos Humanos
CNMV	Comisión Nacional Mercado de Valores
CP	Código Penal
CRD IV	Capital Requirements Directive IV
CRD V	Capital Requirements Directive V
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
EBA	European Bank Authority
ECC	Entidades de Contrapartida Central
ESI	Empresa de Servicios de Inversión
ESMA	European Securities Market Authority
CFD	Contratos por Diferencias
FOGAIN	Fondo de Garantía de Inversiones
FMI	Fondo Monetario Internacional
FROB	Fondo de Reestructuración Bancaria
IIC	Instituciones Inversión Colectiva
IFRD	Instrumento Financiero
IOSCO	International Organization of Securities Commissions

IRFS	Instrumentos Financieros
IPC	Índice de Precios al Consumo
JERS	Junta Europea de Riesgos Sistémicos
LABE	Ley de Autonomía del Banco de España
LCAFB	Ley de Cajas de Ahorro y Fundaciones Bancarias
LDIEC	Ley de Intervención Entidades de Crédito
LMV	Ley de Mercado de Valores
LORBE	Ley de Órganos Rectores del Banco de España
LOSSEC	Ley de Ordenación y Supervisión de Entidades de Crédito
LRJAP	Ley del Régimen Jurídico de la Administración Pública
LPAC	Ley del Procedimiento Administrativo Común
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
MIFID I	Markets in Financial Instruments Directive I (Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros I)
MIFID II	Markets in Financial Instruments Directive II (Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros II)
MIFIR	Market in Financial Instruments Regulation (Reglamento Europeo sobre el Mercado y los Instrumentos de Capital)
MUR	Mecanismo Europeo de Resolución
MUS	Mecanismo Único de Supervisión
NIIF 9-17	Normas Internacionales de Información Financiera 9-17
OPA	Oferta Pública de Adquisición
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGIIC	Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva



TUE	Tratado de la Unión Europea
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
TRLGDCU	Texto Refundido de la Ley General de Consumidores y Usuarios
TRLMV	Texto Refundido Ley de Mercado de Valores
TRLSC	Texto Refundido Ley de Sociedades de Capital
UB	Unión Bancaria
UE	Unión Europea

ÍNDICE GENERAL DE CONTENIDO

ÍNDICE DE SIGLAS Y ABREVIATURAS.....	Pág.4
AGRADECIMIENTOS.....	Pág.11
INTRODUCCIÓN.....	Pag.12
CAPÍTULO 1 COMPETENCIAS SUPERVISORAS E INSPECTORAS DE LA CNMV...	Pág.16
1.1 CONCEPTO DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN EN DERECHO PÚBLICO.....	Pág.16
1.1.1 <i>La actividad de supervisión y su evolución histórica.....</i>	Pág.16
1.1.2 <i>Concepto actual de supervisión e inspección.....</i>	Pág.17
1.1.3 <i>Un nuevo fenómeno: las Administraciones Independientes.....</i>	Pág.19
1.1.4 <i>Finalidad de la actividad supervisora de la Administración.....</i>	Pág.20
1.2 LA SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN EN EL SECTOR ECONÓMICO FINANCIERO....	Pág.23
1.2.1 <i>La CNMV como órgano con potestad supervisora y sancionadora.....</i>	Pág.23
1.2.1.1 <i>Nacimiento de la CNMV.....</i>	Pág.23
1.2.1.2 <i>Titularidad de la potestad inspectora y supervisora.....</i>	Pág.25
1.2.1.3 <i>Transcendencia de los mercados de valores, su buen funcionamiento y la protección del inversor.....</i>	Pág.28
1.2.1.4 <i>De la supervisión e inspección sectorial a los nuevos modelos de supervisión.....</i>	Pág.31
1.3 ÁMBITO COMPETENCIAL ESTATAL Y AUTONÓMICO.....	Pág.34
1.3.1 <i>Delimitación de competencias estatales y autonómicas.....</i>	Pág.34
1.3.2 <i>Distribución de competencias entre autoridades financieras: Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros y Fondos Pensiones.....</i>	Pág.36
1.4 FUNCIONES DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN.....	Pág.38
1.4.1 <i>Límites y condiciones de la potestad de supervisión e inspección de la CNMV..</i>	Pág.38
1.4.1.1 <i>Clases de límites en el ejercicio de las potestades de supervisión e inspección.....</i>	Pág.39
1.4.1.1.1 <i>Límites legales.....</i>	Pág.39
1.4.1.1.2. <i>Límites gubernamentales.....</i>	Pág.46
1.4.1.1.3 <i>Límites judiciales.....</i>	Pág.48

1.4.1.2 <i>Condiciones: respeto a los principios de legalidad, proporcionalidad, libertad de empresa y publicidad.....</i>	Pág.49
1.4.2 <i>Condicionantes: otros aspectos que inciden en la supervisión e inspección..</i>	Pág.53
1.5 ORGANIZACIÓN DE LAS UNIDADES SUPERVISORAS EN LA CNMV.....	Pág.55
1.6 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES	Pág.57
CAPÍTULO 2 ANÁLISIS DEL RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN DE LA CNMV.....	Pág. 60
2.1 POTESTAD NORMATIVA DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN.....	Pág.60
2.1.1 <i>Necesidad de habilitación legal expresa.....</i>	Pág.60
2.1.2. <i>Función normativa de la CNMV.....</i>	Pág.60
2.2 ÁMBITO DE ACTUACIÓN.....	Pág.63
2.2.1 <i>Entidades y actuaciones sujetas a supervisión e inspección.....</i>	Pág. 63
2.2.1.1 <i>Personas y entidades</i>	Pág.64
2.2.1.2 <i>Objeto de supervisión: valores e instrumentos financieros.....</i>	Pág.69
2.2.1.3 <i>Actuaciones supervisoras e inspectoras.....</i>	Pág.72
2.2.2 <i>Actividades de supervisión e inspección en el mercado de valores.....</i>	Pág.73
2.2.2.1 <i>Control y autorización.....</i>	Pág.74
2.2.2.2 <i>Información, investigación e inspección.....</i>	Pág.79
2.2.2.3 <i>Prevención y corrección.....</i>	Pag.88
2.3 EJERCICIO DE LAS POTESTADES DE SUPERVISIÓN E INSPECCION.....	Pág. 94
2.3.1 <i>Líneas estratégicas de actuación 2019-2020.....</i>	Pág.96
2.3.2 <i>Plan de actividades CNMV 2019-2020.....</i>	Pág.96
2.3.2.1 <i>Supervisión de Intermediarios Financieros</i>	Pág.97
2.3.2.2 <i>Supervisión de Mercados.....</i>	Pág.101
2.3.2.3 <i>Relaciones con inversores y otras partes interesadas.....</i>	Pág.102
2.3.2.4 <i>Mejoras en el funcionamiento CNMV y recopilación de información.....</i>	Pág.105
2.4 SUPERVISIÓN A DISTANCIA.....	Pág.108
2.4.1 <i>Procedimiento de supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores: P01</i>	Pág.108

2.4.2 Formulación de requerimientos y solicitud de datos e informes a las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores: P02.....	Pág.109
2.4.3 Canal para la comunicación de infracciones: whistleblowing.....	Pág.112
2.4.4 Suspicious Transaction Order Report: canal de comunicación de operaciones sospechosas: uso de información de vigilancia: STORE.....	Pág.113
2.4.5 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales.....	Pág.114
2.4.6 Unidad de Vigilancia de los Mercados.....	Pag.116
2.5 SUPERVISIÓN “IN SITU”	Pág. 117
2.6 SUPERVISIÓN PRUDENCIAL	Pág. 118
2.7 ACTIVIDAD INTERNACIONAL	Pág.122
2.7.1 Entidades Colaboradoras.....	Pág.123
2.7.1.1 ESMA.....	Pág.124
2.7.1.2 IOSCO.....	Pág.125
2.7.1.3 CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (FSB).....	Pág.126
2.7.1.4 JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO (ESRB).....	Pág.127
2.8 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES	Pág. 128
CAPÍTULO 3 PROCEDIMIENTO SANCIONADOR DERIVADO DE LAS ACTUACIONES DE INSPECCION Y SUPERVISION	Pág.133
3.1 PRINCIPIOS RECTORES DEL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR	Pág.136
3.1.1 Principio de legalidad.....	Pág.137
3.1.2 Principio de tipicidad y proporcionalidad.....	Pág.139
3.1.3 Principio de irretroactividad.....	Pág.141
3.1.4 Principio de antijuricidad y culpabilidad.....	Pág.142
3.1.5 Principio de “non bis in idem”	Pág.143
3.2 FASES DEL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR	Pág.144
3.2.1 Actuaciones previas.....	Pág.145
3.2.2 Fase de iniciación	Pág.146
3.2.3 Fase de instrucción	Pág.148
3.2.4 Fase de resolución.....	Pág. 148

3.3 RECURSOS ANTE LAS RESOLUCIONES SANCIONADORAS.....	Pág.150
3.3.1 Recursos Administrativos.....	Pág.151
3.3.1.1 Recurso Administrativo Ordinario de Alzada.....	Pág.151
3.3.1.2 Recurso Administrativo Extraordinario de Revisión.....	Pág.151
3.3.2 Recursos ante la jurisdicción Contenciosa-Administrativa.....	Pág.151
3.3.2.1 Recurso Contencioso- Administrativo.....	Pág.151
3.3.2.2 Recurso de Casación.....	Pág.151
3.4 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES.....	Pág.153
CAPÍTULO 4 RESPONSABILIDAD DEL REGULADOR.....	Pág.155
4.1 ACCIONES POSIBLES FRENTE A LA INICIATIVA INSPECTORA, SUPERVISORA Y FRENTE A LA INACTIVIDAD DE LA INSPECCIÓN Y SUPERVISIÓN.....	Pág.155
4.2 RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL DE LA CNMV.....	Pág.158
4.3 VALORACION CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES.....	Pág.162
CAPÍTULO 5 CONCLUSIONES FINALES Y PROPUESTAS DE MEJORA.....	Pág.165
5.1 CONCLUSIONES FINALES.....	Pág.165
5.2 PROPUESTAS DE MEJORA.....	Pág.174
APÉNDICES.....	Pág.177
ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO.....	Pág.177
ÍNDICE DE JURISPRUDENCIA.....	Pág.181
ÍNDICE DE RECURSOS WEB.....	Pág.183
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	Pág.185
ÍNDICE DE CUADROS.....	Pág.185

AGRADECIMIENTOS

Me gustaría dedicar este trabajo a varias personas que con su presencia y palabras de aliento han conseguido que finalice uno de los mayores retos de mi vida académica.

A mis **padres** Antonio y Gloria, que siempre han creído en mí, me han empujado a desafiar al destino y a seguir forjando la persona libre y crítica en la que me he convertido, cultivando siempre los valores de la tolerancia y el esfuerzo.

A mis **abuelos**, por su amor incondicional y la educación que nos han transmitido a todos los nietos. Gracias abuelo Alejandro, mi pasión por el Derecho te la debo a ti.

A mi **hermano**, cuya actitud ha hecho que supiera mirar este proyecto como una oportunidad para demostrar el fruto de un trabajo que se ha ido desarrollando desde el comienzo del Máster, mes a mes, día a día.

Un recuerdo especial a mis **sobrinos**, que con su alegría han sabido dibujarme una sonrisa en los momentos más complicados: gracias Alexandra, Héctor y Adrián, sois un regalo del cielo.

Y con carácter particular, gracias a mi Tutor de Trabajo Fin de Máster y Profesor, **Don Pablo Táuler San Miguel**, uno de los tesoros de este Máster. Gracias por el tiempo invertido con los alumnos durante este curso en el que hemos conectado “clases” y “casas”, por las necesidades de los meses de confinamiento ocasionado por el coronavirus.

Su energía, motivación y cercanía han hecho posible la realización de este trabajo, orientado y guiado por su buen criterio, uno de los más científicos y rigurosos que conozco en la materia. Muchas gracias, Profesor.

“Aprender a dudar, es aprender a pensar”.

Octavio Paz

“Lo que no se mide, no se mejora”.

Antonio Maeso

INTRODUCCIÓN

La **Comisión Nacional del Mercado de Valores**, (CNMV), es un organismo esencial para garantizar el adecuado funcionamiento del mercado financiero en el marco de una economía global y de libre circulación europea, que a lo largo de sus pocos más de **treinta años de existencia** ha sabido adaptarse a las distintas coyunturas económicas y financieras de nuestro entorno, dotando a nuestro sistema de las herramientas necesarias para garantizar la **transparencia de los mercados**, la correcta formación de precios y la protección del inversor, garantizando la disponibilidad de la información pública necesaria para todo ello.

La complejidad de funciones y tareas que ha ido absorbiendo este organismo desde su creación en el año 1988, hasta el día de hoy, se ha ido incrementando de forma notable a través de numerosas reformas legislativas, tanto de la inicial **Ley del Mercado de Valores, Ley 24/1988, de 24 de julio, (LMV)**, como de las normas que rigen los procedimientos administrativos, cuyo contenido afecta de forma directa a esta institución, por tratarse de una agencia pública con un estatuto legal propio y especializado en virtud de la materia y funciones atribuidas legalmente¹.

Debido a esta atribución de funciones cada vez más numerosa, con el presente trabajo trataremos de estudiar con detalle los **límites y condiciones de ejercicio de las potestades de supervisión e inspección de la CNMV**, realizar un análisis crítico de los requisitos y límites constitucionales para el ejercicio de potestades inspectoras², con el propósito de determinar si existe un exceso de arbitrariedad en la aplicación del derecho administrativo en sede de mercado de valores, haciendo necesario la articulación de un código de regulación propio, que delimite sus facultades y los límites del ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección, o si por el contrario, el sistema actual es válido y suficiente, incluso en el caso de que se vean aumentadas sus funciones supervisoras, ante una eventual transformación de nuestro sistema de supervisión del ámbito financiero en un sistema dual o de *“twin peaks”*³.

¹ Artículo 16 Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre: Naturaleza y régimen jurídico: *“La Comisión Nacional del Mercado de Valores es un ente de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que se regirá por lo establecido en esta ley y en las disposiciones que la completan o desarrollan”*.

² Artículos 9.3, 24, 25, 103.1, 103.2 y 106.1 Constitución Española, en los que se prohíbe entre otras actuaciones, la arbitrariedad de los poderes públicos.

³ Publicación Banco de España: La organización de la supervisión financiera. Participación en el acto de presentación de la *“Guía del Sistema Financiero Español”* Analistas Financieros Internacionales (AFI) – Funcas, 16 de enero de 2016.

El predominio del modelo *twin peaks* en las distintas jurisdicciones nacionales pertenecientes a la UE, como Francia o Alemania, casi no se ha visto afectado por la aparición de dos nuevas funciones supervisoras: la gestión de la resolución de entidades no viables y la adopción de **políticas macroprudenciales** para prevenir la aparición y mitigar los efectos desestabilizadores de posibles **desequilibrios macrofinancieros**. Sin embargo, países como España, en el que sigue vigente una llamada supervisión “*triangular*” o por sectores: bancario, valores y seguros, la reforma hacia un sistema dual, siguiendo recomendaciones comunitarias, sigue aún pendiente.

En un contexto normativo internacional en el que la regulación se refuerza con una **intensa supervisión**, se han implementado numerosos organismos supervisores encargados de garantizar el correcto funcionamiento del mercado así como la correcta articulación de los **deberes de servicio público** en la prestación de servicios de interés general, no ajenas al mercado de valores, puesto que se ha de proteger al consumidor, garantizar la libre competencia y el resto de funciones propias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta intensa supervisión se pone de manifiesto con los organismos nacionales, la **Comisión Nacional del Mercado de Valores**, en el ámbito de los valores, el **Banco de España** en la actividad bancaria, así como la **Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones**, con su propio ente supervisor en materia de seguros, como organismo adscrito al actualmente denominado Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

Estas tres áreas tienen a su vez supervisores en el ámbito europeo: **the European Securities and Markets Authority**, más conocida por sus siglas como “*ESMA*”, es el organismo supervisor del mercado de valores europeo, el **Banco Central Europeo** o “*BCE*”, es la entidad supervisora de la actividad bancaria comunitaria, y finalmente, la “*EIOPA*”, **the European Insurance and Occupational Pensions Authority**, es la entidad europea encargada de la materia de seguros.

A esta configuración de dos capas de supervisión, una española y otra europea, hemos de añadir las recomendaciones de organismos internacionales que vienen configurando una suerte de *soft law*, tales como “*IOSCO*”, **International Organization of Securities Commission**, la “*EBA*”, **European Bank Association**, o el “*FSB*”⁴, **Financial Stability Board**.

Su producción normativa, que en buena medida vincula a la actividad de los mercados de valores de los países más desarrollados, persigue su integración, buen

⁴ *The FSB promotes international financial stability; it does so by coordinating national financial authorities and international standard-setting bodies as they work toward developing strong regulatory, supervisory and other financial sector policies: www.fsb.org/about/*

funcionamiento y el establecimiento de medidas que refuercen las economías tanto desde el punto de vista macro como microprudencial.

La existencia de estos organismos supervisores y de control lleva a producir un **numeroso cuerpo de normas y técnicas de regulación** que ocasionan en cierto modo una hiper regulación, puesto que estamos ante constantes cambios legislativos que vienen motivados en su mayor parte por el contenido de las directrices que establece la Unión Europea, mediante reglamentos y directivas y con notoria relevancia, a través de las Guías Técnicas de ESMA y recomendaciones de la EBA. Todo ello, unido a la tendencia de velar por el principio de transparencia en los mercados, nos lleva al actual escenario:

*“Seguramente ha influido, de un lado, el **que el Estado se haya replegado en su papel de gestor y correlativamente haya aumentado su papel de ordenador y garante**. Y, de otro, el que aún más recientemente, sobre todo por obra de la célebre Directiva de Servicios, en ese papel de ordenador haya visto disminuidas sus facultades de control previo mediante **autorizaciones**, lo que obliga a afinar sus medios de control ex post”⁵. (REBOLLO PUIG, 2015:56)*

Son por tanto, **numerosas leyes** las que tenemos que tener presentes a la hora de llevar a cabo el propósito de nuestro estudio, entre las que destacamos la Ley del Mercado de Valores, con el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, la Ley 10/2014, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito y su normativa de desarrollo, la Ley 20/2015 de solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, la ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, así como la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.

El estudio de la legislación citada, junto con otra que iremos mencionando será determinante para el conjunto de nuestro trabajo.

Nuestro objetivo será determinar los **límites y condiciones del ejercicio de las potestades de supervisión e inspección de la CNMV**. Habremos de definir y categorizar la totalidad de límites y condiciones que afectan, por tanto, a las facultades de inspección y supervisión de nuestra Comisión.

⁵ Rebollo Puig, Manuel. “La actividad de Inspección”. <http://vlex.com/vid/actividad-inspectora-470119286>, Pág. 56.

En dicho estudio emplearemos el método científico deductivo, para tratar de concluir si las actividades de inspección y supervisión de la CNMV respetan los **límites constitucionalmente establecidos** para el desarrollo de su ejercicio.

También analizaremos la actividad supervisora e inspectora realizada por la Comisión en sus últimos dos años, a través del estudio de sus Informes anuales, para contrastar que el desempeño de sus funciones respeta la norma y los límites señalados. Por último, emplearemos el método empírico inductivo mediante el estudio de **jurisprudencia** relativa a las **actividades de inspección y sanción** de la CNMV, para contrastar cómo interpretan los Tribunales que ha de desarrollarse el adecuado ejercicio de estas potestades.

Tras el desarrollo de los principales contenidos objeto de investigación, hemos visto necesario añadir una nueva categoría de análisis diferente a “límite” y “condición”, cuyo contenido responde a “condicionante”. Si nos detenemos en el significado de cada una de las palabras, todos ellos son diferentes, pero si bien, son necesarios para la mejor comprensión de la actividad supervisora e inspectora de la CNMV.

Entre estos “**condicionantes**” encontramos los fallos de mercado, el entorno económico nacional e internacional y las perspectivas de desarrollo económico y financiero. Tras la crisis sociosanitaria ocasionada por el **COVID-19**, nadie es ajeno a la relevancia de estas cuestiones, tan imprevisibles en su llegada como en sus consecuencias.

La crisis europea ocasionada por el **BREXIT** y su posterior reconducción hacia un acuerdo que cada día parece más lejano, son otros de los condicionantes que han venido a reestructurar las acciones de las instituciones supervisoras financieras y del mercado de valores, tanto nacionales como internacionales.

En el desarrollo de este propósito, también trataremos de comprender el ejercicio de la **potestad sancionadora** de la CNMV, su capacidad de autorregulación, la capacidad de exigencia de responsabilidad por el administrado ante su funcionamiento si por ello resulta perjudicado, así como un breve análisis del distinto régimen que impera en sectores con cierta autonomía normativa y supervisora tales como los seguros, mediante el estudio de las funciones de inspección y supervisión de la Dirección General del Seguro, así como la Agencia Tributaria en materia fiscal.

Finalmente, desarrollaremos unas conclusiones con el propósito de sintetizar las ideas más relevantes del trabajo realizado.

CAPÍTULO I.

COMPETENCIAS SUPERVISORAS E INSPECTORAS DE LA CNMV

1.1 CONCEPTO DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN EN DERECHO PÚBLICO

1.1.1 *La actividad de supervisión y su evolución histórica*

Tradicionalmente la actividad supervisora e inspectora no ha encontrado en el Derecho Administrativo una sólida y consistente regulación legal, así como tampoco ha sido objeto de una cuidada elaboración doctrinal. Los administrativistas han venido prestando **mayor atención a la actividad sancionadora**, por cuanto parece que conlleva una aplicación directa de la potestas del Estado de mayor gravedad para el administrado, con unas consecuencias limitadoras del ejercicio de sus derechos más visibles para el conjunto de la ciudadanía. Sin embargo, no es menos cierto que la actividad sancionadora no puede ejercerse en muchas ocasiones sin una previa actividad supervisora e inspectora, y que ambas van de la mano, por lo que **supervisión e inspección deben tener una sustantividad propia**, con una regulación sistemática, que permita a los operadores jurídicos definir los derechos de Administración y administrados, las potestades concretas de la Administración, así como cuáles son las consecuencias de un eventual incumplimiento de dichas facultades.

El concepto técnico de potestad lo encontramos definido por **García de Enterría** como *“toda acción administrativa que se nos presenta, así como el ejercicio de un poder atribuido previamente por la Ley, y por ella delimitada y construido”*. Así las cosas, García de Enterría conceptúa la **potestad de inspección y supervisión señalando:**

“No se genera en relación jurídica alguna, ni en pactos o negocios jurídicos o actos o hechos singulares, sino que procede directamente del Ordenamiento”; tiene un carácter genérico y se refiere a un ámbito de actuación definido en grandes líneas o direcciones genéricas”; “Frente a ella no corresponde ningún deber positivo o negativo, sino una simple sujeción o sometimiento de otros sujetos, (normalmente de un círculo de sujetos), a soportar sobre su esfera jurídica los eventuales efectos derivados del ejercicio de esta potestad”; “como las demás potestades, “son inalienables, intransmisibles, irrenunciables... son imprescriptibles, y “son, en fin, inagotables e idénticas a través de su ejercicio, que más que consumirlas, las confirma.

*Son también insusceptibles de modificación por el titular; sólo la Ley, en que tiene su origen, puede alterarlas o extinguirlas*⁶. (GARCÍA DE ENTERRÍA E. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R, 1997:433-ss).

Otros autores clásicos, como Parada, matizan que *“la potestad de inspección, en definitiva, es principalmente una potestad de control, siempre de trámite, o interlocutoria de decisiones definitivas, que se adoptan, precisamente, tras la realización material de la inspección”*⁷. Aquí encontramos la tradicional atribución de las funciones de supervisión e inspección del Estado a la llamada *“actividad policial”*.

1.1.2 Concepto actual de supervisión e inspección

La relación actual entre Administración y administrado, es fruto de una compleja evolución histórica que se puede sintetizar brevemente a través de grandes hitos:

*“En primer lugar, tras la **Declaración Universal de Derechos de 1948** se inicia una nueva era, la de los derechos fundamentales en cuyo desarrollo todavía estamos inmersos. Los **derechos fundamentales**, lejos de toda concepción eufemística, inciden en los regímenes constitucionales y en particular en la configuración de las **relaciones entre las personas y Administraciones públicas**. Los administrados se convierten en ciudadanos, de modo que de ser considerados como «cosas» pasan a ocupar el centro del sistema, y la Administración, más allá de las proclamas retóricas, comienza a ser una organización vicarial al servicio de los ciudadanos. A partir de la segunda década del siglo XX irrumpe una **nueva concepción de las funciones del Estado como Estado social de derecho**”*⁸. (LINDE PANIAGUA, 2015:175-214).

Dentro de las modernas definiciones de la actividad inspectora administrativa, encontramos la de Manuel Rebollo, quien conceptúa ésta como:

*“La actividad de la Administración en la que **examina la conducta realizada por los administrados** para comprobar el cumplimiento de los deberes, prohibiciones y limitaciones a que están sometidos y, en su caso, preparar la*

⁶ García de Enterría E y Fernández Rodríguez, T.R. (1997) *“Curso de Derecho Administrativo, Tomo I”*, Madrid. Civitas, Págs. 433-ss.

⁷ Parada, J.R (1997) *“Derecho Administrativo Tomo I”*, 9ª Edición. Madrid. Marcial Pons. Págs. 440ss.

⁸ Linde Paniagua, Enrique. (2015) *Revista de Derecho de la Unión Europea*. Madrid ISSN 1695-1085. nº 27 - julio - diciembre 2014 nº 28 - enero - junio 2015. Págs. 175-204

reacción administrativa frente a las transgresiones que se detecten⁹.
(REBOLLO PUIG, 2015: 56)

Dicho ámbito competencial, que deviene de su atribución constitucional, se ha venido clasificando tradicionalmente según la doctrina de Villar Palasí¹⁰ en **dos tipos de potestades**: *ordenatorias* y *conformatorias*, dentro de las que encontramos numerosas actividades.

Como potestades ordenatorias encontramos facultades tales como la imposición de un nuevo deber de hacer al administrado; el requerimiento de documentación relacionada con el ejercicio de su actividad; la recabación de información con carácter periódico sobre el desempeño de una actividad sujeta a supervisión como la bancaria; el acceso a lugares privados de los administrados sujetos a inspección o supervisión; la obtención de información de otras Administraciones Públicas para colaborar al buen fin de su plan de supervisión e inspección; y dentro del segundo grupo, potestades conformatorias, se encuentran aquellas en las que el administrado debe ejercitar una mera tolerancia de hacer, como el acceso a lugares privados donde se desarrolla la actividad sujeta a inspección.

En el desempeño de este conjunto de actividades puede observarse una compleja relación entre la función pública y el libre ejercicio de la actividad económica, que ha de respetar de forma constante un adecuado equilibrio entre poderes y garantías, y que nos lleva, al menos, a realizarnos la siguiente pregunta: ***¿Por qué interviene la Administración Pública en los mercados financieros y de valores?***

“Se trata de sectores en los que confluyen al menos tres factores que hay que equilibrar: el mercado, el interés público y la necesidad de velar por quienes participan en este sector, con especial atención a consumidores y usuarios. Por todo ello, la intervención de la Administración Pública ha recurrido a diferentes mecanismos, e incluso a la adopción de medidas que afectan al propio mercado financiero”¹¹. (RECODER VALLINA, 2019:27).

Existe, por tanto, un sustento constitucional¹² en el ejercicio de las potestades de supervisión, inspección y sanción del mercado de valores, ejecutado por la CNMV,

⁹ Rebollo, Puig. Ob. Cit. Pág. 57.

¹⁰ Villar Palasí, J.L. (1972) “Curso de Derecho Administrativo, I.” Madrid. Universidad Complutense. Pág. 207 a 209.

¹¹ Recoder Vallina, Tatiana. (2019) “Procedimiento Administrativo Sancionador en los mercados financieros. Especial referencia a la CNMV”. Madrid. Edit. Reus. Pág. 27.

¹² Artículo 103 CE: “1. La Administración Pública sirve con objetividad los intereses generales y actúa de acuerdo con los principios de eficacia, jerarquía, descentralización, desconcentración y

que encuentra además un refuerzo contundente en la Carta Europea de Derechos Fundamentales¹³, las instituciones europeas y los Tribunales, garantes de la seguridad jurídica en el marco de la Unión.

1.1.3 Un nuevo fenómeno: las Administraciones Independientes

El nacimiento de las administraciones independientes para el ejercicio de nuevas funciones, entre las que se incluirá con el paso del tiempo la Comisión Nacional del Mercado de Valores y su actividad de inspección y supervisión, es un fenómeno complejo en nuestro país, que comienza con la creación del **Consejo de Seguridad Nuclear**. Dicha creación se efectúa a través de la Ley 15/1980 de 22 de abril, en la que se define expresamente el Consejo como “ente de Derecho público”, al que se ha de aplicar, por tanto, Derecho de dicha naturaleza, pero “**independiente de la Administración central del Estado**”.

Con su configuración comienza un fenómeno que dará lugar a una controversia jurídica aún no resuelta en nuestro sistema jurídico, puesto que la existencia de una “*Administración independiente*” choca de plano con el contenido del **artículo 97 de nuestra Constitución**, (CE)¹⁴, en el que se dispone que el Gobierno dirige la Administración: si estamos ante una Administración independiente, no se comprende cómo se conjuga esa independencia con la dirección de la propia administración por parte del Gobierno.

coordinación, con sometimiento pleno a la ley y al Derecho. 2. Los órganos de la Administración del Estado son creados, regidos y coordinados de acuerdo con la ley”.

Artículo 25 CE: “1. Nadie puede ser condenado o sancionado por acciones u omisiones que en el momento de producirse no constituyan delito, falta o infracción administrativa, según la legislación vigente en aquel momento. 2. Las penas privativas de libertad y las medidas de seguridad estarán orientadas hacia la reeducación y reinserción social y no podrán consistir en trabajos forzados. El condenado a pena de prisión que estuviere cumpliendo la misma gozará de los derechos fundamentales de este Capítulo, a excepción de los que se vean expresamente limitados por el contenido del fallo condenatorio, el sentido de la pena y la ley penitenciaria. En todo caso, tendrá derecho a un trabajo remunerado y a los beneficios correspondientes de la Seguridad Social, así como al acceso a la cultura y al desarrollo integral de su personalidad. 3. La Administración civil no podrá imponer sanciones que, directa o subsidiariamente, impliquen privación de libertad.”

¹³ El Artículo 41 de la Carta Europea de Derechos Fundamentales recoge el Derecho a la buena administración.

¹⁴ Artículo 97 CE: “El Gobierno dirige la política interior y exterior, la Administración civil y militar y la defensa del Estado. Ejerce la función ejecutiva y la potestad reglamentaria de acuerdo con la Constitución y las leyes”.

El concepto de “*Administración Independiente*” tampoco encuentra fácil acomodo dentro del **principio de separación de poderes** que consagra nuestra Constitución de 1978 que, por otra parte, no prevé la figura de las Administraciones independientes.

Será el **Tribunal Constitucional** el que, en primer lugar, realizará una interpretación dinámica de la separación de poderes, en sentencias como la STC nº 166/1986 de diciembre. Posteriormente, un importante sector doctrinal liderado por Muñoz Machado¹⁵, comprende que el Gobierno tiene una función de dirección matizada sobre la Administración Pública, puesto que existe un tercer poder, el legislativo, que actúa como contrapeso ante una eventual discrecionalidad del mismo.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores nació en este contexto, para lograr la adaptación del mercado de valores español a las nuevas exigencias de transparencia, funcionamiento electrónico e intermediación, a través de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores (LMV).

Aunque en la creación de posteriores organismos se ha evitado la incorporación del adjetivo “*independiente*”, como en la configuración de la Agencia de Protección de datos de carácter personal en el año 1999, o la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones en 1997, son varios rasgos, entre ellos las garantías y el control de su propia independencia, los que nos llevan a concluir que nos encontramos ante el mismo concepto de Administración.

Según Andrés Betancor¹⁶, las administraciones independientes se caracterizan por tener **independencia personal o subjetiva**, independencia **institucional**, por ser ente de Derecho con **personalidad jurídica propia**, contar con **independencia funcional** en el ejercicio de sus funciones y poderes, disponer de **independencia organizativa** y, por último, gozar de **independencia económico-financiera**.

1.1.4 Finalidad de la actividad supervisora de la Administración y su actuación en los mercados de valores

Las potestades de supervisión e inspección son potestades discrecionales de naturaleza preventiva, puesto que se ejercen antes de que se produzcan hechos que pudieran ser contrarios al ordenamiento jurídico. Coadyuvan, además, al restablecimiento de la legalidad y la protección de los intereses generales.

¹⁵ Muñoz Machado, S. (2006) “*Tratado de Derecho Administrativo y Derecho Público general, vol. I*”, Madrid. Iustel.

¹⁶ Betancor Rodríguez, Andrés. “*Las Administraciones Independientes*”, Iustel, R 910030.

Una posterior reacción frente a eventuales incumplimientos formaría ya parte de la potestad sancionadora de la Administración, otra gran manifestación de su supremacía frente al administrado.

Siguiendo al Profesor Laguna de Paz¹⁷, hemos de entender que es necesaria la aplicación de una actividad supervisora e inspectora en el sector del mercado de valores:

“Los mercados de valores, (en realidad instrumentos financieros), son servicios esenciales (artículo 128 CE), o lo que es lo mismo, servicios económicos de interés general, (artículo 128.2 TFUE), cuya función consiste en poner en conexión de manera organizada a las empresas que necesitan financiación ajena (no bancaria) con los inversores.

*Se trata de **sistemas regulados de negociación** gestionados por empresas privadas, a través de los que los emisores contratan productos financieros con los inversores, generalmente, con la intermediación de empresas de inversión.*

***La prestación organizada de estos servicios incrementa la transparencia, seguridad jurídica, la eficiencia de la asignación de recursos y, con ello, el crecimiento económico.** Su desaparición pondría en serio riesgo la financiación no bancaria de las empresas, lo que acabaría acarreado problemas a la economía en su conjunto”.* (LAGUNA DE PAZ, 2018).

Con el desarrollo de esta actividad de supervisión e inspección propia de la potestas de la Administración, ejercida en la actualidad por una de sus Administraciones Independientes, la CNMV, se comprueba el cumplimiento de la normativa aplicable en sede de mercado de valores por parte de los sujetos que intervienen en este mercado y prestan servicios de inversión.

Los **objetivos** que persigue la regulación del mercado de valores, y por tanto de la tarea supervisora e inspectora, son según **IOSCO**¹⁸: asegurar el funcionamiento ordenado y eficaz de los mercados de valores, proteger a los inversores y preservar la estabilidad del sistema financiero.

¹⁷ Laguna de Paz, J. Carlos. (2018). “Supervisión Administrativa del Mercado de Valores”. *Revista Española de Derecho Administrativo* Nº189. Enero- Marzo.

¹⁸ IOSCO, (2015). “Credible Deterrence in the enforcement of securities regulation” <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD490.pdf>

En este sentido, afirma Laguna de Paz que *“una buena supervisión puede superar los defectos de una pobre regulación. En cambio, una buena regulación no cumplirá sus objetivos si se acompaña de una pobre supervisión¹⁹”*.

Gracias al **Informe Larosière²⁰**, elaborado en el año 2009, las administraciones independientes europeas fueron una realidad, puesto que en él se recomendó la creación de una red descentralizada que se encargara de configurar un sistema europeo de supervisión financiera.

Así las cosas, en el año 2010 se configuró el actual sistema de supervisión micro y macroprudencial con el que contamos en el seno de la Unión Monetaria europea.

La supervisión **microprudencial** la ejercen tres instituciones: Autoridad Europea Bancaria (ABE), la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA), y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, (EIOPA), creadas a través de los Reglamentos nº 1093, 1094 y 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010.

Por su parte, la supervisión **macroprudencial** se configuró por el Reglamento (UE) nº 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se creó la Junta Única de Resolución, (JUR), con el objetivo de evitar situaciones como las acontecidas con la crisis de 2008, articulando un mecanismo de resolución ordenada de entidades sistémicas, con el fin de garantizar la estabilidad de la economía real y financiera de la Unión.

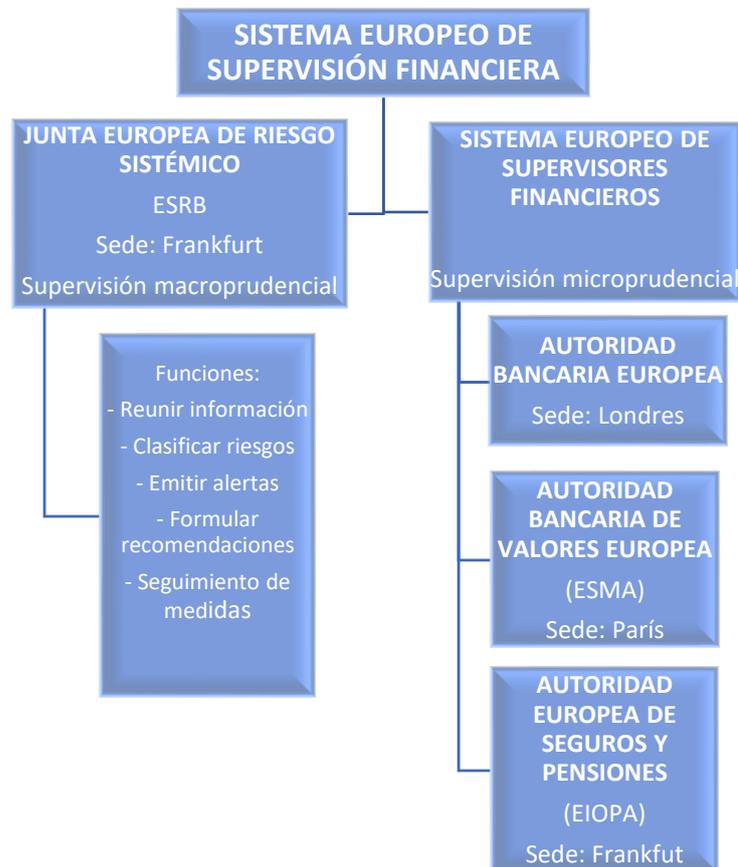
En el siguiente gráfico podemos observar cuál es la actual estructura de supervisión en España, integrando las funciones del supervisor nacional y europeo al coordinar la actividad supervisora en el área micro y macroprudencial.

¹⁹ Laguna de Paz. Ob. Cit.

²⁰ Informe Larosière: *The High Level Group of financial supervision in the UE*, chaired by Jacques Larosière. Disponible en:

https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_es.pdf?f1c7edf9533e93b9b6201b53a588bc6c

Gráfico nº1: Estructura de la supervisión en España.



Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos en la Bolsa de Madrid: www.bolsamadrid.es

1.2 LA SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN EN EL SECTOR ECONÓMICO FINANCIERO

1.2.1 La CNMV como órgano con potestad supervisora y sancionadora.

1.2.1.1 Nacimiento de la CNMV.

En el año 1988 tuvo lugar el inicio de la reforma del mercado de valores español, mediante la aprobación, con carácter fundamental de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores²¹.

²¹ BOE Nº181 de 29 de julio de 1988, con entrada en vigor el 29 de enero de 1989.

El tradicional funcionamiento de nuestro mercado de valores, operado por agentes de cambio y bolsa, fue sustituido por agencias y sociedades de valores. Los antiguos mercados de corros se sustituyeron por la contratación electrónica, y el sistema de registro se empezó a practicar mediante anotaciones en cuenta. Estas transformaciones se desarrollaron tomando como inspiración el modelo de Estados Unidos, quien ya contaba con su “**Securities and Exchange Comission**”²², organismo de naturaleza muy similar a la por entonces joven CNMV.

La nueva regulación se aprobaba con la intención de adaptar el régimen regulatorio del mercado de valores español a las necesidades de la incipiente libertad de movilidad de capitales, así como dotar a nuestro mercado de modernos mecanismos que le permitieran formar parte de la consolidación del mercado europeo de capitales, tras su reciente incorporación a la Unión Europea, que se produjo tras la firma del Acta de Adhesión a las Comunidades Europeas, el uno de enero de 1986.

En el preámbulo de la nueva Ley de Mercado de Valores 24/1988, de 28 de julio, se precisan los nuevos cometidos de esta institución, destacando, entre otros²³:

“Las competencias de la Comisión son múltiples, e incluyen, entre otras, la de velar por la transparencia de los diversos mercados, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo las informaciones que sean de interés para éstos; la de controlar el desarrollo de los mercados primarios, la de admisión a negociación de valores en los mercados secundarios oficiales, así como su suspensión y exclusión; la de velar por el cumplimiento de las normas de conducta por cuantos intervienen en el mercado de valores; la de asesorar al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda en las materias relacionadas con los mercados de valores: y el control del cumplimiento de cuantas obligaciones y requisitos se exigen en la Ley, incluyendo el ejercicio de la potestad sancionadora” (Preámbulo Ley 24/1988).

Tras la entrada de España en las Comunidades Europeas, dos años bastaron para que España tratara de modernizar uno de sus sectores más obsoletos, el mercado de valores, sector que necesitaba numerosas reformas para ponerse a la altura de los sistemas de organización de los mercados del resto de sus compañeros europeos.

²² Securities Exchange Comission USA: Accesible en: <http://www.sec.gov/>

²³ Punto tercero del Preámbulo de la Ley del Mercado de Valores, 24/1988, de 28 de julio.

Esta ley supuso un auténtico revulsivo para el funcionamiento de nuestro anquilosado mercado de valores, tal y como señala Julio Segura²⁴, presidente de la CNMV entre octubre de 2007 y noviembre de 2012:

*“La entrada en vigor de la LMV en 1988 supuso la **puesta en marcha de una serie de medidas cuyo objetivo era hacer los mercados españoles más competitivos, y favorecer su adaptación al nuevo marco económico.** Entre ellos cabe citar, en el área de las infraestructuras del mercado, la reforma, en el mismo año 1988 de **la intermediación**, sustituyendo a los antiguos agentes (fedatarios públicos) por instituciones financieras sujetas a la supervisión de la CNMV; **la implementación en 1990 de un sistema de interconexión**, o mercado continuo, que unificó las operaciones de los cuatros mercados españoles; y la sustitución en 1992 de los certificados en soporte físico de los títulos por **anotaciones electrónicas**, lo que facilitó en gran medida la negociación de títulos”.* (SEGURA, 2007:8)

El resultado de esta profunda reforma, unida a otras muchas leyes que la acompañaron con carácter posterior, ha tenido una notable evolución, que los datos económicos ponen de manifiesto. *“En **1990 el volumen anual de operaciones representaba algo menos del 10% del PIB, y hoy alcanza el 150%.** Por lo que respecta a la capitalización, el camino recorrido entre ambos años ha ido desde poco más del 20% al 73% actual”*²⁵. (SEGURA, 2007:7)

1.2.1.2 Titularidad de la potestad inspectora y supervisora

Las novedades en materia de supervisión vinieron de la mano de la Ley 26/1988, de 29 de julio sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (LDIEC), por la que se establece por primera vez un sistema de supervisión y control de las entidades de crédito. En su preámbulo se establecía *“La absoluta necesidad de someter a las entidades financieras a un régimen especial de supervisión administrativa, en general, mucho más intenso del que soporta la mayoría de los restantes sectores económicos”*.

La LMV de igual modo, establecía en su preámbulo la potestad supervisora, inspectora y sancionadora del nuevo organismo, la CNMV, en lo referente al mercado de valores:

*“La Ley contempla un **régimen sancionador análogo al previsto en la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito** y que, sumado a éste,*

²⁴ Segura, Julio. 2007. *“Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación”*. Libro Conmemorativo del XX Aniversario de la CNMV. Madrid: CNMV. Pág.8.

²⁵ Segura, Julio. Ob. Cit. Pág. 7

*permite alcanzar el objetivo de que todas las actividades financieras queden sujetas a **normas homogéneas en la materia**.*

*Quedan sometidas al régimen de supervisión, inspección y sanción, a cargo, salvo excepciones, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no solamente las Sociedades y Agencias de Valores, sino, asimismo, **cuantas personas físicas y jurídicas ejerzan las actividades relacionadas en el artículo 71 de la Ley**, los emisores de valores y las demás personas o entidades en la medida en que realicen actividades reguladas en la propia Ley o se relacionen con el mercado de valores”.*

En el sistema de supervisión previo a la aprobación de la LMV, la dirección, control y supervisión, era desempeñada a través de Juntas Sindicales, incorporadas en los Colegios de Agentes. La función de inspección administrativa de las Bolsas era una tarea competencia del Ministerio de Hacienda.

En la actualidad, es el artículo 16 del Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores, el que encomienda a la supervisión de los mercados de valores y las empresas que prestan sus servicios profesionales en este ámbito a una “*autoridad administrativa funcionalmente autónoma*”²⁶. El contenido del citado artículo 16 reza como sigue:

*“1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores es el **órgano competente en materia de supervisión e inspección de los mercados de valores** y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, del ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y de las demás funciones que se le atribuyen en esta ley.*

*2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores **velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores**, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines”.*

Observamos que con este artículo se asignan a la CNMV las novedades competenciales que antes destacábamos en el preámbulo de la Ley 24/1988 de 24 de julio del Mercado de Valores.

Además de los preceptos legales, la CNMV cuenta con un Reglamento de Régimen Interior, cuya versión en vigor corresponde al texto aprobado por Resolución del Consejo de 19 de diciembre de 2019.

²⁶ Laguna de Paz, J.C. Ob. Cit. Pág. 4.

Su análisis es determinante en el estudio que nos proponemos realizar, puesto que es una de las herramientas normativas clave para determinar los “límites y condiciones del ejercicio de la actividad de supervisión e inspección de la CNMV”, título de nuestro trabajo, que analizaremos a lo largo de este capítulo.

La complejidad de la tarea queda patente en la numerosa legislación que ha sido aprobada desde la creación de la CNMV. El siguiente gráfico muestra la evolución de dicha tarea, según los mandatos de los distintos presidentes que ha tenido la Comisión, entre los años 1988 y 2013.

Gráfico nº2: Novedades legislativas en el mercado de valores 1989-2013



Fuente: Bolsa de Barcelona: <https://www.borsabcn.es/>

Podemos observar la gran actividad normativa, tanto en los años iniciales, destacando 1992 con la firma del tratado de Maastricht, así como el periodo 2007-2013, debido a las reformas operadas tras la crisis de las hipotecas “subprime” así como la posterior crisis de deuda soberana que afectó sobre todo a los países mediterráneos.

1.2.1.3 Transcendencia de los mercados de valores, su buen funcionamiento y la protección del inversor

Según palabras de M^a Elvira Rodríguez Herrer²⁷, presidenta de la CNMV de febrero de 2017 a octubre de 2018, la CNMV ostenta un papel capital para el buen funcionamiento del mercado de capitales:

*“Las actuaciones de la CNMV tienen como fin último asegurar un **correcto funcionamiento de los mercados**, de forma que se pueda mantener la confianza con sus participantes.*

*El **objetivo** de la institución es conseguir **un alto grado de protección de los inversores** sin obstaculizar la función primordial de los mercados de capitales, que es canalizar los flujos hacia la inversión productiva, es decir, financiar la actividad económica y así fomentar el desarrollo del país”. (RODRIGUEZ HERRER, 2016:13).*

Para garantizar esta protección al inversor, guardando el equilibrio con el respeto de la libre competencia, la CNMV ostenta otra función capital, consistente en la **difusión de información**. Tal y como establecimos al inicio del trabajo, el régimen de los organismos reguladores ha evolucionado de un exhaustivo sistema regulatorio, a un mecanismo más flexible, pero dotado de mayor supervisión. En esta labor cobra especial importancia la mencionada potestad de difusión de información, que ha de entenderse como autónoma de la potestad de supervisión e inspección que venimos analizando.

Según expone Rodríguez Herrer, *“La normativa considera **la transparencia y difusión de la información como un mecanismo de protección para los inversores, y una vía para asegurar el buen funcionamiento de los mercados**”²⁸*, por lo que la tarea de la Comisión será doble: exigir información a los actores del mercado de valores y publicar esa información, con el objetivo de evitar asimetrías informativas y colaborar al buen funcionamiento del mercado.

En este escenario aparece un concepto de creciente importancia, *“**el consumidor**”*, que ha introducido una nueva perspectiva de análisis en las tareas de supervisión e inspección encomendadas a la CNMV, y que ha visto reforzados sus derechos con el establecimiento de una nueva tarea competencia de la CNMV: atender las reclamaciones que en el ejercicio de su operativa con el mercado de valores se

²⁷ Rodríguez Errer, M^a Elvira. (2016). La supervisión de los mercados de valores en España. El papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como órgano de control. *Revista Española de Control Externo*. Vol. XVII, N^o52. Pág. 13.

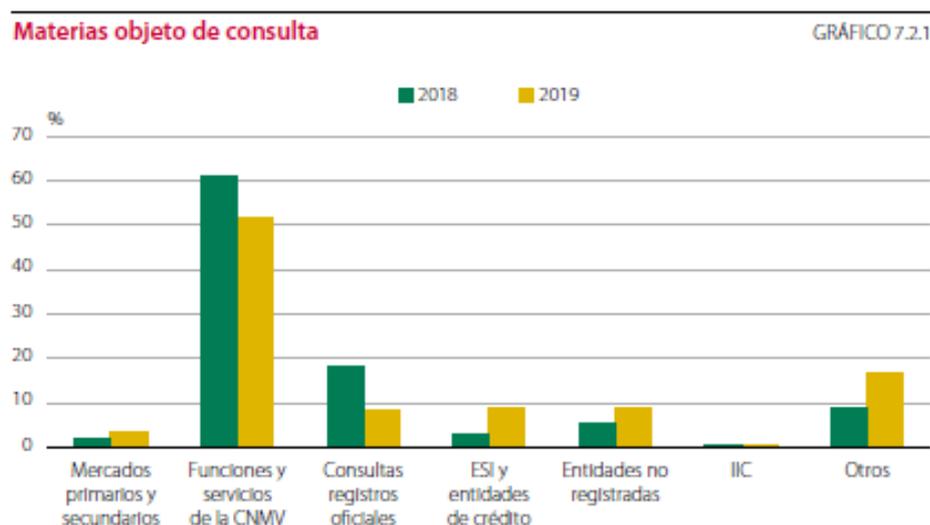
²⁸ Rodríguez Herrer, M^a. E. Ob. Cit. Pág.22

puedan plantar. El contenido de sus informes no es vinculante, pero si puede resultar esclarecedor para ilustrar un eventual procedimiento judicial.

Con carácter anual, en el Informe sobre la actuación de la actividad supervisora e inspectora de publica la CNMV, se incluye un estudio que recoge las materias sobre las que los inversores han presentado quejas o reclamaciones, así como los criterios proporcionados.

El siguiente gráfico muestra la evolución de las reclamaciones que se han realizado en el servicio de atención al cliente, organizadas por materias, mostrando el total de reclamaciones recibidas en los años 2018 y 2019.

Gráfico nº3: Materias objeto de consulta al servicio de reclamaciones de la CNMV.



Fuente: Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación 2019²⁹.
Pág.242.

Según datos del Informe anual de la CNMV de 2019, las materias más consultadas en dicho ejercicio fueron las relacionadas con las propias **funciones y los servicios asistenciales de la propia Comisión**, lo que refuerza su acercamiento al ciudadano, pero al mismo tiempo demuestra que éste tiene todavía un alto grado de desconocimiento sobre la dinámica de servicios que la Comisión ofrece. Este punto ha de ser incluido entre los objetivos de mejora de la CNMV.

²⁹Disponible en:

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2019_Resumen.pdf

El siguiente cuadro muestra la evolución de las reclamaciones presentadas ante el servicio de atención al cliente de la CNMV durante los ejercicios 2017 a 2019.

Cuadro nº 1: Reclamaciones tramitadas por la CNMV según tipo de resolución dictada.

Número de reclamaciones y quejas		2017		2018		2019		% var. 19/18
		N.º	%	N.º	%	N.º	%	
Registradas en el Servicio de Reclamaciones de la CNMV		998	-	1.018	-	1.077	-	5,8
No admitidas a trámite		407	-	348	-	345	-	-0,9
Tramitadas sin Informe final motivado		108	16,3	107	54,6	129	53,3	20,6
Allanamiento o avenimiento		73	11,0	97	49,5	112	46,3	15,5
Desistimiento		21	3,2	7	3,6	12	5,0	71,4
Inadmisión sobrevenida		14	2,1	3	1,5	5	2,1	66,7
Tramitadas con Informe final motivado		555	83,7	590	301,0	557	230,2	-5,6
Informe favorable al reclamante		301	45,4	353	180,1	285	117,8	-19,3
Informe desfavorable al reclamante		254	38,3	237	120,9	272	112,4	14,8
Total tramitadas		663	100,0	697	355,6	686	283,5	-1,6
En trámite al cierre del ejercicio		223	-	196	-	242	-	23,5

Fuente: Informe Anual de la CNMV 2019 sobre los mercados de valores y su actuación. Pág. 240.

Como se puede observar, el número total de reclamaciones ha ido incrementando en estos tres ejercicios de forma sucesiva, sin embargo, el número de reclamaciones con informe final motivado para el reclamante ha disminuido un 5,6 % si ponemos en relación el ejercicio 2018 y 2019.

1.2.1.4 De la supervisión e inspección sectorial a los nuevos modelos de supervisión

En España seguimos un sistema de supervisión sectorial, dado que existe una separación por sectores de la supervisión, en materia de banca, mercado de valores y seguros.

Podemos definir el concepto de ordenamiento sectorial siguiendo a Recoder,³⁰ destacando la existencia de una actividad con un supervisor jerárquico, con unos objetivos y criterios de organización comunes:

*“Se considera ordenamiento sectorial a un grupo organizado del que necesariamente son parte **las personas y entidades que desarrollan la misma actividad**, y que está dirigida por una autoridad que se sitúa en la cima. En el seno de este ordenamiento funciona una solidaridad propia de la misma organización, derivada, a su vez, de la **existencia de unos objetivos comunes** a todos sus miembros”. (RECODER VALLINA, 2018:50)*

El ejercicio de la potestad de inspección y supervisión requiere de previa habilitación legal para su ejercicio, requisito del que se deriva la existencia de una relación de sujeción especial entre la CNMV y los sujetos que interactúan con ella, aunque algunos autores mantienen que no cabe hablar de una relación de sujeción especial en el ámbito bancario.

Así lo considera López Benítez³¹, quien opina que las entidades de crédito, entre otras, son sujetos privados que se relacionan con la Administración por la vía ordinaria del control y la ordenación.

No obstante, en el ámbito del mercado de valores la jurisprudencia mayor ha consolidado la existencia de una relación de sujeción especial, como confirman, entre otras, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de octubre de 2014, Sala de lo Contencioso- Administrativo, Sección 6ª, Recurso nº 539/99, FJº4:

“CUARTO. - Así las cosas, hemos de examinar las alegaciones actoras:

*A) Se afirma que respecto a todas las infracciones se incumple el **principio de reserva de Ley** establecido en el artículo 25 de la Constitución, pues la llamada **colaboración** con la Ley de **norma reglamentaria** se hace desde tipos legales abiertos, sin que los mismos contengan los elementos esenciales de la conducta constitutiva de la infracción.*

³⁰ Recoder Vallina, T. Ob. Cit. Pág. 50.

³¹ López Benítez, M. (1994). “Naturaleza y presupuestos constitucionales de las relaciones especiales de sujeción”. Universidad de Córdoba. Madrid. Civitas. Pág. 240.

*Esta Sala ha tenido ocasión de pronunciarse con anterioridad con respecto este problema. Hemos declarado que, si bien es cierta la anterior doctrina recogida por el Tribunal Constitucional, no lo es menos que en el presente caso nos encontramos ante situaciones regidas por **relaciones jurídicas de supremacía especial**. Efectivamente, la **CNMV**, es un órgano de regulación que supervisa en el ámbito del mercado bursátil, el correcto y legal comportamiento de quienes operan en él. Por ello, la posición de tal ente administrativo lo es de **supremacía especial** con respecto al resto de tales operadores.*

*También es doctrina del Tribunal Constitucional, que cuando nos encontramos ante relaciones de sujeción especial, el **principio de reserva legal en materia sancionadora administrativa** sufre modulaciones, suavizándose, de suerte que los estrictos requisitos de concreción del tipo legal se relajan, **admitiendo la colaboración de la norma reglamentaria de forma más intensa**".*

En el mismo sentido, destaca la Sentencia de la Audiencia Nacional de 18 de diciembre de 2002, Sala de lo Contencioso- Administrativo, Sección 6ª, Recurso nº 482/99 (FJ3º).

Como ya se ha apuntado, uno de los retos a los que se habrá de enfrentar la CNMV en los próximos años será la adaptación de la supervisión financiera nacional a los nuevos requerimientos europeos.

Dentro de los tres modelos de supervisión existentes: supervisor único, sistema dual o "twin peaks" y sistema de tres pilares, o sectorial, el gobierno español parece haber optado por el segundo. El nuevo modelo supondrá encargar al Banco de España la supervisión microprudencial y de solvencia, mientras que la CNMV deberá encargarse del adecuado cumplimiento de las normas de conducta de todos los actores que intervengan en el mercado.

El siguiente cuadro muestra la diversidad de sistemas de supervisión seguidos por los países europeos.

Cuadro nº2: Sistemas de supervisión europeos.

SUPERVISORES ÚNICOS O INTEGRADOS
Alemania
Austria
Bélgica
Dinamarca
Estonia
Hungría

Irlanda
Islandia
Letonia
Liechtenstein
Malta
Noruega
Reino Unido
Suecia

SISTEMA DE TRES PILARES	Bancos	Valores	Seguros
Eslovenia	BC		
España	BC		
Francia	BC		
Grecia	BC		Gobierno
Italia	BC		
Lituania	BC		
Polonia	BC		
Portugal	BC		
República Checa	BC		Gobierno
OTROS SISTEMAS			
Chipre	BC	V+S	V+S
Eslovaquia	BC	V+S	V+S
Finlandia	Supervisor bancario	Supervisor bancario	S
Luxemburgo	Supervisor bancario	Supervisor bancario	S
Países Bajos	BC	V	BC
CAMBIOS FUTUROS AL MODELO TWIN PEAKS			
España	BC	V	BC
Italia	BC	V	BC
Portugal	BC	V	BC

BC: Banco Central; V: Supervisor de valores; S: Supervisor de seguros

Fuente: elaboración propia a partir de los datos contenidos en www.cnmv.es

Podemos observar que el modelo de supervisión único integrado es el más empleado entre los países europeos, aunque en los países de la Unión Europea predomina el llamado sistema de los “tres pilares”.

Italia, junto con España y Portugal, serán los próximos países que transformarán sus sistemas de supervisión nacionales al nuevo modelo “*twin peaks*”, siguiendo las recomendaciones internacionales de IOSCO.

1.3 ÁMBITO COMPETENCIAL ESTATAL Y AUTONÓMICO.

1.3.1 *Delimitación de las competencias estatales y autonómicas*

Nuestro sistema de organización territorial del Estado de las Autonomías configurado en la Constitución de 1978 hace necesario que hagamos una delimitación sobre la atribución de competencias de supervisión e inspección, y por ende sanción, que corresponde a cada una de nuestras administraciones en materia de mercado de valores.

A partir de los años 80, con la creciente y paulatina integración de los mercados, la corriente doctrinal mayoritaria vio la necesidad de propiciar la unidad en el marco territorial del mercado de valores en el que ya convivían varias Bolsas descentralizadas, Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

Gracias al Real Decreto 650/1988, de 24 de junio, se efectuaron modificaciones del entonces vigente Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio³², para facilitar el cruce de operaciones entre agentes de distintas Bolsas, así como en lo relativo a la determinación del sistema de cotización oficial.

Siguiendo a la Profesora Recoder,³³ “*la Constitución de 1978 no contiene ninguna referencia expresa a los mercados de valores ni a concepto equivalente, quizá debido a la pequeña relevancia del mercado de valores en aquel momento, y a la falta de visión de futuro del constituyente*”. (RECODER VALLINA, 2019: 57)

Habrà que esperar a que la doctrina del Tribunal Constitucional, en sentencias como la STC de 2 de agosto de 1983, esclarezca la delimitación competencial del mercado de valores. De la lectura conjunta de los artículos 131 y 149.1.11 y 149.1.13 de nuestra Constitución, (CE), se infiere que el Estado tiene capacidad de intervención en todos los sectores de la economía, entre los que se encuentran el **mercado de valores**, al identificarse éste con la noción de crédito, incardinada en el mencionado artículo 149.1.11 CE³⁴.

³² Reglamento aprobado por Real Decreto 1506/1967, de 30 de junio.

³³ Recoder Vallina, Ob. Cit. Pág. 57

³⁴ Artículo 149.1 CE: El Estado tiene competencia exclusiva sobre las siguientes materias:

Estos preceptos, según interpretación jurisprudencial, nos llevan a determinar que los mercados de capitales son competencia compartida entre el Estado y las Comunidades Autónomas. La STC 1/1982 señalaría ya con carácter anterior, que *“esta exigencia de que el **orden económico nacional** sea **único** en todo el ámbito del Estado es más imperiosa en aquéllos como el nuestro, que tienen una estructura interna no uniforme, sino plural, desde el punto de vista su organización territorial (...)”*.

Hoy en día, esta cuestión, como otros títulos competenciales del Estado de las Autonomías, siguen sin estar resueltas con carácter definitivo, y no son pocos los conflictos positivos de competencia planteados por aquellos territorios con mayor cota de autonomía, en su objetivo de ganarle al Estado competencias como la de la legislación mercantil, la ordenación del crédito, y la planificación general de la economía.

Los Tribunales han venido a confirmar esta competencia exclusiva de la CNMV en relación con la supervisión administrativa del mercado de valores. Así las cosas, el **Tribunal Superior de Justicia de Andalucía**, sede de Sevilla, en su sentencia de 4 de febrero de 2016, Sala de lo Contencioso- Administrativo, Sección nº2, recurso Nº 251/2014, en su Fundamento Jurídico Quinto, expone lo siguiente:

*“QUINTO. - Asiste razón derecha a la parte actora, en su consideración de la **falta de competencia objetiva de la Junta de Andalucía para el ejercicio de la potestad sancionadora, por mor del principio de especialidad.***

*Efectivamente, el conflicto de normas para el ejercicio de la potestad sancionadora de la Administración ha de resolverse con la ayuda del mencionado **principio de especialidad.** No se trata de la protección de consumidores y usuarios en general, sino a través de una **ley especial de protección a los inversores**”.*

Comprobamos por tanto que el sector del mercado de valores tiene una sustantividad propia de carácter particular, siempre bajo el principio de especialidad que rige la actividad del mercado de valores.

11.ª Sistema monetario: divisas, cambio y convertibilidad; bases de la ordenación de crédito, banca y seguros.

13.ª Bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica.

1.3.2 Distribución de competencias entre autoridades financieras: Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

Nuestro sector financiero, además de contar con unas notas organizativas propias de su sistema de organización territorial, tal y como hemos comentado con carácter anterior, realiza una supervisión con carácter sectorial. Las tradicionales funciones de supervisión sobre solvencia, conducta y protección al inversor las realiza a través de tres instituciones independientes, que en ciertas ocasiones han de coordinarse en el ejercicio de sus tareas: Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

El Banco de España, a través de la Ley 10/2014 de 26 de junio de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades de Crédito, (LOSSEC), tiene atribuidas las competencias supervisoras y sancionadoras de la solvencia de las entidades de crédito y también de su conducta.

También supervisa la comercialización de productos de préstamo y depósito de carácter bancario. No obstante, el artículo 7.9 de la Ley 13/1994 de Autonomía del Banco de España, determina que la **actividad supervisora del Banco de España** se efectuará *“sin perjuicio de la función de supervisión prudencial llevada a cabo por las Comunidades Autónomas en el ámbito de sus competencias, y de la cooperación de éstas con el Banco en el ejercicio de tales competencias autonómicas de supervisión”*.

La CNMV desarrolla su labor de supervisión en los mercados de valores, al tiempo que supervisa la solvencia de ESIS, emisores y resto de actores del mercado de valores, así como la aplicación de las normas de conducta por parte de los intermediarios financieros. Asimismo, se encarga de supervisar la correcta comercialización de los instrumentos financieros recogidos en la actual Ley de Mercado de Valores.

La Ley 5/2015 de Fomento de Financiación Empresarial, en su artículo 90.5 así como el artículo 233.5 del Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores, establece mecanismos de cooperación y coordinación entre ambas entidades para el ejercicio de sus funciones de supervisión, sobre todo, en las obligaciones de información y comunicación de ambas entidades, así como en la elaboración de informes preceptivos y no vinculantes que son requeridos en el procedimiento sancionador.

Según el tenor del artículo 233.5 TRLMV, la CNMV y el Banco de España, deberán suscribir convenios con el objetivo de coordinar las respectivas competencias de supervisión e inspección.

233.5. “(..) En todos los casos de confluencia de competencias de supervisión e inspección entre la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, ambas instituciones **coordinarán sus actuaciones bajo el principio de que la tutela del funcionamiento de los mercados de valores, incluyendo las cuestiones de organización interna señaladas en el artículo 193.2, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, y la tutela de la solvencia así como las restantes cuestiones de organización interna recaen sobre la institución que mantenga el correspondiente registro”.

Sin embargo, el artículo 273.b TRLMV establece que son obligatorios los informes en caso de encontrarnos ante infracciones tipificadas como graves o muy graves, donde el sujeto infractor sea una entidad de crédito.

Por último, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, organismo dependiente del Ministerio de asuntos Económicos y Transformación Digital, que no goza de independencia, se encarga, por su parte, de supervisar el cumplimiento de las normas de solvencia y de conducta de las compañías de seguros, fondos de pensiones y gestoras de éstos últimos.

Según el Informe de Oliver Wyman sobre la comparativa de la CNMV con otros reguladores del sector financiero:

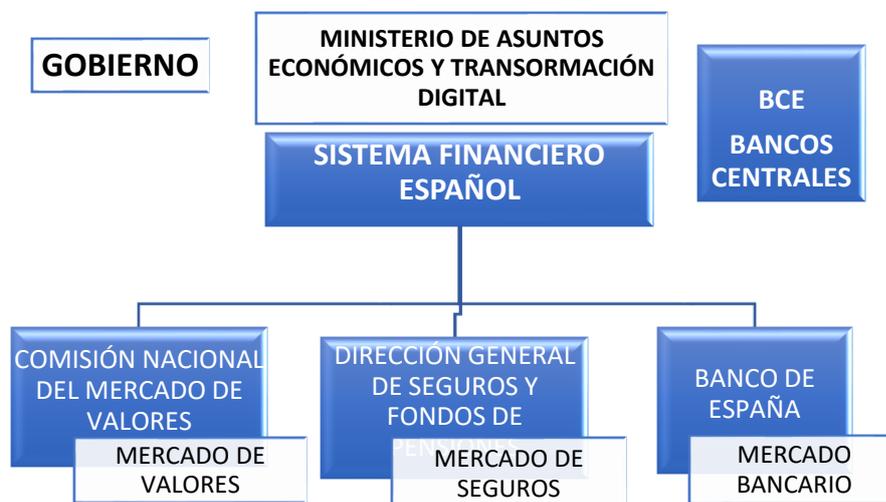
*“La CNMV se encuentra entre los **reguladores líderes en coordinación con organismos nacionales**, como las agencias gubernamentales, otros reguladores, entidades supervisadas, organismos profesionales o medios de comunicación”³⁵.*

La reciente preocupación por la protección del consumidor y la transparencia en la compraventa de productos financieros ha llevado a que estos organismos cuenten con un servicio de atención al cliente de carácter perceptivo, pero no vinculante. Su asistencia al cliente será valorada positivamente por los Tribunales si este remedio extrajudicial no solventa los problemas del ciudadano. Con el siguiente gráfico podemos diferenciar las diferentes áreas en las que se divide el sector financiero en nuestro país.

³⁵ Informe Oliver Wyman sobre la eficiencia organizativa de la CNMV en comparación con los reguladores del sector financiero, 2018. Pág. VII. Disponible en:

https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Informes-sobre-CNMV/Informe_Oliver_Wyman.pdf

Gráfico nº4: Sectores del Sistema Financiero español.



Fuente: Elaboración propia

Dentro de las actividades de la CNMV, “la supervisión de los mercados de valores y el mercado son el núcleo del mandato de la CNMV, y se llevan a cabo en toda la cadena de valor³⁶”. Esto confirma que la supervisión es un proceso transversal dentro de toda la actividad que lleva a cabo la Comisión.

1.4 FUNCIONES DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN

1.4.1 Límites y condiciones de la potestad de supervisión e inspección de la CNMV

Una primera aproximación al análisis de las funciones de supervisión e inspección de la CNMV, debemos obtenerla mediante la correcta comprensión del concepto de “límite” y de “condición”.

Según la Real Academia de la Lengua Española, en adelante “RAE”, un **límite**, en su primera acepción, es una **“línea real o imaginaria que separa dos terrenos, dos países, dos territorios”**. En su segunda acepción de límite encontramos los sinónimos “fin” y “término”. Este concepto, aplicado al ámbito de la supervisión del mercado de valores, hemos de considerar que determina aquellas actividades que han de entenderse como supervisión e inspección, por ser competencias legalmente atribuidas a la CNMV, dibujando un mapa de actuación del que la CNMV deberá seguir en el ejercicio de sus potestades.

³⁶ Informe Oliver Wyman 2018. Ob. Cit. Pág. IX.

Por su parte, el concepto de “**condiciones**” según la RAE, es más complejo. En su primera acepción se señala como significado del singular, condición, “*indole, naturaleza o propiedad de las cosas*”. Prosigue con la acepción de “*natural, carácter o genio de las personas*”, y “*estado, situación especial en que se halla alguien o algo, “constitución primitiva y fundamental de un pueblo*”.

Tenemos que llegar a la quinta de sus acepciones para encontrar otra de sus definiciones más comunes: “**situación o circunstancia indispensable para la existencia de otra**”. Debemos prestar especial atención en nuestro estudio a este concepto, en orden a determinar cuáles son estas condiciones que hacen que la supervisión e inspección sean potestades propias de la CNMV, para poder dar respuesta a su significado tanto en singular como en plural.

Haciendo una definición sintética de las definiciones que nos proporciona la RAE, elaboramos un concepto legal de condición que puede expresarse como “**situación o circunstancia, característica y propiedades necesarias para la realización o buen fin de un proceso**”, proceso que identificamos con la supervisión e inspección.

1.4.1.1. Clases de límites en el ejercicio de las potestades de supervisión e inspección

1.4.1.1.1 Límites legales

La **Constitución Española** es la primera de las fuentes de nuestro ordenamiento jurídico, y, por tanto, la norma básica que va a determinar la regulación que afecta al mercado de valores.

El modelo económico de nuestra Constitución, como bien señala Tapia Hermida, está constitucionalmente definido:

*“Responde a un sistema de **economía de mercado** en el que la actividad de los mercados de valores es una actividad privada sometida a control público. Así, la Constitución, en sus artículos 1, 7, 9, 33, 48 y 128, que conforman el conjunto de la denominada “Constitución Económica”, reconoce la legitimidad de la **intervención pública** en el sector financiero, de tal manera que los ciudadanos tienen derecho a desarrollar la actividad privada, siendo dicha **libertad de empresa** financiera compatible con el sometimiento de las actividades de intermediación en el mercado de instrumentos financieros a una autorización administrativa”.*³⁷ (TAPIA HERMIDA, 2015: 258-259)

³⁷ Tapia Hermida. Alberto J. (2015) “Manual del Derecho del Mercado Financiero”. Iustel. Págs. 258-259.

Incardinados en nuestra Constitución, están los llamados **Derechos Fundamentales**, recogidos en el Título I, Capítulo 2º, en los artículos 14 a 29 CE. Entre ellos se encuentra el derecho de igualdad ante la Ley, artículo 14, el derecho a la libertad ideológica o libertad de expresión, artículos 16 y 20, respectivamente, y el **derecho al honor y a la intimidad personal y familiar**, artículo 18³⁸, que tendrá especial relevancia en la actuación supervisora e inspectora de la CNMV, y que desarrollaremos al hablar de la confidencialidad y deber de secreto de la Comisión.

Las disposiciones de carácter legal que afecten a la supervisión e inspección del mercado de valores, así como a la potestad de sanción deberán cuidar el respeto del contenido de todos estos derechos constitucionales, que constituirán límites o una suerte de líneas rojas infranqueables.

A continuación, los límites de las competencias de supervisión e inspección de la CNMV son aquellos legalmente establecidos en disposiciones de carácter legal.

En primer lugar, tenemos el **Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores**, cuyo contenido es capital tanto en la configuración de la CNMV como órgano de derecho público con personalidad jurídica privada, como en la determinación de las actividades que puede realizar en el desarrollo de esta atribución funcional.

El contenido del **Reglamento de Régimen interior de la CNMV** aprobado por Resolución del Consejo del citado organismo el 19 de diciembre de 2019, será otro de los contornos legales que la Comisión habrá de respetar.

La CNMV es el sujeto encargado de la supervisión e inspección del mercado de valores. Es un ente de derecho público con personalidad jurídica propia³⁹, que encaja en lo que hemos definido como Administración Independiente, donde existe dependencia jerárquica del Estado, pero autonomía funcional.

Tiene, por tanto, una naturaleza jurídica concreta, que constituye uno de los primeros límites de la actividad supervisora, puesto que sólo puede ser ejercido por ella, aunque como hemos visto, precisa la coordinación con el Banco de España en ciertos casos.

³⁸ Artículo 18 CE: “1. Se garantiza el derecho al honor, a la intimidad personal y familiar y a la propia imagen. 2. El domicilio es inviolable. Ninguna entrada o registro podrá hacerse en él sin consentimiento del titular o resolución judicial, salvo en caso de flagrante delito. 3. Se garantiza el secreto de las comunicaciones y, en especial, de las postales, telegráficas y telefónicas, salvo resolución judicial. 4. La ley limitará el uso de la informática para garantizar el honor y la intimidad personal y familiar de los ciudadanos y el pleno ejercicio de sus derechos”.

³⁹Artículo 16 TRLMV.

Las funciones legalmente atribuidas a la CNMV para el desarrollo de sus potestades son otro límite de importancia capital para entender los límites de la supervisión e inspección. Para conocer dichas funciones nos remitimos al artículo 17 del TRLMV:

*“1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores es el **órgano competente en materia de supervisión e inspección de los mercados de valores** y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, del ejercicio sobre ellas de la **potestad sancionadora** y de las demás funciones que se le atribuyen en esta ley.*

*2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores **velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores**, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.*

*3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores **asesorará al Gobierno y al Ministerio de Economía y Competitividad** y, en su caso, a los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas en las materias relacionadas con los mercados de valores, a petición de los mismos o por iniciativa propia. Podrá también **elegir a aquéllas propuestas sobre las medidas o disposiciones relacionadas con los mercados de valores que estime necesarias**. Elaborará y dará publicidad a **un informe anual** en el que se refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores.*

*4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores elevará anualmente a la Comisión de Economía y Competitividad del Congreso de los Diputados, **un informe sobre el desarrollo de sus actividades y sobre la situación de los mercados financieros organizados**. El Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores comparecerá ante la citada Comisión del Congreso para dar cuenta de tal informe, así como cuantas veces sea requerido para ello, (...)”.*

No obstante, este artículo ha de interpretarse de forma conjunta con el artículo 234 del mismo cuerpo legal, para poder comprender el alcance de la supervisión e inspección. Así las cosas, podemos interpretar que su potestad supervisora e inspectora no está completamente delimitada, sino que contiene una cláusula abierta al recoger el propio artículo 234.1 TRLMV: **“La CNMV dispondrá de todas las facultades de supervisión e inspección necesarias para el ejercicio de sus funciones”**, y el numeral siguiente, 234.2 TRLMV: **“En la forma y con las limitaciones establecidas en el ordenamiento jurídico, las facultades de supervisión e inspección incluirán al menos, las siguientes potestades”**.

Parece que el legislador, en la delimitación de funciones de la CNMV, quiere **dejar abierta la posibilidad de que se realicen actividades de supervisión auxiliares o complementarias**, dando lugar a cierta inseguridad jurídica para el supervisado. En

la práctica se plantearán situaciones en las que el despliegue de su actividad supervisora roce los límites constitucionales previstos, y en otras, como la congelación de activos, que tendrá que pedir auxilio judicial para llevar a cabo actuaciones, que cautelares o no, precisan autorización de un juez ante una eventual vulneración de derechos fundamentales. El hecho de no cerrar con más vehemencia el límite de las facultades de inspección y supervisión, va a originar que en muchos casos sea el control judicial el que determine si la CNMV ha actuado o no conforme a Derecho.

Las **facultades** que se atribuyen a la CNMV para el ejercicio de su potestad pueden clasificarse según Laguna de Paz⁴⁰, en tres grandes grupos: información e inspección, control y autorización, así como medidas preventivas y correctoras. Todas ellas serán objeto de estudio en el Capítulo 2, tanto desde el punto de vista teórico, como desde su desarrollo en la práctica, cuyo reflejo lo encontramos en los Informes anuales sobre los mercados de valores y su actuación, informes que son perceptivos y que se han de presentar ante el Gobierno.

Existe, por tanto, además del control judicial, el **control gubernamental**, que fiscaliza la actividad de la CNMV de forma directa tal y como previene el mencionado artículo 16 del TRLMV, que veremos con mayor detalle a continuación.

Otro de los límites más importantes que existen en la actividad de la CNMV son los **sujetos** sobre los que puede desplegar sus potestades de supervisión e inspección. Según recoge información corporativa de la propia web de la Comisión⁴¹:

*“La acción de la Comisión se proyecta principalmente sobre **las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública**, sobre los mercados secundarios de valores, y sobre las **empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva**. Sobre estas últimas, así como sobre los mercados secundarios de valores, la CNMV ejerce una **supervisión prudencial**, que garantiza la seguridad de sus transacciones y la solvencia del sistema”.*

Para poder conocer con más detalle el **conjunto de sujetos** sobre los que despliega tales potestades, hemos de acudir al artículo 233 del TRLMV⁴², en el que se detallan las personas y entidades sobre las que actúa la potestad de supervisión e inspección de la CNMV, entre las que destacamos las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, sistemas multilaterales de negociación, sistemas organizados

⁴⁰ Laguna de Paz. Ob. Cit. Pág. 10.

⁴¹ Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>

⁴² Artículo 233 TRLMV: Ámbito de supervisión, inspección y sanción.

de contratación, entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores, la Sociedad de Bolsas, empresas de servicios de inversión, fondo de garantía de inversiones, (FOGAIN), y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

Dichas personas y entidades, que estudiaremos con mayor precisión en el Capítulo 2, son las que vienen reproducidas en **artículo 29 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV**⁴³:

- *“Las **empresas de servicios de inversión españolas**, extendiéndose esta competencia a cualquier oficina o centro dentro o fuera del territorio nacional y las empresas de servicios de inversión no comunitarias que operen en España.*
- *Los **grupos consolidables** de empresas de servicios de inversión y los conglomerados financieros.*
- *Las **empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea que operen en España**, incluyendo sus agentes vinculados y sucursales en territorio nacional, así como las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otro estado miembro de la Unión Europea.*
- *Los **agentes de las entidades** que presten servicios de inversión.*
- *Las **entidades de crédito y sus agentes, en las actuaciones que lleven a cabo dentro del mercado de valores**, así como las entidades de crédito no comunitarias que operen en España.*
- *Las **instituciones de inversión colectiva, sus sociedades gestoras y agentes**, así como los depositarios.*
- *Las **entidades de capital-riesgo**, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, sus sociedades gestoras y los depositarios, en su caso.*
- *Las sociedades **gestoras de los fondos de garantía de inversiones**.*
- *Las **plataformas de financiación participativa**.*
- *Las **sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación las entidades de contrapartida central**, y los depositarios centrales de valores.*
- *La **Sociedad de Bolsas** y las sociedades que tengan la titularidad de la totalidad de las acciones o de una participación que atribuya el control, directo o indirecto, de las entidades previstas en la letra anterior.*

⁴³ Resolución de 19 de diciembre de 2019, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión. Publicado en el «BOE» núm. 312, de 28/12/2019.

- *Los **emisores de valores**, en las actuaciones relacionadas con los mercados de valores.*
- *Los **miembros de cualquier mercado secundario oficial** o las entidades que compensen o liquiden sus operaciones.*
- *Las demás entidades o personas mencionadas en el artículo 233 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.*
- *Los **fondos de titulización, fondos de activos bancarios** y las sociedades gestoras que los administren.*
- *Las **agencias de calificación crediticia**, emisores y originadores de fondos de titulización.*
- *Las **demás personas físicas o jurídicas** en cuanto a sus **actividades relacionadas con los mercados de valores**.*
- *Las entidades de interés público por sus obligaciones con relación a la composición y atribución de funciones de la comisión de auditoría.*
- *Las personas físicas o jurídicas que infrinjan las reservas de actividad y denominación previstas en la normativa vigente”.*

En cuanto al **objeto** sobre el que la CNMV despliega sus actividades de supervisión e inspección, el sustrato material que constituye la actividad que supervisa, viene conformado por los instrumentos financieros y los valores negociables, todos ellos recogidos en el **artículo 2 del TRLMV⁴⁴**. Destacamos entre ellos, los bonos, acciones, instrumentos del mercado monetario como las Letras del Tesoro y los contratos de opciones, futuros y permutas.

Cualquier valor o instrumento que no esté contenido en dicho artículo, no podrá ser objeto de supervisión o inspección por parte del CNMV, por lo que el objeto sobre el que despliega sus funciones constituye un importante límite que estudiaremos en el Capítulo 2.

Las personas que ostenten cargo alguno en la CNMV estarán sujetas además a un deber de **confidencialidad**. Éste constituye un límite muy importante, que debemos tener presente, en conexión con las labores de supervisión e inspección de la CNMV, cuando supervisa el uso inadecuado de información privilegiada, arbitrando toda una serie de mecanismos y procedimientos para salvaguardar este derecho al secreto de información confidencial.

También el propio art 248 del TRLMV⁴⁵ establece las previsiones del deber de secreto y la confidencialidad de la información obtenida por la CNMV en el ejercicio

⁴⁴ Artículo 2 TRLMV: Instrumentos financieros sujetos a esta Ley,

⁴⁵ Artículo 248 TRLMV Secreto profesional: 1. *Las informaciones o datos confidenciales que la CNMV u otras autoridades competentes hayan recibido en el ejercicio de sus funciones relacionadas con la*

de sus funciones, estableciendo una serie de excepciones cuando dicho deber colisiona con el principio de publicidad que ha de regir en sus actuaciones, puesto de manifiesto a través de, por ejemplo, en el deber de publicar las sanciones con la identidad del infractor.

El artículo 10.3 del Régimen de Funcionamiento Interior de la CNMV, incide de nuevo en el deber de guardar secreto sobre las actuaciones que lleve a cabo el personal a su servicio.

El **artículo 2 del Reglamento del Régimen Interior de la CNMV** establece otros dos límites importantes. El primero, es el relativo a las normas que ha de seguir el organismo en sus trámites administrativos para todo lo no contemplado en el TRLMV. Este artículo 2 hace una **remisión al procedimiento administrativo común**, contenido en la ley 39/2015 de 1 de octubre, así como al texto que regula el régimen jurídico del sector público, mediante la ley 40/2015 de 1 de octubre. La sujeción a estos cuerpos normativos es un límite muy importante, al que la CNMV habrá de ajustar el ejercicio de sus actuaciones.

En segundo lugar, el mismo artículo, en su punto número 2, determina que los contratos celebrados al amparo de la CNMV serán conforme al contenido de la **ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público**, tal y como determina el artículo 16.3 de la Ley de Mercado de Valores.

El contenido del Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores recoge como límite también, las **características que ha de reunir el personal al servicio de la CNMV** en su artículo 18. Será personal vinculado por una relación sujeta a las normas de derecho laboral, donde el proceso de selección se efectuará a través de convocatorias públicas de acuerdo con sistemas basados en los principios de mérito y capacidad. No obstante, el régimen interior de la CNMV vendrá determinado por un reglamento que articulará su estructura interna y la composición de su personal directivo, tal y como prevé el artículo 20 TRLMV.

La **capacidad normativa de la CNMV** es uno de sus grandes límites en el ejercicio de sus funciones, cuyo contenido está determinado en el artículo 21 del TRLMV, que se analizará más adelante.

*supervisión e inspección previstas en esta u otras leyes o en normativa europea **no podrán ser divulgados a ninguna persona o autoridad**. La reserva se entenderá levantada desde el momento en que los interesados hagan públicos los hechos a que aquella se refiera.*

*Sin perjuicio de lo dispuesto en este artículo y de los supuestos contemplados por el derecho penal o fiscal, **ninguna información confidencial que pueda recibir en el ejercicio de sus funciones podrá ser divulgada a persona o autoridad alguna**, salvo de forma genérica o colectiva que impida la identificación concreta de las empresas de servicios y actividades de inversión, organismos rectores de los mercados, mercados regulados o cualquier otra persona a que se refiera esta información*

El **Código General de Conducta** para los miembros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, aprobado el día 4 de noviembre de 2003, constituye otro límite con obligaciones infranqueables de conducta y comportamiento para todos aquéllos que participen del ejercicio de la actividad de la Comisión.

Una última cuestión relacionada con el personal al servicio de la CNMV consiste en el **valor probatorio de su actividad**, así como la calidad de autoridad que tienen, al menos los funcionarios, en el ejercicio de sus funciones públicas. En cuanto a la condición de autoridad, el Código Penal⁴⁶ en este sentido, si reconoce el estatus de autoridad pública al funcionariado durante el ejercicio de sus funciones. No obstante, esta es una cuestión no exenta de controversia, con distintas interpretaciones.

La presunción de veracidad de las actas de inspección está admitida por el Tribunal Constitucional, pese a que sigue siendo una cuestión controvertida. En opinión de Rebollo Puig, estamos ante una presunción acotada, que debe de cumplir varios requisitos:

*“La **presunción de veracidad** sólo puede considerarse **constitucional a condición de que no restrinja la posibilidad de aportar o solicitar y practicar pruebas**, ni la valoración conjunta de todas, sin exigir que las contrarias a lo reflejado en las actas hayan de ser concluyentes para desvirtuarlas”⁴⁷. (REBOLLO PUIG, 2018: 19)*

1.4.1.1.2 Límites gubernamentales

El gobierno ha de respetar la autonomía funcional de la CNMV, por lo que, junto al Ministerio de Economía, deberá actuar en la esfera del mercado de valores cuando el TRLMV le habilite para ello, según el contenido del artículo 16.6 del TRLMV, con estricto respeto a su independencia en el ejercicio de sus funciones de inspección y supervisión. Esta autonomía también se predica en el artículo 1.2 del Reglamento de Régimen Interior de la Comisión aprobado en 2019.

A pesar de esta denominada **“independencia”**, el control gubernamental existe de facto, puesto que los miembros del Consejo de la CNMV, según la estructura organizativa prevista en el artículo 20 del TRLMV, cuyos componentes son nombrados por el Gobierno o el Ministro de Economía, estarán sujetos al régimen

⁴⁶ Artículo 550 del Código Penal: “Son reos de atentado los que agredieren o, con intimidación grave o violencia, opusieren resistencia grave a la autoridad, a sus agentes o funcionarios públicos, o los acometieren, cuando se hallen en el ejercicio de las funciones de sus cargos”.

⁴⁷ Rebollo Puig. Ob. Cit. Pág.19

de incompatibilidades de Altos Cargos de la Administración, según prevé el artículo 29 del mismo TRLMV.

El gobierno, además, controla con carácter anual el ejercicio de la actividad supervisora e inspectora de la CNMV, puesto que ésta debe remitir un Informe Anual a la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados, según establece el artículo 17 del TRLMV.

El presidente de la CNMV comparecerá ante la citada Comisión para dar cuenta del Informe, que ha de incluir una memoria o resumen de la actividad supervisora e inspectora efectuada, para que el Gobierno pueda valorar la eficacia y eficiencia de las medidas e intervenciones efectuadas. Dicho Informe ha de ser aprobado por el Consejo de la CNMV, remitiéndose posteriormente a las Cortes Generales y al Gobierno, quien además estudia el contenido del Informe del órgano de control interno de la CNMV, para valorar la idoneidad de sus actuaciones.

El **presupuesto y su control** económico financiero es otra de las limitaciones gubernamentales con las que cuenta el ejercicio de la actividad de la CNMV. El artículo 19.1 del TRLMV dispone que:

*“La Comisión Nacional del Mercado de Valores **elaborará anualmente un anteproyecto de presupuesto**, con la estructura que señale el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, y lo remitirá a éste para su **elevación al Acuerdo del Gobierno y posterior remisión a las Cortes Generales, integrado en los Presupuestos Generales del Estado**. Las variaciones en el presupuesto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores serán autorizadas por el Ministro de Hacienda y Administraciones Públicas, cuando su importe no exceda de un 5 por ciento del mismo, y por el Gobierno, en los demás casos”.*

La ejecución del presupuesto será supervisada por la Intervención General del Estado mediante procedimientos de auditoría, o comprobaciones periódicas, sin perjuicio de las funciones que pudieran corresponder al **Tribunal de Cuentas**. A mayor abundamiento, el artículo 2.4 del Régimen Interior de la CNMV, determina que le será de aplicación las disposiciones de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, teniendo presente que la CNMV goza de autonomía financiera.

Observamos, por tanto, que hay una fuerte fiscalización de su actividad por parte del Gobierno, a pesar de que cuente con cierta discrecionalidad para llevar a cabo las potestades que se le atribuyen sobre el mercado de valores.

1.4.1.1.3 Límites judiciales

En último lugar, como elemento propio de nuestro Estado de Derecho y de la **separación de poderes** que rige nuestro sistema jurídico, encontramos la actuación de los Tribunales, como límite a la actividad supervisora e inspectora de la CNMV.

El artículo 22 del TRLMV, denominado “*Recursos contra Disposiciones y resoluciones de la CNMV*”, dispone lo siguiente:

*“1. Las **disposiciones y resoluciones** que dicte la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el ejercicio de las potestades administrativas que se le confieren en esta ley **pondrán fin a la vía administrativa y serán recurribles en vía contencioso-administrativa.***

*2. No obstante, **se exceptúan** de la regla prevista en el apartado anterior:*

*a) Las resoluciones que dicte en **materia sancionadora**, cuyo régimen será el previsto en el artículo 273.*

*b) Las resoluciones que dicte en materia de **intervención y sustitución de administradores**, cuyo régimen será el previsto en el artículo 311.*

Mediante este sistema de acceso a la **jurisdicción Contencioso- Administrativa**, se da cumplimiento al contenido constitucional de derecho a la tutela judicial efectiva recogido en el artículo 24.2 de nuestra Carta Magna.

Por su parte, el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, reitera el mismo contenido en su artículo 2. De su lectura conjunta inferimos que, tras el agotamiento de la vía administrativa ante la Comisión, hemos de recurrir a la vía judicial, ante un concreto orden jurisdiccional denominado “*Contencioso – Administrativo*”, salvo en materia sancionadora, donde se debe recurrir en alzada ante el Ministerio.

El resto de las resoluciones de la CNMV agotan la vía administrativa y son recurribles directamente ante la vía judicial (aunque cabe interponer potestativamente recurso de reposición ante la propia CNMV).

Numerosa jurisprudencia ha venido a delimitar el **campo de actuación de la CNMV**, entre las que destacamos, entre otras, la sentencia de la Audiencia Nacional de 26 de septiembre de 2012, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección 6ª, Recurso Nº 379/2011, que en su fundamento de Derecho Jurídico Cuarto determina que:

*“La cuestión de la **actuación de la CNMV queda delimitada** desde estos parámetros: a) El servicio encomendado es de **supervisión e inspección del mercado de valores**. b) **Las potestades** atribuidas lo son de **información e inspección, sancionadoras y de intervención**”.*

A la vista del derecho de libertad de empresa, y de la facultad de autogestión de

cada sociedad que se crea en nuestro país, no es compatible el ejercicio por parte de la Administración de facultades omnicomprendidas o policiales, o de ejercicio compulsivo de recabación de datos, cuestión que podría llegar ser hasta cierto punto intervencionista y anticonstitucional, por lo que consideramos que las facultades del supervisor son correctas y han de dar margen de actuación a los sujetos supervisados.

Destacamos, entre otras, las palabras del **Tribunal Supremo**, en su Sentencia de 6 de febrero de 2015, Sala de lo Contencioso Administrativo Sección 6ª, Recurso 3896/2012 al señalar:

*“La función que la ley encomienda a la CNMV es supervisar e investigar los mercados de valores asegurar la transparencia de los mismos. **En ningún caso debe concebirse a la CNMV como garante de la legalidad y prudencia de todas las decisiones de las agencias de valores, ni menos aún como garante de que las agencias de valores no sufren pérdidas económicas como consecuencia de decisiones ilegales o imprudentes de éstas. La mera causalidad lógica se detiene allí donde el sentido de las normas reguladoras de un determinado sector impide objetivamente reprochar a la administración el resultado lesivo padecido por un particular**”.*

En este sentido, observamos una tensión entre el administrado y a la Administración, puesto que no son pocas las ocasiones en las que los supervisados exigen responsabilidad patrimonial a la CNMV por falta de ejercicio de sus competencias de supervisión e inspección, según el parecer del administrado.

1.4.1.2 Condiciones: respeto a los principios de legalidad, proporcionalidad, libertad de empresa y publicidad.

La CNMV dispone de **todas las facultades de supervisión e inspección** necesarias para el ejercicio de sus funciones, según dispone el artículo 234.1 del TRLMV , pudiéndose diferenciar tres grandes grupos según sean ejercidas: directamente, *“sin perjuicio de la facultad de recabar la colaboración de terceros en los términos del artículo 235”*⁴⁸, en colaboración con otras autoridades, nacionales o extranjeras, en los términos previstos por la ley y sus normas de desarrollo, o mediante solicitud a las autoridades judiciales competentes.

En el artículo 234.2 se determinan las **facultades de supervisión e inspección** de que *“al menos”*, dispondrá la CNMV, desarrollando un listado de la letra “a” a la “z”, incluyendo facultades tales como el requerimiento de datos relevante para el

⁴⁸ Artículo 234.1.a TRLMV

ejercicio de sus funciones, con la obtención de copias de los mismos, la realización de inspecciones o investigaciones en cualquier domicilio social de empresas o dependencia, o acordar la suspensión o limitación del tipo de volumen de las operaciones o actividades realizadas por un sujeto en el mercado de valores.

Siguiendo a Laguna de Paz, hemos de entender que el principio de legalidad es condición esencial del ejercicio de la potestad de supervisión e inspección de la CNMV:

*“El ejercicio de esta aparentemente indeterminada atribución de potestades debe ser interpretada a la luz del **principio de reserva de ley**, (artículo 53.1 CE), que sólo permite que la Administración ejerza las potestades que tenga atribuidas específicamente por ley”⁴⁹.*

Luego el principio de reserva de ley será una condición primordial e indispensable para que la CNMV pueda desarrollar sus funciones de inspección y supervisión con carácter válido dentro de nuestro ordenamiento jurídico.

Este **principio de legalidad**, recogido en los **artículos 9 CE, 24 CE, y 25 y 27 de la Ley del Régimen Jurídico del Sector Público**, tiene una doble vertiente: formal y material. En su orientación formal habrá de cumplirse la reserva de ley, por lo que las potestades de supervisión e inspección de la CNMV han de estar determinadas por normas con **rango de ley** en sentido estricto, pudiendo ser complementadas por reglamentos de colaboración o desarrollo, previa habilitación expresa por una norma de rango superior.

Esta relación de subordinación del **reglamento** a la ley cobra especial importancia en el ámbito sancionador, donde la CNMV adquiere si cabe, una mayor relevancia en el ejercicio de sus funciones, al convertirse en el órgano de dirección de un completo procedimiento administrativo sancionador, en el ámbito del mercado de valores, según prevén el TRLMV, la ley 39/2015 y la ley 40/2015. En el ámbito sancionador se pondrán en juego los mecanismos que se otorgan a ciertos sectores regulados, como el bancario, el de seguros, y los valores, al dotarles de cierta capacidad de autoordenación, donde la existencia de una relación de sujeción especial con la Administración flexibiliza la exigencia del principio de legalidad.

Tal y como señala el profesor Táuler, nos encontramos ante un principio matizado, en el que: *“Se **flexibiliza la exigencia formal del principio de legalidad**, permitiendo que, en la **colaboración reglamentaria**, la Ley recoja los elementos esenciales de las conductas*

⁴⁹ Laguna de Paz. Ob. Cit. Pág.

*infractoras y las sanciones, y se remita a los **reglamentos de desarrollo**, que precisan dichos aspectos”⁵⁰.*

Luego será condición necesaria para el correcto ejercicio de las potestades de supervisión e inspección, el que éstas estén atribuidas al órgano legalmente habilitado para el ejercicio de estas funciones, a través de una disposición con rango legal. Ésta será una condición necesaria, pero no suficiente, puesto que, además, la función supervisora e inspectora debe cumplir con el principio de proporcionalidad.

La **proporcionalidad** ha de ir implícita en cualquier actuación de la Administración, y se corresponde con el adecuado equilibrio entre la intervención de la Administración y los derechos de los administrados. Según el Profesor Táuler, *“su fundamento no descansa en ningún precepto constitucional concreto, sino en el **contenido fundamental** de los **derechos fundamentales** de la persona, tal y como recoge la STC 55/1996 de 28 de marzo”⁵¹.*

En el ejercicio su actividad sancionadora, la Administración deberá respetar el límite dispuesto por el artículo 25.3 CE, no pudiendo imponer sanciones que conlleven la privación de libertad.

De la interpretación conjunta de estos dos principios, deducimos que la Administración no puede extender su actividad supervisora e inspectora a una actividad que esté sujeta al principio de libertad de empresa recogido en el artículo 38 de nuestra Constitución⁵².

No obstante, junto a la libertad de empresa, en los sectores regulados, tales como el mercado de valores, el sector energético o los seguros, la Administración sí ejerce sus facultades supervisoras.

El respeto al **principio de publicidad** en sus actuaciones es otra condición importante que la CNMV debe respetar, para dar cumplimiento a sus obligaciones de transparencia que tiene encomendadas, y que tanto contribuyen al buen funcionamiento de los mercados. Así lo prevé, entre otros, el artículo 237 TRLMV, en el que se establece la obligación de publicar la información relevante:

⁵⁰ Táuler. Nota técnica nº1 de la asignatura “Derecho Administrativo Sancionador del Mercado de Valores”. Pág. 16.

⁵¹ Táuler. Nota técnica nº2 de la asignatura “Derecho Administrativo Sancionador del Mercado de Valores”. Pág. 25.

⁵² Artículo 38 CE: “Se reconoce la libertad de empresa en el marco de la economía de mercado. Los poderes públicos garantizan y protegen su ejercicio y la defensa de la productividad, de acuerdo con las exigencias de la economía general y, en su caso, de la planificación”.

*“La CNMV podrá ordenar a los emisores de valores y a cualquier entidad relacionada con los mercados de valores que procedan a **poner en conocimiento inmediato del público hechos o informaciones relevantes** que puedan afectar a la negociación de los mismos, pudiendo, en su defecto, hacerlo ella misma”.*

Esta información, que suele ser relativa a la operativa de las entidades, es fundamental que se publique para que sea conocida por el pequeño inversor.

También es obligación de la CNMV contar con **registros públicos** en relación con el mercado de valores, tal y como previene el artículo 238 TRLMV.

“La Comisión Nacional del Mercado de Valores mantendrá, con el carácter de registros oficiales, a los que el público tendrá libre acceso:

*a) Un registro de las entidades que tengan encomendada la **llevarza del registro contable** correspondiente a cada una de las emisiones de valores representados mediante anotaciones en cuenta.*

*b) Un registro que contendrá los **folletos informativos** aprobados por la Comisión en virtud de lo previsto en esta ley, (...).*

*d) Un registro de las **empresas de servicios de inversión** que operen en España y, en su caso, de sus administradores, directivos y asimilados.*

*e) Un registro de los **agentes o apoderados** que actúen con carácter habitual por cuenta de las empresas de servicios de inversión, (...).*

*g) Un registro de las **sociedades cotizadas** previstas en el artículo 77.1.*

*h) Un registro en el que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 275.2, se harán constar las **sanciones impuestas en los últimos cinco años** por la comisión de infracciones graves y muy graves a las personas físicas y jurídicas sujetas al ámbito de supervisión, inspección y sanción previsto en este título.*

*i) Un registro de los **mercados secundarios oficiales**, de cuyo contenido y modificaciones se informará a los organismos supervisores de los demás Estados miembros de la Unión Europea y a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.*

*j) Un registro de los sistemas **multilaterales de negociación españoles**.*

*j bis) Un registro de los **sistemas organizados de contratación españoles (SOC)**”.*

Esta información es esencial, puesto que actúa como una suerte de “Registro Mercantil”, dotando de seguridad al tráfico jurídico del mercado de valores.

Estos **deberes de publicidad**, que incluyen también la obligación del deber de difusión de la información contable, pueden limitarse en algún caso, tal y como establece el artículo 260 TRLMV, exigiendo una autorización previa a la publicación por parte del Ministerio de Economía.

En virtud de este principio de publicidad, la CNMV tiene también el deber de cooperación con las autoridades competentes de Estados no miembros de la Unión Europea:

*“Podrá celebrar **acuerdos de cooperación que prevean el intercambio de información** con las autoridades competentes de Estados no miembros de la Unión Europea, siempre y cuando la información revelada goce de una garantía de secreto profesional al menos equivalente a la exigida en virtud del artículo 90 y exista reciprocidad”.*⁵³

La CNMV debe prestar **colaboración con las autoridades judiciales** en caso de que sea solicitada su ayuda, tal y como refleja el artículo 250 TRLMV, cuenta con la posibilidad de formar parte de colegios profesionales en el ejercicio de la cooperación internacional, y está obligada a difundir información en materia de solvencia de las entidades que supervisa.

Asimismo, cuenta con la obligación de **difundir información relevante en situaciones de emergencia**, tal y como dispone el artículo 269 TRLMV:

*“En aquellos casos en que exista una **evolución adversa de los mercados financieros**, que pueda **comprometer la liquidez en el mercado y la estabilidad del sistema financiero** de cualquier Estado miembro de la Unión Europea en el que hayan sido autorizadas empresas de servicios de inversión de un grupo sujeto a la supervisión en base consolidada (...)”.*

Esta labor es de suma importancia en coordinación con el nuevo sistema de supervisión europea, en el que se comparte información diaria con “ESMA” y con la Junta Europea de Resolución.

1.4.2 Condicionantes: otros aspectos que inciden en la supervisión e inspección

El estudio de los referidos límites y condiciones nos abre la puerta a la determinación de una nueva categoría de factores que inciden de forma directa y sustancial en el ejercicio de las potestades de supervisión e inspección de la CNMV,

⁵³ Artículo 247 TRLMV

pero que no encuentran acomodo en ninguna de las dos categorías previamente descritas. Nos referimos a lo que hemos denominado “**condicionantes**”.

Entendemos como condicionantes de las facultades de supervisión e inspección de la CNMV variables como el entorno económico, las perspectivas de crecimiento y desarrollo financiero, así como los tradicionales fallos del mercado, entre los que encontramos la asimetría de información, los que obligan al Estado a intervenir en el mercado de valores, haciendo de ello una actividad regulada.

Fenómenos como la pandemia mundial que estamos viviendo y las distintas respuestas a esta crisis sociosanitaria sin precedentes en el actual siglo XXI, son un buen ejemplo de la gran incidencia que **el entorno**, siempre cambiante, ocasiona sobre todo el aparato estatal, incluidos los organismos de supervisión, así como el europeo para el conjunto de la Unión.

Si el ejercicio 2019 fue destacado por una creciente incertidumbre en los mercados, una tendencia hacia la llamada “**japonización de nuestra economía**”⁵⁴, y las consecuencias económicas de un **BREXIT incierto**⁵⁵ para el conjunto de la Unión Europea, el ejercicio 2020 será el resultado de un completo grupo de acciones innovadoras tendentes a reconstruir los planes de actuación previstos, también en el mercado de valores, a tenor de los acontecimientos sociales ocasionados por el coronavirus.

⁵⁴ Esta tendencia ha sido objeto de tratamiento periodístico. Entre otras, se puede consultar la siguiente noticia:

https://www.elconfidencial.com/economia/2019-11-24/japonizacion-espana-pib-crecimiento-potencial-deuda-766_2348763/

⁵⁵ A pesar de ser una fuente periodística, hacemos remisión a un artículo de prensa que resume de una manera sencilla las consecuencias del BREXIT para la economía española, apuntando que **puede generar riesgos para el sector financiero**. Así, se indica que: “*Los bancos españoles fueron los únicos entre los grandes países europeos en aumentar su exposición a Reino Unido en el año anterior al referéndum de junio de 2016, en 21.971 millones de euros. Las entidades españolas -sobre todo Santander, que obtiene un 30% de su beneficio en las Islas, y Sabadell- concentran activos por valor de 362.000 millones de euros, que se pueden ver impactados por los riesgos regulatorios. Además, el Brexit puede suponer un aumento del impago de créditos, así como el deterioro de la cuenta de resultados de las entidades. Si se reduce el atractivo de la City de Londres, los efectos serían mucho mayores. Madrid aguarda, al acecho, para captar inversores*”. Disponible en:

<https://www.expansion.com/economia/2017/03/30/58dc0649468aebef6b8b45ef.html>

1.5 ORGANIZACIÓN DE LAS UNIDADES SUPERVISORAS EN LA CNMV

Para conocer la estructura de organización interna de la CNMV, hemos de proceder a la lectura conjunta del Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores, artículos 23 a 32, y la Resolución del 19 de diciembre de 2019, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueba el **Reglamento de Régimen Interior** de la Comisión, en sus artículos 5 y siguientes.

Como elementos más sobresalientes podemos destacar que cuenta con cuatro órganos rectores: el Consejo, el Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo.

En el ejercicio de sus funciones contarán con un Comité Consultivo. Bajo la dirección de su presidente, la CNMV se estructura en **Direcciones Generales**, al frente de cada cual existirá un Director General.⁵⁶ En la actualidad existen cuatro direcciones generales:

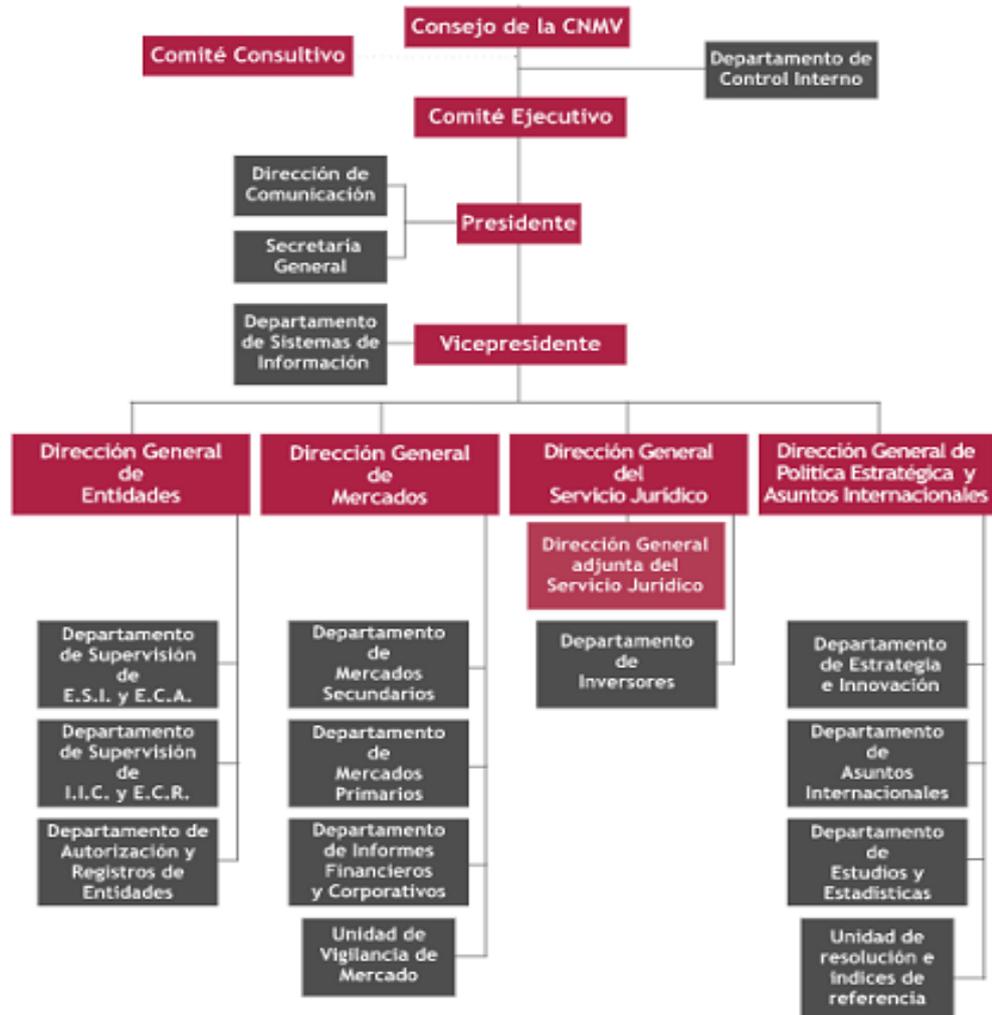
- a) Dirección General de Entidades
- b) Dirección General de Mercados
- c) Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales
- d) Dirección General de Asuntos Jurídicos

Cada una de las citadas Direcciones está dividida a su vez en departamentos, quienes ejecutan la mayoría de las funciones encomendadas a las diferentes Direcciones. Después, existe un Comité de Dirección, cuya creación es de carácter potestativo.

En el siguiente gráfico puede observarse de mejor forma la organización corporativa de la CNMV.

⁵⁶ Artículo 27.1 Reglamento del Régimen Interior.

Gráfico nº5: Organigrama de la CNMV.



Fuente: CNMV⁵⁷

Teniendo en cuenta esta estructura, la CNMV se ha de organizar con arreglo a los principios de jerarquía y eficacia en el cumplimiento de objetivos, promoviendo la eficiencia en la asignación de los recursos disponibles, racionalización y agilidad en los procesos administrativos.

Según el referido Informe de Oliver Wyman 2018, relativo a la eficiencia organizativa de la CNMV en comparación con otros reguladores del sector financiero, en cuya realización ha empleado técnicas de benchmarking, *“crear algunos criterios de nominación más transparentes y claros para el nombramiento los miembros del Consejo de la CNMV, reforzaría la percepción de independencia⁵⁸”*.

⁵⁷ Accesible en: https://www.cnmv.es/portal/GPage.aspx?id=Organigrama_AA

⁵⁸ Informe Oliver Wyman 2018. Ob. Cit. Pág. V.

Como propuesta de mejora estructural, el citado informe recomienda aislar una **función de riesgos independiente**, que reporte directamente al Presidente. Este cambio eleva la visibilidad y la importancia de la conciencia del riesgo.

1.6 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES

Tras el análisis realizado, a modo de resumen de los aspectos más significativo que entendemos deben resaltarse, podemos extraer las siguientes conclusiones:

- La supervisión e inspección es una tradicional competencia de la Administración en el ejercicio de su supremacía sobre el ciudadano, que ha desarrollado una gran trascendencia en los países del entorno europeo, al adoptar el modelo americano supervisor elaborado tras la gran depresión económica de los años veinte.
- Con la célebre frase de **“la luz del sol es el mejor desinfectante”**, atribuida a un Juez de la Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos, Louis Brandeis, la recuperación de la economía en Estados Unidos tras el crack de 1929 trajo de la mano un sistema de mercado basado más en la supervisión que en la regulación, puesto que la práctica había demostrado que la regulación por sí misma no era suficiente para prevenir crisis financieras y del mercado de valores.
- Con la **transparencia como eje fundamental**, primero los países que formaron a entrar parte del proyecto de la Unión Europea, entre ellos España, la Unión Europea como institución, y tras las notables carencias de nuestro sistema mostradas tras la crisis de 2008, han ido desarrollando distintas administraciones en el ámbito financiero y del mercado de valores, entre las que se encuentra la CNMV, encargadas de realizar dicha supervisión.
- La importancia de la supervisión del mercado de valores quedó puesta de manifiesto en el **Informe Laroisière**, padre de la arquitectura supervisora europea actual. Sin embargo, no dejamos de preguntarnos en el actual mapa de supervisión, cuáles son los límites y condiciones de la actividad de supervisión e inspección de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Tras el estudio realizado hemos de entender que los límites en el ejercicio de la actividad supervisora e inspectora de la CNMV han de ser clasificados en tres grupos: **legales, gubernamentales y judiciales**.
- Es la ley, en concreto el TRLMV la que define el ámbito competencial de la CNMV, tomando como base las disposiciones que contiene la Constitución Española

sobre la Administración y su funcionamiento, disposiciones que constituyen una suerte de “*derechos fundamentales*” insorteables, que han de ser respetados en todo caso por la actividad supervisora e inspectora de la Comisión: artículos 9, 24, 25, 27, 53, 96, 97, 103, 105.b, 131, 149.11, 149.13CE. Nuestro peculiar sistema de organización territorial es una nota característica de estos límites recogidos en la Carta Magna, puesto que hay autonomías cuyos Estatutos tienen competencias en materia de bolsa y valores.

- Los propios **Derechos Fundamentales recogidos en nuestra Constitución** en los artículos 14 a 29 son, con especial referencia al derecho a la intimidad personal, desarrollado en leyes posteriores como el actual Reglamento de Protección de Datos, conforman otra línea roja que la CNMV, salvo en contadas ocasiones y previa autorización judicial, ha de respetar.
- De igual modo, deben ser respetados los preceptos relativos a nuestra llamada “**Constitución Económica**”, artículos 1, 7, 9, 33, 48 y 128 CE, así como aquellos en los que se recogen derechos fundamentales del ciudadano: aquellos comprendidos en el Título I, Capítulo 2º.
- Asimismo, será fundamental tener en cuenta el contenido del Reglamento del Régimen Interior de la CNMV, aprobado por el Consejo de la CNMV el 19 de diciembre de 2019, junto con el Código de Conducta aprobado para los miembros de la CNMV de 4 de noviembre de 2003. Las disposiciones de la Ley 39/2015 del Procedimiento Administrativo Común y 40/2015, sobre el Régimen Jurídico Administrativo Sancionado del Sector Público, serán también de gran importancia en el ejercicio de su actividad, puesto que son de aplicación las normas del procedimiento administrativo común para los supuestos no regulados en el TRLMV, junto con otras leyes de aplicación del ámbito financiero.
- La **capacidad normativa** de la CNMV está también limitada por disposiciones legales, luego, aunque es muestra de su independencia, ésta no es discrecional ni absoluta.
- Los **límites gubernamentales** son muestra de la importante fiscalización a la que está sometida la actividad de la CNMV, y encuentran un ejemplo en el nombramiento de parte de los miembros de su Consejo, que los efectúa él mismo. Además, la CNMV ha de elaborar un Informe Anual que deberá ser remitido a las Cortes Generales y al Gobierno, en el que deberá explicar los resultados alcanzados con respecto a las líneas estratégicas y planes de actividad diseñados.

- El gobierno también controla su actividad mediante la Intervención General del Estado y a través del control de su presupuesto mediante las disposiciones de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, **Ley General Presupuestaria**, así como a través de la labor de fiscalización que el Tribunal de Cuentas realiza sobre su actividad. En todo caso, la CNMV cuenta con **autonomía financiera**, gracias a los ingresos que recibe de las tasas que se cobran a los administrados que precisan alguno de sus servicios.
- En cuanto a los **límites judiciales**, constituyen la última instancia de control de la actividad supervisora e inspectora cuando se ha comportado con patente arbitrariedad. Será la jurisdicción Contencioso-Administrativa la que someta a análisis el posible defectuoso funcionamiento de la CNMV a través de cada caso de forma individualizada.
- Las **condiciones** que ha de respetar en el ejercicio de sus potestades de supervisión implican un respecto a los **principios de legalidad, proporcionalidad, publicidad y libertad de empresa**, que cobran especial importancia en el ámbito sancionador de la CNMV, donde tras las sucesivas reformas legislativas que ha ocasionado MIFID II, se otorga una especial protección al inversor consumidor.
- Del mismo modo la corrección de los fallos de mercado que hacen necesaria la intervención del sector público en el ámbito de los valores, la coherencia con el **entorno económico y las perspectivas de mercado**, han de tenerse en cuenta en los Planes Estratégicos de la CNMV y el diseño de sus Planes de Actuación en el campo de la supervisión e inspección. Todas estas variables las hemos reunido bajo el nombre de **“condicionantes”**.
- Estos planes de Supervisión e Inspección sobre el mercado de valores a veces se tienen que ir perfilando sobre la marcha por la **evolución económica y financiera**. Buen ejemplo de ello lo tenemos hoy en día, debido a la situación que estamos viviendo como consecuencia del COVID-19. Dichos planes han de permitir su reajuste y ejecución a pesar de la coyuntura social.

CAPÍTULO 2.

ANÁLISIS DEL RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN DE LA CNMV

2.1 POTESTAD NORMATIVA DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN

2.1.1 Necesidad de habilitación legal expresa

El ejercicio de la potestad de supervisión e inspección de la CNMV necesita, tal y como hemos visto, una previa habilitación legal expresa, por lo que se predica su vinculación positiva a la ley. Así las cosas, el artículo 39.1 de la Ley del Régimen Jurídico de la Administración Pública (LRJAP), dispone que **“los ciudadanos están obligados a facilitar a la Administración informes, inspecciones, y otros actos de investigación sólo en los casos previstos por la Ley”**. El art 39.1 LRJAP dispone la obligación de colaboración general de los ciudadanos con la Administración. Además, el art 236 TRLMV establece la obligación específica de colaboración a las personas y entidades sometidas a su ámbito de aplicación.

Por su parte, la habilitación legal que atribuye a la CNMV la potestad de supervisión, inspección y sanción en su ámbito de actuación se encuentra en los artículos 1 y 17.1 del TRLMV, como hemos podido comprobar en el Capítulo 1.

Este límite de habilitación legal expresa en el ejercicio de su actividad, se somete a que cumpla, entre otros, los principios de legalidad, proporcionalidad, publicidad y libertad de empresa.

2.1.2 Función normativa de la CNMV

Uno de los límites que tiene determinado por ley la CNMV es su capacidad de producción normativa. Sus contornos vienen delimitados en el artículo 21 del TRLMV, donde encontramos las principales características de esta función, al definir la Capacidad normativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

“21.1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, para el adecuado ejercicio de las competencias que le atribuye esta ley, *podrá dictar las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los reales decretos aprobados por el Gobierno o en las órdenes del Ministro de Economía y Competitividad, siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello*”.

Será el Consejo de la CNMV el que pueda llevar a cabo la publicación de las denominadas “**Circulares**”, previa habilitación legal expresa en el Real Decreto u Orden del Ministerio de Economía, que entrarán en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE. Esta competencia la encontramos en el artículo 273.2 TRLMV:

*“Las **disposiciones dictadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, a que se refiere el apartado anterior se elaborarán por ésta, previos los informes técnicos y jurídicos oportunos de los servicios competentes de la misma. Tales disposiciones recibirán la denominación de **Circulares**, serán aprobadas por el Consejo de la Comisión, no surtirán efectos hasta tanto sean publicadas en el «Boletín Oficial del Estado» y entrarán en vigor conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1 del Código Civil”.*

Tal y como explica Rodríguez Herrero, la capacidad normativa de la CNMV “es una de las atribuciones que más claramente refleja la **autonomía de funcionamiento** de la institución en el desempeño de sus competencias”⁵⁹. (RODRIGUEZ HERRER, 2016:17)

En el ejercicio de su actividad de supervisión, conectada directamente con la de elaboración de normas, la CNMV puede elaborar las llamadas “**Guías Técnicas**”⁶⁰. Estas guías constituyen una herramienta muy importante para que las entidades objeto de supervisión conozcan los criterios de actuación e interpretación normativos seguidos por la CNMV en el desempeño de sus funciones, tal y como señala el artículo 21 TRLMV en sus apartados 3 y 4:

*“3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá **elaborar guías técnicas, dirigidas a las entidades y grupos supervisados, indicando los criterios, prácticas, metodologías o procedimientos que considera adecuados para el cumplimiento de la normativa** que les resulte de aplicación. Dichas guías, que deberán hacerse públicas, podrán incluir los criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores seguirá en el ejercicio de sus actividades de supervisión. La Comisión Nacional del Mercado de Valores **podrá requerir a las entidades y grupos supervisados una explicación de los motivos** por los que, en su caso, se hubieran **separado de dichos criterios, prácticas, metodologías o procedimientos**.”*

*4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá hacer suyas, y transmitir como tales a las entidades y grupos, así como **desarrollar, complementar o adaptar las guías que, sobre dichas cuestiones, aprueben los organismos o comités internacionales** activos en la regulación y supervisión del mercado de valores”.*

⁵⁹ Rodríguez Herrero, M^a Elvira. Ob. Cit. Pág. 17.

⁶⁰ Potestad introducida mediante la Ley 5/2015 de Fomento de la financiación empresarial.

Tal y como expone el artículo 21.3 TRLMV, las Guías Técnicas, vienen configurando un importante cuerpo de criterios que, aunque no son vinculantes “*legalmente*”, (no tienen carácter imperativo), se van anudando a la práctica europea de supervisión de “*cumplir o explicar*”⁶¹. Las entidades objeto de supervisión estarán obligadas, previo requerimiento de la CNMV, a explicar el motivo por el que se separan de los criterios fijados en el contenido de las guías. Aquí surge una dificultad a la hora de integrar el contenido de estas guías internacionales, como las de “*ESMA*”, o “*EBA*” en el cuerpo de criterios que sigue la CNMV en su aplicación, que muchas veces pueden terminar en un cuerpo normativo concreto de carácter reglamentario. Si alteramos el proceso de integración de normas, no haciendo necesario la publicación de una Directiva o Reglamento para el obligado cumplimiento de ciertos criterios o recomendaciones incluidos en Guías Técnicas de supervisores internacionales, podemos crear un conflicto normativo,

Hemos de preguntarnos si esto supone una quiebra de la prelación de fuentes normativas europeas establecidas por el proceso Lamfalussy.⁶²

El **proceso Lamfalussy** se utiliza en la Unión Europea para el desarrollo legislativo de los servicios financieros (valores, banca y seguros). Está constituido por cuatro niveles, cada uno de ellos centrado en un estadio específico de la creación e implementación de la legislación financiera: en el **primer nivel**, se encuentran las Directivas y Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los que ESMA puede, ocasionalmente, ser requerida para prestar asistencia técnica a la CE; el **segundo nivel** está formado por las Directivas y Reglamentos emitidos por la Comisión Europea. En este nivel, ESMA tiene un importante papel que consiste en la redacción de los proyectos de normas técnicas (*draft technical standards*) que luego la CE adoptará como normas en forma de Reglamentos o Decisiones; el **tercer nivel** está constituido por las guías y recomendaciones de ESMA para lograr unas prácticas de supervisión consistentes, que aseguren la aplicación uniforme del derecho de valores en la UE; el cuarto nivel lo constituyen recomendaciones de ESMA sobre investigaciones concretas, para el cumplimiento de la legislación de la UE.

⁶¹ CNMV, 2016.” *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»*”. Igual que el resto de Guías Técnicas, podemos consultar su contenido en la web de la CNMV:

<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/GuiaCumplirExplicar.pdf>

⁶² Este sistema pretende lograr interpretaciones más consistentes de la legislación comunitaria, mayor convergencia en las prácticas supervisoras nacionales, y calidad técnica en la legislación de servicios financieros: <https://www.cnmv.es/Portal/Aldia/ActInternacional/ActInterLanfalusy.aspx>

De esta forma, la CNMV desempeña otra de las funciones que tiene legalmente atribuida, consistente en **asesorar al Gobierno y al resto de órganos administrativos** en relación con materias vinculadas con el mercado de valores⁶³, bien por iniciativa propia, o bajo petición de estos órganos.

Otro de los canales de colaboración con la Administración será mediante la constitución de **comisiones “ad hoc”**, como asistentes en la participación de nuevos proyectos normativos, en los que la CNMV realiza una función de asesoría en la preparación de nuevos textos legales, manteniendo el contacto directo con la Secretaría General del Tesoro y la Secretaría de Política Financiera.

La CNMV desde la configuración del nuevo sistema de supervisión Europea en el año 2011, trabaja de forma conjunta con ESMA, la autoridad europea del mercado de valores, ostentando la facultad de hacer suyas directrices que publique ESMA en sus guías e informes de preguntas y respuestas, “Q&E”.

A través de este mecanismo se consigue una aplicación más uniforme del derecho comunitario y se consigue la actuación coordinada de ambos supervisores. La CNMV, puede igualmente, desarrollar el contenido de estas publicaciones, con la reserva sobre el posible **conflicto de competencia** normativa que es preciso tener en cuenta, si invertimos el proceso de creación legislativa dispuesto por Lamfalussy.

2.2 ÁMBITO DE ACTUACIÓN

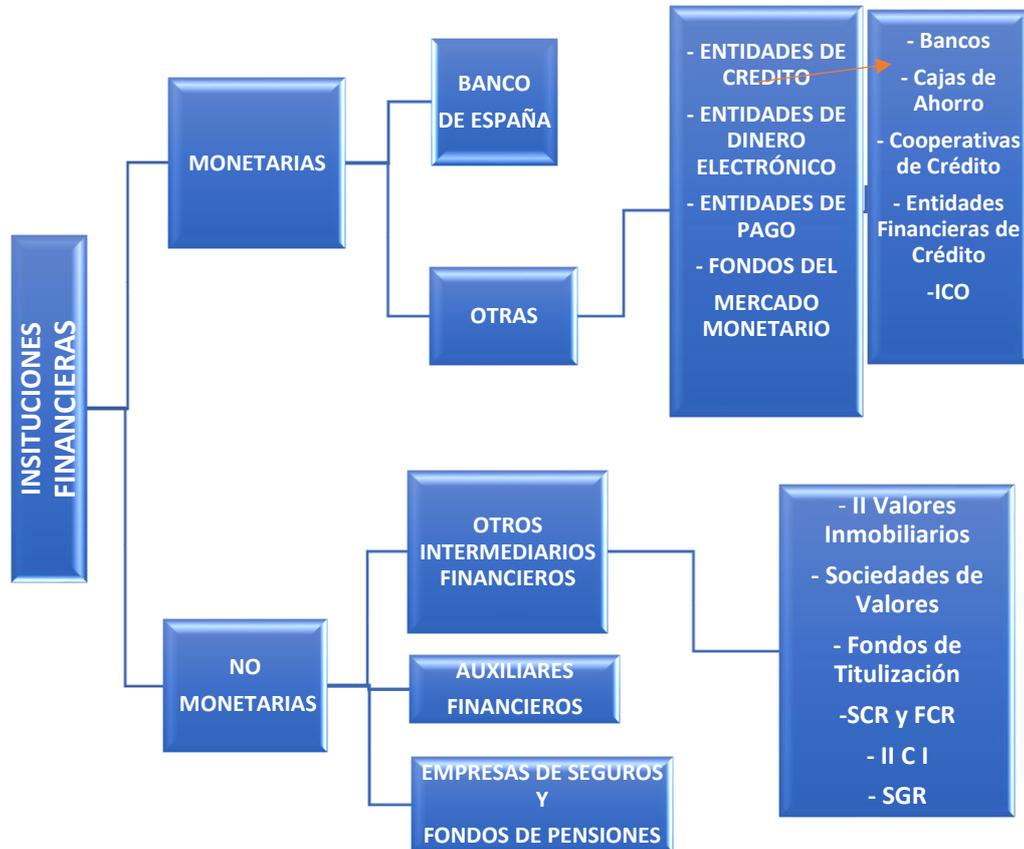
2.2.1 Entidades y actuaciones sujetas a supervisión e inspección por la CNMV

Con carácter previo hemos de recordar que el sistema bancario español está compuesto por instituciones financieras que pueden ser clasificadas como monetarias y no monetarias. En el grupo de las monetarias, la CNMV desplegará su actividad sobre las entidades de crédito que desarrollan la función de captación de depósitos del público: bancos, cajas y cooperativas de crédito, si bien, sólo tiene competencias para supervisar la actuación de dichas entidades relacionadas con el mercado de valores, correspondiendo al Banco de España, la supervisión y control de su solvencia y de su actuación como entidades de crédito propiamente dicha.

También ha de supervisar a las instituciones financieras no monetarias que actúen en el mercado de valores, y cuya supervisión venga encomendada mediante disposición legal: empresas de servicios de inversión y fondos de titulización, entre otros. Lo podemos observar en el siguiente gráfico:

⁶³ Artículo 17.3 TRLMV

Gráfico nº6: Instituciones del sistema monetario español.



Fuente: Elaboración propia.

2.2.1.1 Personas y entidades

Las entidades que operan en el mercado de valores y que por tanto van a estar sujetas a las actividades de supervisión, inspección y por ende, sanción por parte de la CNMV son aquellas que operan como intermediarios canalizando fondos de los agentes con exceso de financiación hacia aquellos que la necesitan, desarrollando su actividad profesional en el ámbito de los mercados de valores.

En primer lugar, hemos de tener en cuenta el contenido del artículo 233 del TRLMV en el que aparecen enumeradas las personas y entidades sujetas a esta potestad, que es sumamente amplia y abarca muchos sujetos y entidades.

El siguiente cuadro, recoge las principales personas y entidades sujetas a supervisión e inspección por la CNMV, según previene el artículo 233.1 TRLMV, cuyo contenido esencial expondremos a continuación.

Cuadro nº3: personas y entidades sujetas a la supervisión de la CNMV.

ENTIDADES Y PERSONAS SUJETAS A LA SUPERVISIÓN DE LA CNMV	
ESIS españolas	Oficinas dentro y fuera de España También sus grupos consolidables
ESIS extranjeras	Operaciones realizadas en España
Conglomerados financieros	
ESIS autorizadas en otro estado miembro UE que operen en España	Junto con sus agentes vinculados y sus sucursales en España
Agentes de ESIS	ESIS y entidades que presten servicios de inversión
Entidades de crédito y sus agentes	Actuaciones dentro del mercado de valores
Entidades de crédito no comunitarias	Desarrollo de su actividad en España
Instituciones de Inversión Colectiva	Junto con sus sociedades gestoras, agentes y depositarios
Entidades de Capital Riesgo	Otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, sus sociedades gestoras y depositarios
Sociedades Gestoras	Gestoras de Fondos de Garantía de Inversiones
Plataformas de Financiación Participativa	
Sociedades Rectoras de los mercados secundarios oficiales	Las Bolsas de Valores. El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero. El Mercado de Renta Fija, AIAF.
Entidades rectoras de los Sistemas Multilaterales de Negociación	Junto con sus entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores
Sociedades de Bolsa	Aquellas que tengan una titularidad exclusiva o posición de control sobre las sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales o SMN.
Emisores de Valores	Actuaciones relacionadas con el mercado de valores
Miembros de los mercados secundarios oficiales	Junto con las entidades que compensen y liquiden sus operaciones
Fondos de titulización y Fondos de activos bancarios	Junto con las sociedades gestoras que los administren, los emisores y originadores de dichos fondos
Agencias de calificación crediticia	
Resto de personas físicas y jurídicas	En su interacción con el mercado de valores
FOGAIN	Sociedad gestora

Fuente: Elaboración propia.

Así las cosas, en el artículo 233.1.a) encontramos las sociedades rectoras de mercados secundarios, sistemas multilaterales de negociación, sistemas

organizados de contratación, entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores y sociedades de bolsas.

También encontramos en este apartado las ESIS españolas: Sociedades de Valores, Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Carteras, Empresas de Asesoramiento Financiero, ESIS no comunicarías en España, sus agentes, y la sociedad gestora del Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN).

Art. 273.1.a TRLMV: *“Quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en esta ley, a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:*

*a) Las siguientes **personas y entidades**, en lo que se refiere al cumplimiento de esta ley y su normativa de desarrollo, así como de las normas de Derecho de la Unión Europea que contengan preceptos específicamente referidos a las mismas:*

*1.º Las **sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación y de los sistemas organizados de contratación, las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores**. Queda excluido el Banco de España.*

*2.º La **Sociedad de Bolsas** y las sociedades que tengan la titularidad de la totalidad de las acciones o de una participación que atribuya el control, directo o indirecto, de las entidades previstas en el número anterior.*

*3.º Las **empresas de servicios de inversión españolas**, extendiéndose esta competencia a cualquier oficina o centro dentro o fuera del territorio nacional.*

*4.º Las **empresas de servicios de inversión autorizadas en Estados no miembros** de la Unión Europea que operen en España.*

*5.º Los **agentes** de las entidades que presten servicios de inversión.*

*6.º La sociedad gestora del **fondo de garantía de inversiones**.*

*7.º Quienes, no estando incluidos en las letras precedentes, ostenten la condición de **miembro de algún mercado secundario oficial o de los sistemas de compensación y liquidación** de sus operaciones.*

*8.º Los **proveedores de servicios de suministro de datos**”.*

Vemos también que están sujetos a supervisión e inspección por parte de la CNMV los miembros de mercado y sistemas de compensación y liquidación, los

proveedores de suministros de datos, así como las personas físicas que ostenten cargos de Administración y Dirección o asimilados, en las citadas entidades.

En la letra b del artículo 233.1 TRLMV encontramos bajo la supervisión e inspección de la CNMV las agencias de calificación de ratings según dispone el Reglamento (UE) 1060/2009.

Art. 233.1.b TRLMV: *“b) Las agencias de calificación crediticia establecidas en España y registradas en virtud del título III, capítulo I del Reglamento (CE) n.o 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, las personas que participan en las actividades de calificación, las entidades calificadas o terceros vinculados, los terceros a los que las agencias de calificación crediticia hayan subcontratado algunas de sus funciones o actividades, y las personas relacionadas o conectadas de cualquier otra forma con las agencias o con las actividades de calificación crediticia.*

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es la autoridad competente en España, a efectos de lo previsto en el Reglamento (CE) 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009 y ejercerá sus competencias de conformidad con lo que se establezca en la normativa de la Unión Europea sobre agencias de calificación crediticia”.

Asimismo, como principales entidades sujetas a supervisión e inspección, en el artículo 233.1.c) encontramos a los emisores, las entidades de crédito y sus agentes, las ESIS con domicilio social en la Unión Europea, así como las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.

Art. 233.1 c) TRLMV: *Las siguientes personas y entidades, en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el Mercado de Valores:*

1.º Los emisores de valores.

2.º Las entidades de crédito y sus agentes, *extendiéndose esa competencia a cualquier sucursal abierta fuera del territorio nacional, así como las entidades de crédito autorizadas en Estados no miembros de la Unión Europea que operen en España.*

3.º Las empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro *de la Unión Europea que operen en España, en los términos establecidos en esta ley y en sus disposiciones de desarrollo incluyendo sus agentes vinculados y sucursales en territorio nacional, así como, en los mismos términos, las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea.*

4.º Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva *en cuanto presten servicios de inversión.*

5.º Las restantes personas físicas o jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta ley y sus disposiciones de desarrollo (..)."

Las personas que ejerzan cargos de Administración, Dirección o asimilados, también serán objeto de supervisión e inspección en estas materias.

Serán también objeto de supervisión e inspección cualquier persona o entidad en relación con la reserva de actividad y la denominación, según recoge la letra i) del artículo 233.1 TRLMV.

Existen, además, una serie de materias reguladas en Reglamentos concretos, cuyas **personas y entidades** también son objeto de supervisión e inspección por parte de la CNMV. Para su mejor comprensión, disponemos su contenido en el siguiente cuadro:

Cuadro nº4: Materias objeto de supervisión por CNMV.

MATERIAS	REGULACIÓN UE	TRLMV
Ventas en corto	R. (UE) 236/2012	233.1.j)
Entidades de contrapartida central	R. (UE) 648/2013	233.1.k)
Venta y asesoramiento de estructurados		233.1.l)
Productos empaquetados	R. (UE) 1286/2014	233.1.m)
Índices de referencia	R. (UE) 2016/2011	233.1.n)
Financiación de valores	R. (UE) 2015/2365	233.1.ñ)
Abuso de mercado	R. (UE) 2014/565	233.1.o)

Fuente: Elaboración propia.

De este modo, teniendo presentes los sujetos y personas sobre los que desarrolla la CNMV su potestad, podemos comprender mejor la compleja tarea a la que se enfrenta a la hora de realizar sus funciones supervisoras, cuyo ejercicio vendrá concretado en los distintos procesos internos que ha configurado la propia CNMV para llevar a cabo su actividad.

Dentro de estos procedimientos, destacamos el llamado “PO1” denominado “*supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores*”. Su contenido lo podemos encontrar entre los recursos que dispone la página web de la CNMV, determina en su primer apartado el llamado “*ámbito de actuación*”, haciendo referencia al artículo 39 del Reglamento del Régimen Interior de la Comisión.

2.2.1.2 Objeto de supervisión: valores e instrumentos financieros

La materia de supervisión serán todas las actividades relacionadas con el mercado de valores que las entidades o personas que hemos visto ejecutan en el ejercicio de su actividad profesional.

La Directiva 39/2004, conocida como “*MIFID I*”, trajo consigo importantes cambios legislativos que afectaron a nuestra entonces vigente Ley de Mercado de Valores, entre los que encontramos la agrupación bajo el concepto de “*instrumentos financieros*” tanto los valores negociables como los contratos financieros, de modo que nuestro actual **artículo 2 TRLMV**, aglutina dichos conceptos.

Todos ellos, en la medida en que son la materia sobre la que opera el mercado de valores en su conjunto, serán objeto de supervisión e inspección por parte de la CNMV, y constituyen como hemos expuesto en el Capítulo 1, uno de los límites de su actuación.

En este sentido, es importante delimitar el concepto de **valores negociables**, que, según Tapia Hermida, son:

*“Una categoría de instrumentos financieros basados en **estructuras jurídicas** relativamente **simples**, en el sentido de que sus emisores establecen relaciones obligatorias con sus adquirentes, en las que los primeros aparecen como deudores, y los segundos como acreedores”⁶⁴.*
(TAPIA HERMIDA 2015: 264-265)

⁶⁴ Tapia Hermida. Ob. Cit. Págs. 264-265.

El alcance de los activos que pueden encajar en la definición apuntada, lo encontramos en el artículo 2.1 TRLMV⁶⁵, donde se exponen como valores negociables los que incluimos en el siguiente cuadro.

Cuadro nº 5: Valores negociables objeto supervisión por CNMV.

VALORES NEGOCIABLES	
RENTA FIJA	RENTA VARIABLE
Bonos y obligaciones	Acciones y valores negociables equivalentes a las acciones
Bonos de titulización	Participaciones y acciones de Instituciones de Inversión Colectiva
Cédulas, bonos y participaciones hipotecarias	
Participaciones preferentes	
Bonos y obligaciones representativos de parte de un empréstito, convertibles o canjeables	
Cédulas territoriales	Warrants Valores negociables derivados
Cédulas y bonos de internacionalización	

Fuente: Elaboración propia.

⁶⁵ Art. 2.1 TRLMV: “Tendrá la consideración de valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero”.

Tapia Hermida conceptúa los contratos financieros como “*instrumentos financieros derivados*”, de los que destaca que “*presentan común denominador sobre la base de estructuras jurídicas complejas porque son contratos que, gracias a la normalización o estandarización de sus condiciones, pueden negociarse en términos de mercado*”⁶⁶. (TAPIA HERMIDA, 2015:266)

Los instrumentos financieros derivados se encuentran en el artículo 2 apartados 2 a 8, TRLMV, cuyos principales son los recogidos en el siguiente cuadro.

Cuadro nº6: Instrumentos financieros derivados objeto de supervisión por CNMV.

INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	
Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros derivados.	Relacionados con valores, divisas, tipos de interés, otros derivados, índices financieros o mediadas en efectivo o en especie.
Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros derivados.	Relacionados con materias primas.
Instrumentos financieros derivados.	Transferencia de riesgo crediticio.
Contratos por diferencias.	Con un subyacente, normalmente IPC ⁶⁷ o tipo de cambio entre dos monedas.
Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros derivados.	Relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión, inflación u otras estadísticas económicas oficiales.

Fuente: Elaboración propia.

⁶⁶ Tapia Hermida, A. Ob. Cit. Pág. 266

⁶⁷ IPC corresponde a las iniciales de Índice de Precios al Consumo.

Gracias a la descripción del contenido material con el que trabajan las entidades y personas que supervisa la CNMV, podemos tener una idea más clara de la compleja actividad de supervisión e inspección que realiza la Comisión, siendo uno de los límites que han de respetar en el ejercicio de sus funciones.

2.2.1.3 Actuaciones supervisoras e inspectoras.

Una vez definido el mapa de actuación de supervisión sobre los sujetos y el objeto, nos queda delimitar el conjunto de actividades que la CNMV puede llevar a cabo en ejecución de sus potestades de supervisión e inspección. El siguiente gráfico delimita el mapa de actuación sobre el que la CNMV opera.

Gráfico nº7: Estructura del mercado de valores español.



Fuente: Banco de España.⁶⁸

⁶⁸ Accesible en: www.bde.es

Comprobamos la compleja estructura del mercado de valores en España, según mercados, sociedades u organismos rectores, tipo de contratación y sistemas de compensación y liquidación.

2.2.2 Actividades de supervisión e inspección en el mercado de valores

Las actividades que desarrolla la CNMV, siguiendo al profesor Laguna de Paz (2018), las vamos a analizar bajo su agrupación en **tres grandes bloques** con el propósito de sistematizar su exposición: de un lado información investigación e inspección, de otro lado control y autorización y finalmente prevención y corrección.

Tal y como expusimos al tratar los límites del ejercicio de la actividad de la CNMV, las previsiones legales lo son, y en este sentido hemos de tener en cuenta el contenido del artículo 234.1 y 234.2 TRLMV⁶⁹, en el que de una manera exhaustiva pero no limitativa, puesto que a pesar de que el artículo 234 TRLMV es muy extenso, en ningún caso contiene una lista de facultades supervisoras exclusivas y excluyentes. El propio precepto 234.2 TRLMV establece ***“en la forma y con las limitaciones en el ordenamiento jurídico, las facultades de supervisión e inspección de la CNMV incluirán, al menos, las siguientes potestades”***.

la Ley dice "al menos" por lo que cabe establecer la hipótesis de que la CNMV tuviera otras facultades no recogidas expresamente, supuesto que habría que estudiar si en el caso concreto, encaja en una de las facultades descritas a lo largo de las letras del 234.2 TRLMV, para su aplicación analógica.

En caso de que esta facultad supusiera una **nueva potestad**, tendría que pasar un **control judicial**, que estudiara con detenimiento si la actuación de la CNMV respeta los límites constitucionales, así como si ejerce dicha facultad en virtud de una previa habilitación legal expresa, respetando, además, los principios que enunciamos en el estudio de las condiciones que ha de respetar la CNMV en el ejercicio de sus potestades de supervisión e inspección: respeto a los principios de legalidad, proporcionalidad, publicidad y libertad de empresa.

En caso de que no fuera así, la jurisdicción contenciosa podría establecer la nulidad de la actuación llevada a cabo por la Comisión, con los efectos inherentes al instituto de la

Otra hipótesis podría ser que la redacción abierta de las facultades que ostenta la CNMV en el ejercicio de sus potestades de supervisión e inspección, responde a una técnica legislativa propia de la transposición de Directivas o a la adaptación a nuestro Derecho de Reglamentos comunitarios, en los que se establece las facultades mínimas que han de tener todos los supervisores europeos.

“Límites y condiciones del ejercicio de las potestades de supervisión e inspección de la CNMV”.

En todo caso, podemos estar ante una cuestión interpretativa que ha de ser analizada caso por caso.

Para el ejercicio de todas las facultades enumeradas en el 234.2 TRLMV, la CNMV dispondrá de varias formas de ejercicio, según previene el 234.1 TRLMV:

*“1. La CNMV dispondrá de todas las facultades de supervisión e inspección necesarias para el ejercicio de sus funciones. **Estas facultades las podrá ejercer:***

*a) **Directamente**, sin perjuicio de la facultad de recabar la colaboración de terceros en los términos establecidos en el artículo 235.*

*b) **En colaboración con otras autoridades, nacionales o extranjeras**, en los términos previstos en esta ley y sus normas de desarrollo.*

*c) Mediante **solicitud a las autoridades judiciales competentes**”.*

Esta precisión legal es muy importante, sobre todo en el contexto comunitario de cooperación internacional y de comunicación diaria de datos sobre las operaciones realizadas en nuestro mercado de valores con ESMA.

En el estudio de las diversas facultades recogidas por el artículo 234.2 TRLMV, vamos a seguir el orden natural de ejercicio de estas actividades por parte de la CNMV, comenzando por la *“autorización y control”*, después analizaremos las facultades de *“información, investigación e Inspección”* y, por último, aquellas relativas a la *“prevención y control”*, a pesar de que ello suponga alterar el orden descriptivo que el legislador emplea.

2.2.2.1 Control y autorización

Como responsable de las actuaciones que se efectúan en el mercado de valores, la CNMV tiene atribuida la potestad de conceder **autorización administrativa** a los nuevos actores que desean intervenir en el mercado de valores. La vía de las autorizaciones administrativas es una técnica tradicional de control administrativo, que en el mercado de valores encuentra un buen ejemplo de su alcance e importancia, tanto en el ámbito nacional, cuya concesión corresponde a la CNMV, como el territorial, en el que habrá que estar a las disposiciones contenidas en los Estatutos de Autonomía, pues será la Comunidad Autónoma la responsable de esta actividad.

El modelo territorial del Estado de las Autonomías plantea un problema de reparto de competencias que trata de solucionarse con el contenido del artículo 149.1. 6º y

149.1.11º de nuestra Constitución⁷⁰, asentando la competencia exclusiva del estado sobre la legislación mercantil así como bases de ordenación de crédito, banca y seguros.

Esta disposición no es absoluta, y entronca con la concesión de autorizaciones administrativas por las Comunidades Autónomas, en materias sobre las que tienen reconocidas competencias. Así las cosas, el artículo 148.1. 12º y 148.1.13º CE, al disponer que las comunidades autónomas pueden dictar normas relativas a los instrumentos financieros, siempre que realicen acciones que se puedan acoger a estas disposiciones⁷¹.

En este campo, como bien refleja Tapia Hermida, será objeto de números conflictos de competencia, en orden a esclarecer las competencias de cada ente territorial:

*“El conflicto estará en **determinar qué es lo básico**, en la ordenación del mercado financiero en general, y del mercado e instrumentos financieros en particular”. En este sentido, nuestro TC ha establecido una serie de criterios que se pueden resumir diciendo: 1º El Estado no tiene libertad absoluta para atribuir el carácter básico a una determinada norma., sino que él mismo estará sujeto en todo caso a la revisión del Tribunal Constitucional. 2º El establecimiento por parte del Estado de **las bases del mercado financiero no puede vaciar de contenido las competencias normativas de desarrollo** que tienen las Comunidades Autónomas. 3º El Estado debe tener unas competencias suficientes para garantizar **una unidad mínima del mercado financiero**”. (TAPIA HERMIDA, 2015:259)*

Con el objetivo de garantizar la unidad del mercado de valores, las autorizaciones que regulan la entrada de nuevos intermediarios serán competencia de la CNMV y, por tanto, de carácter estatal.

Para el correcto estudio de estas facultades de control y autorización hemos de estar al contenido del artículo 234.2 TRLMV, pero también hemos de prestar atención a otros artículos del TRLMV, como el destinado el regular las ESIS, en los que se describen los procesos y requisitos necesarios para obtener la correspondiente autorización de la CNMV. En el siguiente cuadro recogemos los más relevantes.

⁷⁰ Artículo 149.1 CE: *“El Estado tiene competencia exclusiva sobre las siguientes materias: 6.ª Legislación mercantil, penal y penitenciaria; legislación procesal, sin perjuicio de las necesarias especialidades que en este orden se deriven de las particularidades del derecho sustantivo de las Comunidades Autónomas. 11.ª Sistema monetario: divisas, cambio y convertibilidad; bases de la ordenación de crédito, banca y seguros”.*

⁷¹ Artículo 148.1 CE: *“Las Comunidades Autónomas podrán asumir competencias en las siguientes materias: 12.ª Ferias interiores. 13.ª El fomento del desarrollo económico de la Comunidad Autónoma dentro de los objetivos marcados por la política económica nacional”.*

Cuadro nº 7 Facultades de autorización y control CNMV.

FACULTADES DE AUTORIZACIÓN Y CONTROL	
Empresas de servicios de inversión	Art. 149 y ss. TRLMV
Instituciones de Inversión Colectiva	Arts. 10 y ss. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva
Entidades de Capital Riesgo, Otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.	Arts. 41 y ss. Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.
Proveedores de suministros de datos	Art. 197. Quater TRLMV
Fondos de titulización de activos: sociedades gestoras.	Art. 28 Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial
OPAS	Arts. 33 y ss. TRLMV
Mercados Secundarios	Art. 43 ss. TRLMV
Plataformas de Financiación Participativa	Arts. 57 y ss. Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial
Autorización a auditores o expertos para llevar a cabo investigaciones en el mercado de valores	Art. 234.2 s) TRLMV
Publicación de avisos en el mercado de valores	Art. 234.2 o) TRLMV

Fuente: Elaboración propia.

Con este resumen podemos verificar la delicada labor de control que realiza la CNMV en el control del acceso de nuevos actores en nuestro mercado de valores.

Ejemplos del ejercicio de esta potestad lo constituyen las autorizaciones que ha de conceder la CNMV a las Empresas de Servicios de Inversión para el inicio de su actividad, regulado en los artículos 149 y ss. TRLMV⁷², sometiendo a estas entidades a un riguroso control en su acceso, con una precisa fijación de las actividades que tienen previsto realizar.

Son muy importantes las autorizaciones del inicio de actividad en los **mercados secundarios oficiales**, cuya regulación la encontramos en los artículos 43 y ss. TRLMV⁷³, Así como en el Real Decreto Ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores⁷⁴.

Los numerosos requisitos que establece la Ley habrán de ser cumplidos por quienes pretendan participar en el mercado mediante los siguientes intermediarios: Las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero y el Mercado de Renta Fija, AIAF.

⁷² Artículo 149 TRLMV: Autorización

“1. Corresponderá a la CNMV autorizar la creación de empresas de servicios y actividades de inversión. En todo caso, la tramitación del procedimiento se llevará a cabo a través de medios electrónicos. En la autorización se hará constar la clase de empresa de servicios y actividades de inversión de que se trate, la lista de servicios y de actividades de inversión, servicios auxiliares e instrumentos financieros, así como las actividades accesorias a que se refiere el artículo 142.2, que se le autoricen.

⁷³ Artículo 45.1 TRLMV: Requisitos para obtener la autorización

*“1. Los **mercados secundarios oficiales** deberán cumplir los siguientes **requisitos para obtener la autorización**:*

a) Designar una sociedad rectora, que tendrá la forma de sociedad anónima y cuyas funciones básicas serán la administración y gestión del mercado, así como la supervisión de su funcionamiento. b) Presentar el proyecto de estatutos sociales de la sociedad rectora.

c) Elaborar un programa de actividades en el que se detallen la estructura organizativa del mercado, los instrumentos financieros susceptibles de ser negociados en el mismo y los servicios que pretende prestar la sociedad rectora.

d) Que los miembros del consejo de administración de la sociedad rectora y las personas que efectivamente vayan a dirigir las actividades y las operaciones del mercado tengan una reconocida honorabilidad comercial y profesional y cuenten con conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones (...).”

⁷⁴ «B.O.E.» 30 diciembre, y entrada en vigor el 3 de enero de 2018.

Otra actividad supervisada por la CNMV en los **mercados primarios** reside en la concesión de las autorizaciones de las **Ofertas Públicas de Adquisición de Valores**, aunque en este caso se trata de una mera verificación del cumplimiento de los requisitos legales, tal y como disponen los artículos 33 y ss. TRLMV⁷⁵.

También la CNMV se encarga de conceder la autorización a novedosos actores del mercado de valores, como las **plataformas de financiación participativa**, según recoge el título V de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, título conocido como “*Ley del Crowdfunding*”, en sus artículos 57 y siguientes⁷⁶, preceptos en los que se dispone un verdadero cuerpo regulatorio para el inicio y el desarrollo de la actividad de estos nuevos sistemas de financiación alternativa a la banca tradicional.

A mayor abundamiento, si se producen cambios importantes en el desarrollo de la actividad de estas entidades, como el **cambio de los estatutos sociales** en las empresas de servicios de inversión, o **modificaciones de su programa de actividades**, se requerirá igualmente previa autorización a la CNMV, que podrá autorizarla o no, según cada caso, y que requerirá la posterior inscripción en el registro correspondiente, según prevén los artículos 156 y ss. del TRLMV⁷⁷. Dicho

⁷⁵ Artículo 33 TRLMV: Libertad de emisión

“1. Las emisiones de valores no requerirán autorización administrativa previa y para su colocación podrá recurrirse a cualquier técnica adecuada a elección del emisor.

2. No obstante lo dispuesto en el apartado anterior, el emisor deberá estar válidamente constituido de acuerdo con la legislación del país en el que esté domiciliado y deberá estar operando de conformidad con su escritura de constitución y estatutos o documentos equivalentes. Adicionalmente, los valores deberán respetar el régimen jurídico al que estén sometidos y, en los casos en los que el emisor esté obligado a elaborar un folleto, la colocación deberá ajustarse a las condiciones recogidas en él.

3. Los valores serán libremente transmisibles”.

⁷⁶ Artículo 53 ley de Fomento de Financiación Empresarial, 5/2015 de 5 de abril. Autorización de Plataformas de Financiación Empresarial.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizará e inscribirá en su registro correspondiente a las plataformas de financiación participativa, previo informe preceptivo y vinculante del Banco de España en el caso de plataformas que publiquen proyectos a los que se refiere el artículo 50.1.c) de esta Ley.

⁷⁷ Artículo 156 TRLMV: Modificaciones estatutarias en ESIS:

“1. Las modificaciones de los estatutos sociales de las empresas de servicios de inversión se sujetarán al procedimiento de autorización de nuevas entidades, si bien la solicitud de autorización deberá resolverse, notificándose a los interesados, dentro de los dos meses siguientes a su presentación.

control de acceso y posterior actividad por parte de la CNMV garantiza la publicidad de las autorizaciones y sus modificaciones, lo que es esencial para que todos los participantes del mercado tengan la misma información de manera simultánea.

Otros aspectos, como la adquisición de una participación que implique una toma de control por parte de una empresa de servicios de inversión de otra ya existente, requerirán, igualmente, la previa notificación a la CNMV, según se recoge en el artículo 175 del TRLMV⁷⁸, quien valorará la idoneidad de esta adquisición.

Con estas medidas podemos verificar que el régimen de supervisión de la Comisión es especialmente cuidadoso de las personas y entidades que acceden a nuestro mercado de valores, llevando un sistema reglado de autorización y registro, que está sujeto a continua revisión y que garantiza que los cambios que se producen en los sujetos participante del mercado de valores sean conforme a la legislación vigente.

Con relación a estas actividades la Comisión también está facultada para **publicar avisos**, letra o) del artículo 234.2 TRLMV, y autorizar a auditores o a expertos independientes llevar a cabo verificaciones o actuaciones que complementen su actividad, según el contenido del 234.2 s).

2.2.2.2 Información, Investigación e Inspección

Tras la autorización de acceso al mercado de valores como requisito previo de interacción con los intermediarios financieros y los inversores, la CNMV despliega unas amplias facultades de supervisión, inspección e información, cuyas facultades se encuentran recopiladas en casi su totalidad en el artículo 234.2 tal y como comprobaremos a continuación.

2. Cuando la solicitud no sea resuelta en este plazo, se entenderá estimada.

3. Todas las **modificaciones estatutarias** deberán ser objeto de inscripción en el Registro Mercantil y en el de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en los plazos y con los requisitos que reglamentariamente se determinen (...)."

⁷⁸ Artículo 175 Deber de notificación

"1. Toda persona física o jurídica que, por sí sola o actuando de forma concertada con otras, haya adquirido, directa o indirectamente, una **participación** en una empresa de servicios de inversión española, de tal forma que su porcentaje de derechos de voto o de capital poseído resulte **igual o superior al 5 por ciento**, lo comunicará inmediatamente por escrito a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la empresa de servicios de inversión correspondiente, indicando la cuantía de la participación alcanzada".

"**Límites y condiciones del ejercicio de las potestades de supervisión e inspección de la CNMV**".

Cabe destacar que en el ejercicio de estas facultades no existe un procedimiento reglado, como puede existir en materia tributaria, en los que la Ley General Tributaria recopila en los artículos 141 y siguientes un régimen completo de supervisión e inspección a que la Administración Tributaria debe atenerse en el ejercicio de todas sus labores relacionadas con la materia. En sede de mercado de valores no encontramos una sistemática del estilo, por lo que la CNMV goza de mayor libertad en la planificación y ejecución de sus tareas inspectoras.

Las principales facultades de supervisión e inspección las hemos recogido en el siguiente cuadro:

Cuadro nº8: Facultades de información, investigación y supervisión de la CNMV.

FACULTADES DE INFORMACIÓN, SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN DE LA CNMV: TRLMV	
Acceso a documentos y reproducción de datos	Art. 234.2.a)
Solicitud de información a receptores y transmisores de datos	Art. 234.2.b)
Tomas de declaración	Art. 234.3.b)
Inspecciones e investigaciones presenciales en oficinas o dependencias de la CNMV	Art. 234.2.c)
Requerir registros telefónicos y tráfico de datos	Art. 234.2 d)
Exigir embargo y/o congelación de activos	Art. 234.2. e)
Exigir prohibición temporal para ejercer la actividad profesional	Art. 234.2. f)
Exigir información a auditores de entidades supervisadas	Art. 234.2.g)
Exigir información sobre el volumen y finalidad de posiciones concretas en derivados de materias primas y activos y pasivos del mercado subyacente	Art. 234.2. h)
Recabar información periódica de cuentas anuales e información financiera, consultando a los auditores	Art. 234.2.t)
Recabar información sobre el grado de cumplimiento de las normas del mercado de valores, comercialización de productos y buenas prácticas de la entidad	Art. 234.2.u)
Requerir por escrito o de forma verbal la publicación de información relevante	Art. 234.2.v)
Requerir información a los participantes de mercados de materias primas y acceder a los sistemas de los operadores	Art. 234.2.x)
Garantizar la corrección de información falsa o engañosa	Art. 234.2.y)

Fuente: Elaboración propia.

Las primeras de las facultades de supervisión que recoge el TRLMV⁷⁹ se corresponden con la **obtención de información** mediante el **acceso a cualquier documento** bajo cualquier forma, o a otros datos que puedan ser importantes en el ejercicio de sus funciones, **obtener copia** de los mismos, así como solicitar a las personas que participan de la transmisión y ejecución de órdenes de valores del mercado, que proporcionen esa información a la CNMV en el plazo que ésta les determine. Puede, asimismo, citar y tomar declaración a estas personas para obtener la información que precisen en el ejercicio de su actividad.

Estas actividades son esenciales en el ejercicio de su potestad supervisora, puesto que enlazan con la obligación de las ESIS y emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, o en otro mercado regulado domiciliado en la UE, de remitir información periódica del ejercicio de su actividad relativa a la publicación del informe de auditoría de sus cuentas anuales y el correspondiente informe financiero de la empresa. En el ejercicio de la comprobación de los materiales que recibe, la CNMV puede considerar necesario obtener datos adicionales, que complementen la tarea realizada por los sujetos supervisados.

Además, tal y como dispone el artículo 234.2.g), la CNMV puede **solicitar a los auditores de las personas y entidades supervisadas**, enumeradas en el artículo 233.1.a) 1º, 2º y 8º⁸⁰, la entrega de cualquier información que hayan obtenido sobre dichas entidades en el desempeño de su función auditora.

Igualmente, la CNMV está habilitada para solicitar a cualquier persona o participante, que proporcione información y documentación sobre el volumen, la **finalidad de una posición**, así como la exposición contraída en un derivado sobre materias primas, así como la misma información relacionada con los activos y pasivos del mercado subyacente⁸¹.

⁷⁹ 273.2 TRLMV: “a) Tener acceso a cualquier documento bajo cualquier forma o a otros datos que considere que pueden ser relevantes para el ejercicio de sus funciones y recibir o procurarse copia de los mismos. b) Requerir o solicitar a cualquier persona, incluso a aquellas que intervengan sucesivamente en la transmisión de órdenes o en la ejecución de las operaciones consideradas, que facilite información en el plazo que razonablemente fije la CNMV y, si es necesario, citar y tomar declaración a una persona para obtener información”.

⁸⁰ El artículo 233.1.a.1º,2º 8º hace referencia a las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores, las Sociedades de Bolsas y los proveedores de servicios de suministros de datos.

⁸¹ Artículo 234.1.h TRLMV.

Además, la Comisión está facultada para realizar **una función de comprobación de la información periódica** sobre cuentas anuales e informes de auditoría que recoge el artículo 122.2 TRLMV de especial relevancia⁸², puesto que le habilita a **solicitar información a los auditores de las cuentas anuales de los emisores de valores** admitidos a negociación en un mercado regulado domiciliado en la UE.

Este requerimiento informativo podría ser considerado como una facultad de investigación que excede el ámbito de actuación de la CNMV, al estar accediendo a información de las entidades de carácter confidencial. No obstante, está reconocido legalmente mediante la Ley 22/2015 de 20 de julio de Auditoría de Cuentas⁸³, en la que se dictamina que no constituirá una vulneración del deber de secreto.

Además, hay que tener en cuenta que el propio artículo del TRLMV dispone expresamente que: *"La revelación por los auditores de cuentas de las informaciones requeridas por la CNMV con arreglo a lo dispuesto en este artículo no constituirá incumplimiento del deber de secreto"*⁸⁴.

Así las cosas, en el marco de esta facultad, la CNMV podrá requerir a los sujetos supervisados, emisores de valores en cualquier mercado de valores domiciliado en

⁸² 122.2 TRLMV: *"La información periódica a la que se refieren los artículos 118 a 120 anteriores deberá remitirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando España sea Estado miembro de origen en los términos que se establezcan reglamentariamente, para su incorporación al registro oficial regulado en el artículo 238. La Comisión Nacional del Mercado de Valores comprobará que la información periódica se ha elaborado de conformidad con la normativa aplicable, o procederá, en caso contrario, a requerir su cumplimiento"*.

⁸³ Artículo 38 Ley de Auditoría de Cuentas 22/2015: *"Informe a las autoridades nacionales supervisoras de las entidades de interés público. Los auditores de cuentas y sociedades de auditoría que realicen la auditoría de las cuentas anuales o de otros estados financieros de las entidades de interés público sometidas al régimen de supervisión y control atribuido al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, o a los órganos autonómicos con competencias de ordenación y supervisión de las entidades aseguradoras, tendrán la obligación de comunicar rápidamente por escrito, a los citados órganos o instituciones públicas según proceda, toda información relativa a la entidad o institución auditada de la que hayan tenido conocimiento en el ejercicio de sus funciones en los supuestos contemplados en el artículo 12.1 del Reglamento (UE) n.º 537/2014, de 16 de abril"*.

⁸⁴ 234.2 t) TRLMV: *"En el ejercicio de la función de comprobación de la información periódica a que se refiere el artículo 122.2, la CNMV podrá:*

1.º Recabar de los auditores de cuentas de los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en cualquier mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, mediante requerimiento escrito, cuantas informaciones o documentos sean necesarios, de conformidad con lo establecido en la Ley 22/2015, de 20 de julio. La revelación por los auditores de cuentas de las informaciones requeridas por la CNMV con arreglo a lo dispuesto en este artículo no constituirá incumplimiento del deber de secreto".

la UE, que reformulen la información periódica, la corrijan o complementen con información adicional.

Una función supervisora de especial transcendencia es aquella que en la que se habilita a la CNMV a **obtener información sobre el grado de cumplimiento de las normas** que afectan al mercado de valores por parte de las entidades objeto de supervisión⁸⁵. Esta facultad, que trata de verificar que se cumplen las obligaciones de conducta contenidas en el TRLMV se ha convertido en uno de los pilares de su labor supervisora a raíz de la trasposición de “MIFID II”⁸⁶, Directiva 2014/65/UE, en nuestro ordenamiento jurídico.

Uno de los motivos fundamentales por los que se incorpora esta facultad, radica en la proliferación que hubo años atrás de casos con gran impacto mediático en los que se puso en duda (y en algunos supuestos se impusieron sanciones muy elevadas) la correcta comercialización de productos financieros entre inversores minoristas (preferentes, productos estructurados, swaps etc.).

A través de esta facultad, que puede ser desarrollada mediante **técnicas de “mystery shopping”**, sin revelar la identidad de la condición de empleados de la Comisión, la CNMV puede obtener información que verifique si las entidades supervisadas están comercializando sus productos financieros de acuerdo con la normativa vigente, así como si están llevando a cabo buenas prácticas en el diseño, distribución y comercialización de los mismos.

Otra de las facultades de las que dispone la CNMV consiste en **requerir por escrito o verbalmente a las entidades** que participan en el mercado de valores español, enumeradas en el artículo 230 TRLMV⁸⁷, que publiquen de forma inmediata la información sobre el mercado de valores relativa a su **actividad que pueda influir en el buen funcionamiento de nuestro mercado de valores**⁸⁸. Esta posibilidad de

⁸⁵ Art. 234.2.u) TRLMV: *“Recabar, por medio de sus empleados, la información sobre el grado de cumplimiento de las normas que afectan a los mercados de valores por las entidades supervisadas, sin revelar aquellos su condición de personal de la CNMV y, en especial, respecto del modo en el que sus productos financieros están siendo comercializados, así como sobre las buenas o malas prácticas que dichas entidades pudieran estar llevando a cabo”.*

⁸⁶ Su trasposición quedó completada el 29 de septiembre de 2018, fecha en la que se publicó en el Boletín Oficial del Estado (BOE) el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.

⁸⁷ Art. 230 TRLMV Obligaciones de los emisores de valores en relación con la información privilegiada.

⁸⁸ Art. 234.2. v) TRLMV: *“Requerir, por escrito o verbalmente, a las personas y entidades enumeradas en el artículo 230 que hagan pública de manera inmediata la información que aquella estime pertinente sobre sus actividades relacionadas con el mercado de valores o que puedan influir en éste. De no hacerlo directamente los obligados, lo hará la propia CNMV”.*

requerimiento verbal se ha de limitar a los supuestos de urgencia, o cuando exista una grave causa que lo justifique, pues de otro modo, los requerimientos han de ser escritos. Esto se regula con detalle en el procedimiento llamado “P02”⁸⁹, que estudiaremos en este capítulo.

Dicha facultad es eminentemente coactiva, puesto que el propio artículo faculta a la CNMV a publicar ella misma la citada información si no lo realiza la entidad requerida.

La Comisión ostenta también la facultad de **requerir información relativa a los instrumentos derivados sobre materias primas** a los participantes de los mercados al contado, a través de formularios estandarizados. Puede además solicitar informes sobre las operaciones que se realizan en estos mercados y acceder de forma directa a los sistemas de los operadores⁹⁰. Esta facultad supervisora es de gran magnitud, y nos lleva a plantearnos el marcado carácter intervencionista que ostenta la CNMV sobre los sujetos que participan en mercados organizados.

También la Comisión podrá exigir que se tomen las medidas necesarias para que el público sea informado de forma eficiente sobre las condiciones actuales del mercado. Una de las vías que señala para ejecutar esta directriz es que se lleve cabo, previa solicitud, la corrección de información falsa o engañosa previamente publicada por los emisores, o por cualquier otro sujeto, para que efectúe la necesaria rectificación.

Esta facultad conecta con la obligación de publicar información privilegiada (antes denominada "relevante"), dispuesta en el artículo 228 TRLMV.

Se considera información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar de forma razonable a un inversor, en la toma de decisiones para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y, por tanto, pueda influir incluso solo de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.

La información relevante debe ser comunicada a la CNMV por los emisores de valores afectados, en los términos definidos por la normativa y, en especial en la

⁸⁹ “P02”: *Procedimiento para la formulación de requerimientos de solicitud de datos e información a las personas y entidades que intervienen en el mercado de valores.*

⁹⁰ Art. 234.2.x) TRLMV: *“En relación con los instrumentos derivados sobre materias primas, requerir información a los participantes de los mercados de contado relacionados mediante formularios normalizados, recibir informes sobre las operaciones y acceder directamente a los sistemas de los operadores”.*

propia LMV y la Circular 4/2009, de 4 de noviembre. La CNMV lleva un registro donde publica la información relevante recibida como hechos relevantes.

La expresión “*información privilegiada*” es un **concepto jurídico indeterminado**, por lo que en la Circular 4/2009, la CNMV incluye un anexo con ejemplos típicos de información relevante: Transformaciones, fusiones o escisiones, solicitud de concurso de acreedores y evolución del proceso concursal, lanzamiento de ofertas públicas de adquisiciones de valores, o acuerdos de modificación del capital social, entre otros.

Esta materia, muy rica en su contenido, implementado por el Reglamento de abuso de mercado 565/2014, conocido como “*MAR*” por sus iniciales en inglés “*Market Abuse Regulation*”, y adaptada a nuestro actual Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores, incorpora motivos por los que se puede retrasar justificadamente la publicación de esta información⁹¹.

En todo este conjunto de facultades relacionadas con la obtención de información, subyace una misma pregunta: ***¿se está vulnerando el derecho a la protección de datos de las entidades sujetas a supervisión por parte de la CNMV?*** Para contestar a esta pregunta hemos de recordar que los derechos no son absolutos, y que su ejercicio ha de estar ponderado por la necesaria concurrencia de derechos de sujetos diferentes, que a veces pueden ser contradictorios. Así hemos de interpretarlo a tenor del contenido de varios artículos de nuestro ordenamiento jurídico.

En primer lugar, el artículo 105.b de la CE⁹² dispone que ha de ser una disposición legal la que regule el acceso de los ciudadanos a los archivos y registros que afecten a la intimidad de las personas, luego no es una cuestión menor. Hemos de remitirnos a la ley de Procedimiento administrativo⁹³, en su artículo 53.1.a) para

⁹¹ Art. 228.4 TRLMV: “*Un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad retrasar la publicación y difusión de la información relevante cuando considere que la información perjudica sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de dicha información. El emisor informará inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores*”.

⁹² Artículo 105.b CE: “*La ley regulará el acceso de los ciudadanos a los archivos y registros administrativos, salvo en lo que afecte a la seguridad y defensa del Estado, la averiguación de los delitos y la intimidad de las personas*”.

⁹³ Artículo 53 Ley 39/2015 del Procedimiento Administrativo Común. Derechos del interesado en el procedimiento administrativo: “*1. Además del resto de derechos previstos en esta Ley, los interesados en un procedimiento administrativo tienen los siguientes derechos:*

A conocer, en cualquier momento, el estado de la tramitación de los procedimientos en los que tengan la condición de interesados; el sentido del silencio administrativo que corresponda, en caso de que la Administración no dicte ni notifique resolución expresa en plazo; el órgano competente

comprobar que es una cuestión reglada y que el acceso a la información de los administrados está sujeto a garantías legalmente previstas. La Ley 19/2013, de 9 de diciembre, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno ha venido a confirmar la protección de un derecho del administrado, cuya esencia reside en el **derecho fundamental a su intimidad**, recogido en el artículo 18 de nuestra Constitución, que constituye uno de los límites a las actuaciones de supervisión e inspección de la CNMV, tal y como hemos visto en el Capítulo 1.

El TRLMV en su artículo 234.12, sin embargo, establece que los derechos de los interesados sobre esos datos quedarán limitados durante el tiempo necesario para salvaguardar el buen fin de las actuaciones inspectoras y supervisoras, lo cual constituye una limitación importante, restrictiva, si cabe, del propio derecho fundamental recogido en el artículo 18 CE, por la que se someten los derechos de los administrados a los intereses de la Administración.

Este **deber de secreto** aparece también recogido en el artículo 54 del Reglamento de Régimen Interior de la Comisión de 10 de diciembre de 2019, donde se especifican con especial cuidado las **obligaciones de confidencialidad** del personal al servicio de la CNMV con relación a la información de naturaleza reservada a la que hayan tenido acceso en el ejercicio de sus funciones.

Dentro de sus facultades de supervisión e inspección hemos de incluir también la facultad que ostenta la CNMV de **realizar inspecciones o investigaciones en cualquier oficina o dependencia**⁹⁴, así como la posibilidad de solicitar los **registros telefónicos** y de **tráfico de datos** de las entidades supervisadas⁹⁵.

para su instrucción, en su caso, y resolución; y los actos de trámite dictados. Asimismo, también tendrán derecho a acceder y a obtener copia de los documentos contenidos en los citados procedimientos.

Quienes se relacionen con las Administraciones Públicas a través de medios electrónicos, tendrán derecho a consultar la información a la que se refiere el párrafo anterior, en el Punto de Acceso General electrónico de la Administración que funcionará como un portal de acceso. Se entenderá cumplida la obligación de la Administración de facilitar copias de los documentos contenidos en los procedimientos mediante la puesta a disposición de las mismas en el Punto de Acceso General electrónico de la Administración competente o en las sedes electrónicas que correspondan”.

⁹⁴ Art. 234.2.c) TRLMV: “Realizar **inspecciones o investigaciones presenciales** en cualquier oficina o dependencia.”

⁹⁵ Art. 234.2.d) TRLMV: “**Requerir los registros telefónicos y de tráfico de datos** de que dispongan las personas o entidades a las que se refiere el artículo 233.1 TRLMV. Conforme a lo dispuesto en la disposición adicional decimoquinta de la Ley Orgánica de Protección de Datos, cuando no haya podido obtener por otros medios la información necesaria para realizar sus labores de supervisión o inspección, la CNMV, podrá en los términos previstos en dicha disposición, recabar de los operadores que presten servicios de comunicaciones electrónicas disponibles al público y de los prestadores de servicios de la sociedad de la información los datos que obren en su poder relativos a la comunicación

En el ejercicio de esta última facultad, se permite a la Comisión recabar dichas informaciones directamente a los operadores de servicios de comunicaciones electrónicas o prestadores de servicios de la sociedad de la información.

Dicha posibilidad aparece recogida en la Disposición Adicional Decimoquinta⁹⁶ de la **Ley Orgánica 3/2018, de 5 de diciembre, de Protección de Datos Personales y garantía de los derechos digitales**. En este sentido es importante que la propia Ley señala la necesidad de solicitar autorización judicial ante el Juzgado Central de lo Contencioso-Administrativo para la salvaguarda de los derechos del administrado.

Además, la Comisión tiene atribuida bajo su supervisión, aspectos concretos del mercado de valores que están regulados bajo Reglamentos UE de directa aplicación en España. Destacamos los siguientes:

- Reglamento UE nº 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012 sobre las **ventas en corto** y determinados aspectos de las coberturas por impago, a cuyos efectos la CNMV goza del estatuto de autoridad competente: 234.2.11 TRLMV.

electrónica o servicio de la sociedad de la información proporcionados por dichos prestadores que sean distintos a su contenido y resulten imprescindibles para el ejercicio de dichas labores.

*A tal efecto, el órgano competente de **la CNMV deberá solicitar la correspondiente autorización judicial, cuando la misma implique restricción de derechos fundamentales**, al Juzgado Central de lo Contencioso-Administrativo, que resolverá en el plazo máximo de cuarenta y ocho horas”.*

⁹⁶ Disposición adicional decimoquinta la Ley Orgánica Ley Orgánica 3/2018, de 5 de diciembre, de Protección de Datos Personales y garantía de los derechos digitales: Requerimiento de información por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

“a) Cuando no haya podido obtener por otros medios la información necesaria para realizar sus labores de supervisión o inspección, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá recabar de los operadores que presten servicios de comunicaciones electrónicas disponibles al público y de los prestadores de servicios de la sociedad de la información, los datos que obren en su poder relativos a la comunicación electrónica o servicio de la sociedad de la información proporcionados por dichos prestadores que sean distintos a su contenido y resulten imprescindibles para el ejercicio de dichas labores.

La cesión de estos datos requerirá la previa obtención de autorización judicial otorgada conforme a las normas procesales.

Quedan excluidos de lo previsto en este apartado los datos de tráfico que los operadores estuviesen tratando con la exclusiva finalidad de dar cumplimiento a las obligaciones previstas en la Ley 25/2007, de 18 de octubre, de conservación de datos relativos a las comunicaciones electrónicas y a las redes públicas de comunicaciones”.

- Reglamento UE nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de abril de 2014 sobre **abuso de mercado**, en el que se reconoce a la Comisión como autoridad competente: artículo 234.2.13 TRLMV.
- Reglamento UE nº 2016/1101 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016 sobre **índices de referencia**, en el que igualmente se reconoce a la CNMV con el estatuto de autoridad: artículo 234.14 TRLMV.

En caso de que la Comisión encontrara resistencia u oposición en el ejercicio de sus facultades de inspección y supervisión, y ésta implique la restricción de derechos fundamentales, la CNMV debe solicitar autorización judicial ante los Juzgados Centrales de lo Contencioso-Administrativo, que habrán de resolver dicha solicitud en el plazo de cinco días.

Posibilidad de adoptar las medidas a las que se refiere el 2 e), f), i), j), k), l), m), ñ), o), q), r), s), u), w), y), z) como medidas provisionales en el desarrollo de un expediente sancionador para asegurar la eficacia de una eventual resolución condenatoria⁹⁷.

En el caso de que las medidas descritas en los artículos 2.e), f), i), k), y t) se efectúen sobre entidades sujetas a la supervisión del Banco de España o la Dirección General del Seguro, se ha de notificar con carácter previo a los citados organismos, y para el caso del embargo y la congelación de activos, se requiere **un informe previo** de dichos organismos.

Finalmente, en el ejercicio de sus funciones, La CNMV puede **hacer pública cualquiera de las medidas adoptadas en el ejercicio de su actividad de supervisión** como consecuencia del incumplimiento de las normas aplicables, siempre que no suponga un perjuicio desproporcionado para las personas afectadas o ponga en riesgo el correcto funcionamiento del mercado de valores.

2.2.2.3 Prevención y corrección

Entre las prácticas preventivas y correctoras que la Comisión ejecuta para evitar perjuicios en el funcionamiento del mercado o una posterior apertura de un expediente sancionador, encontramos varias facultades, cuyo contenido más relevante reflejamos en el siguiente cuadro.

⁹⁷ Art.234.4 TRLMV: “Podrán adoptarse como medida cautelar en el transcurso de un expediente sancionador o como medida al margen del ejercicio de la potestad sancionadora, siempre que sea necesario para la eficaz protección de los inversores o el correcto funcionamiento de los mercados, y se mantendrán mientras permanezca la causa que las hubiera motivado”.

Cuadro nº 9: Facultades de prevención y corrección de la CNMV.

FACULTADES DE PREVENCIÓN Y CORRECCIÓN DE LA CNMV: TRLMV	
Exigir el embargo y/o la congelación de activos	Art. 234.2.e)
Prohibición temporal del ejercicio de la actividad profesional	Art. 234.2.f)
Cese provisional o definitivo de prácticas consideradas abuso de mercado	Art.234.2.i)
Suspensión y limitación del volumen o de las actividades u operaciones realizadas	Art. 234.2.k)
Suspensión o exclusión de negociación de un instrumento financiero	Art.234.2.l)
Obligar a la adopción de medidas para la reducción del volumen de una posición o exposición en el mercado	Art.234.2 .m)
Remitir asuntos para su procesamiento penal	Art.234.2. n)
Suspender la comercialización o venta de instrumentos financieros que no cumplan con MIFIR	Art.234.2.p)
Suspender la comercialización o venta de instrumentos financieros sin una adecuada política de gobernanza	Art. 234.2 q)
Apartar a una persona física de un órgano de administración de una ESI u organismo rector	Art. 234.2.r)

Fuente: Elaboración propia.

Dentro de las facultades de prevención y corrección, encontramos la exigencia del embargo y/o de la congelación de activos o la exigencia de prohibición temporal para el ejercicio de la actividad profesional⁹⁸.

Estas funciones que tienen atribuidas la Comisión son expresión, sin duda, de la *potestas* que el Estado delega en esta administración independiente, puesto que muchas de sus medidas suponen una intervención en la esfera personal o patrimonial del administrado, y nos llevan a preguntarnos si sería necesario la **autorización judicial** previa para su efectivo ejercicio. La práctica nos demuestra que es así, pero del literal de la Ley no deducimos dicha necesidad intervención del poder judicial.

⁹⁸ Artículo 234.2.e y 234.2.f) TRLMV: “e) Exigir el embargo y/o la congelación de activos. f) Exigir la prohibición temporal para ejercer actividad profesional”.

Dentro de sus facultades encontramos también la posibilidad de exigir el cese de toda práctica que considere contraria al reglamento de abuso de mercado previamente citado, así como el Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012 (MIFIR)⁹⁹ cuyo objetivo es garantizar el respeto a la normativa de abuso de mercado y evitar que las conductas de manipulación u obstrucción a su buen funcionamiento vuelvan a repetirse.

De igual modo, la Comisión ostenta la facultad de **acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las actividades** que las personas o entidades puedan realizar en el mercado de valores, acordar la suspensión o exclusión de la negociación de un instrumento financiero, negociado en un mercado secundario o en otro sistema de negociación, o solicitar a una persona que reduzca el volumen de una determinada posición o exposición mantenida en el ejercicio de su actividad.¹⁰⁰

Todas estas facultades tienen un marcado carácter intervencionista, que viene complementado por otras actividades tales como limitar la capacidad de las personas o entidades de suscribir un contrato de **derivados sobre materias primas**, introduciendo límites a las posiciones que una persona pueda mantener dentro de estos mercados organizados¹⁰¹.

Esta previsión nos recuerda a una reciente medida de supervisión adoptada por la CNMV el pasado 16 de marzo de 2020, *“Motivada por la volatilidad de los mercados europeos, incluyendo los españoles, su evolución en el contexto de la situación creada por el COVID-19, el riesgo de que se produzcan movimientos de precio desordenados y las implicaciones de la declaración en España del estado de alarma el, 14 de marzo de 2020”*.¹⁰²

Dicha medida se tomó al amparo del citado reglamento, sobre las **ventas en corto** y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago. La prohibición afectó a cualquier operación sobre acciones o relacionada con índices, incluyendo

⁹⁹ Artículo 234.2 i) TRLMV: *“Exigir el cese provisional o definitivo de toda práctica o conducta que considere contraria a las disposiciones del Reglamento (UE) n° 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, del Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, o a esta ley y sus disposiciones de desarrollo y prevenir la repetición de dicha práctica o conducta”*.

¹⁰⁰ Arts. 234.2 TRLMV en sus letras k), l) y m).

¹⁰¹ Art. 234.2.TRLMV en su letra ñ).

¹⁰² Comunicado Oficial de la CNMV de 16 de marzo de 2020: Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={031a482c-b537-469d-8c45-b131829d3647}>

operaciones de contado, derivados en mercados organizados o derivados OTC. Con relación a estas facultades, se han tomado medidas de prohibición de venta de opciones binarias a inversores minoristas y se han impuesto restricciones en caso de CFD¹⁰³.

Asimismo, conectadas con las anteriores facultades, la CNMV puede **suspender o prohibir la comercialización o venta de instrumentos financieros o depósitos estructurados** si la empresa de servicios de inversión no cumple con las previsiones del Reglamento MIFIR o bien, si no cuenta con los procedimientos legalmente previstos de diseño y aprobación de los productos que comercializa¹⁰⁴.

La Comisión también ostenta importantes facultades relacionadas con los órganos internos de la administración, puesto que puede exigir que una persona física se aparte del órgano de administración de una ESI o de un organismo rector del mercado¹⁰⁵. También está facultada para **suspender cautelarmente el ejercicio de los derechos de voto asociados a acciones**, hasta que se constate el cumplimiento de las obligaciones de información del artículo 125 TRLMV¹⁰⁶ en el momento de la incoación o en el transcurso de un expediente sancionador.

En este contexto, es importante señalar tal y como advierte Suárez de Lezo Cruz-Conde que la actividad de **supervisión sobre las sociedades de capital** no es tan

¹⁰³ Nota de prensa de la CNMV de 29 de junio de 2019: Disponible en: <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B74eb317a-0dfa-4377-9f4c-42f6a12b0c0b%7D>

¹⁰⁴ Artículos 234.2.p) y 234.2. q) TRLMV

¹⁰⁵ Art. 234.2.r) TRLMV

¹⁰⁶ Art. 125.1 TRLMV: Obligaciones del accionista y de los titulares de otros valores e instrumentos financieros

*“1. El accionista que, directa o indirectamente, adquiera o transmita acciones de un emisor para el que España sea Estado de origen, en los términos que se establezcan reglamentariamente, cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en cualquier otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, y que atribuyan derechos de voto, y como resultado de dichas operaciones, la proporción de derechos de voto que quede en su poder alcance, supere o se reduzca por debajo de los porcentajes que se establezcan, **deberá notificar al emisor y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en las condiciones que se señalen, la proporción de derechos de voto resultante.***

La obligación contenida en el párrafo anterior se aplicará también cuando la proporción de derechos de voto supere, alcance o se reduzca por debajo de los porcentajes a los que se refiere el párrafo anterior a consecuencia de un cambio en el número total de derechos de voto de un emisor sobre la base de la información comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y hecha pública”.

intrusiva como pudiera parecer¹⁰⁷ y sólo opera en casos previamente tasados y regulados:

*“La nueva redacción de dada a la Disposición Adicional Séptima de la Ley de Sociedades de Capital podría dar a entender que se han incluido un gran número de **nuevas potestades de supervisión a la CNMV**, incluyendo obligaciones resultantes de numerosos artículos de la Ley de Sociedades de Capital, a las cuales se habría dotado del carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, estableciendo en el segundo párrafo la competencia supervisora de la CNMV para incoar e instruir los expedientes sancionadores que pudieran corresponder. Un análisis más detenido, sin embargo, nos lleva a la conclusión de que **sólo dos preceptos, el artículo 515 LSC, relativo al plazo de convocatoria de las juntas generales extraordinarias y el artículo 529 quince, referente a la comisión de nombramientos y retribuciones, han sido incluidos por la Ley 31/2014 dentro de las potestades supervisoras de la CNMV**”. (SUÁREZ DE LEZO, 2018: 222)*

La supervisión de la CNMV sobre las sociedades de capital cobra gran importancia en la convocatoria de juntas extraordinarias, contenido que ya venía siendo obligatorio para las juntas ordinarias en cuanto a su anuncio de convocatoria y publicidad, así como en la vigilancia de la existencia de una comisión de nombramientos y retribuciones. Hemos de tener presente que ya estaba dentro de las facultades de supervisión de la CNMV la verificación de la correcta designación de la comisión de auditoría, el control del informe anual de gobierno corporativo y la comprobación del informe anual sobre retribuciones de consejeros.

Estas facultades encuentran un importante límite en la inscripción registral que ha de llevarse a cabo en muchos de los actos societarios. Tal y como señala Suárez de Lezo:

*“El artículo 20.1 del Código de Comercio y el artículo 7 del Reglamento del Registro Mercantil establecen la **presunción de legalidad de los acuerdos sociales inscritos** y los someten a la protección de los Tribunales de Justicia hasta que se inscriba la declaración judicial de su inexactitud o nulidad¹⁰⁸”. (SUÁREZ DE LEZO, 2018: 224-225)*

¹⁰⁷ Suarez de Lezo Cruz- Conde, Rafael: Disponible en:

<http://vlex.com/vid/competencias-supervisoras-cnmv-637785185> Pág. 222.

¹⁰⁸ Suárez de Lezo. Ob. Cit. Págs. 224-225.

Si se produjera una situación práctica en la que la CNMV encontrara alguna irregularidad en actos societarios inscritos, si hubiera un procedimiento judicial abierto, en virtud del principio de prejudicialidad recogido en el artículo 272 TRLMV, habrían de esperar a que los tribunales se pronunciaran sobre la legalidad del acto inscrito para decidir abrir o no un expediente sancionador.

La Comisión también dispone de importantes facultades de intervención en la **comercialización de productos de inversión** minorista empaquetados, pudiendo prohibir o suspender su actividad comercial.

Asimismo, en su tarea de supervisión, la CNMV podrá adoptar cualquier tipo de medida para que las entidades y personas objeto de supervisión cumplan con la normativa aplicable, así como con los requerimientos de subsanación o corrección efectuados¹⁰⁹.

Dicha previsión pudiera entenderse una cláusula en cierto modo excesiva, si no fuera porque viene acompañada de un ejemplo, como es la solicitud de informes de expertos independientes y órganos de control interno o cumplimiento normativo.

Tras la descripción de estas facultades nos planteamos si la **información** que recopila la CNMV en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección tiene **valor probatorio** ante un eventual procedimiento administrativo sancionador o ante un procedimiento judicial.

Es el propio texto legal el que nos da la respuesta en el artículo 234.7 TRLMV, en el que se reconoce dicho valor, sin perjuicio de la posibilidad de alegación de pruebas o hechos en distinto sentido por parte del interesado.

Como consecuencia de todas estas actividades de supervisión e inspección, la CNMV realiza con carácter anual una intensa labor de supervisión e inspección que, en el ámbito de los mercados, encontramos resumida en el siguiente cuadro.

¹⁰⁹ Art. 234.2. j) TRLMV: “Adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse que las personas y entidades sometidas a su supervisión cumplen con las normas y disposiciones aplicables, o con los requerimientos de subsanación o corrección realizados, pudiendo exigir a tales personas y entidades, aislada o colectivamente y a tal fin, la aportación de informes de expertos independientes, auditores o de sus órganos de control interno o cumplimiento normativo”.

Cuadro nº 10: Resumen de la actividad supervisora de los mercados.

Resumen de la actividad supervisora de los mercados				
CUADRO 5.1.2				
Mercados	Requerimientos	Informes de supervisión	Informes remitidos a otras direcciones u organismos	Informes periódicos
Renta variable				
2018	171	74	35	26
2019	107	67	39	0
Renta fija				
2018	6	0	9	0
2019	0	0	9	4
Derivados				
2018	3	2	0	27
2019	4	9	5	34
Liquidación				
2018	5	0	0	0
2019	7	0	7	0
Compensación				
2018	23	1	2	0
2019	29	12	8	0
Otros				
2018	36	0	0	23
2019	40	1	0	10
Total				
2018	244	77	46	76
2019	187	89	68	44

Fuente: Informe anual CNMV 2019.

2.3 EJERCICIO DE LAS POTESTADES DE SUPERVISIÓN E INSPECCION

Las funciones de supervisión e inspección que hemos visto que tiene asignadas la Comisión Nacional del Mercado de Valores se realizan, con carácter principal, a través de dos procedimientos: **supervisiones a distancia y supervisiones “in situ”**. Las supervisiones a distancia las desarrolla en atención a la información que hemos visto que recibe la Comisión con carácter regular, de las personas y entidades que participan del mercado de valores, así como aquella otra información de carácter complementario que puede requerir en el ejercicio de sus a funciones.

Las **supervisiones “in situ”**, por el contrario, son frecuentemente denominadas inspecciones, cuestión importante, puesto que pocas veces el TRLMV hace referencia a la distinción de los conceptos supervisión e inspección, usándolos como sinónimos la mayor parte de las veces, cuando no ocurre lo mismo en otros sectores

que gozan de cierta autonomía, como en el ámbito tributario¹¹⁰. A través de esta facultad, la CNMV puede realizar investigaciones más concretas y cercanas, teniendo acceso a las oficinas o dependencias del sujeto investigado, y pudiendo tener acceso a los datos, documentos, registros y archivos de forma directa, con la facultad de obtener copia de los mismos.

Las actuaciones de supervisión e inspección se desarrollan teniendo en cuenta los planes de supervisión que la CNMV aprueba con carácter anual. Los planes suelen especificar las supervisiones concretas a distancia que se van a desarrollar, teniendo en cuenta si van a tener alcance periódico, o si por el contrario van a ser específicas. También fijará con carácter previo si su alcance va a ser general o particular. Como guía de actuación de referencia para los sujetos que actúan en el mercado de valores, la CNMV ha elaborado diversos documentos informativos sobre procedimientos, entre ellos el llamado "P01", relativo a la supervisión e inspección de las personas y entidades que participan en el mercado de valores¹¹¹.

Del mismo modo, los planes de supervisión realizarán una programación de las **inspecciones "in situ"** que se pretenden desarrollar, teniendo en cuenta si van a tener carácter concreto, parcial, o de seguimiento.

¹¹⁰ Artículo 141 Ley General Tributaria 58/2003, de 18 de diciembre. La **inspección tributaria**:

"La inspección tributaria consiste en el ejercicio de las funciones administrativas dirigidas a:

a) La investigación de los supuestos de hecho de las obligaciones tributarias para el descubrimiento de los que sean ignorados por la Administración.

b) La comprobación de la veracidad y exactitud de las declaraciones presentadas por los obligados tributarios.

c) La realización de actuaciones de obtención de información relacionadas con la aplicación de los tributos, de acuerdo con lo establecido en los artículos 93 y 94 de esta ley.

d) La comprobación del valor de derechos, rentas, productos, bienes, patrimonios, empresas y demás elementos, cuando sea necesaria para la determinación de las obligaciones tributarias, siendo de aplicación lo dispuesto en los artículos 134 y 135 de esta ley.

e) La comprobación del cumplimiento de los requisitos exigidos para la obtención de beneficios o incentivos fiscales y devoluciones tributarias, así como para la aplicación de regímenes tributarios especiales. (...)"

¹¹¹ Procedimiento sobre la supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en el mercado de valores: P01. Accesible en:

<https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Procedimientos/P01-Supervision-e-inspeccion.pdf>

Los planes habrán de determinar también el número de entidades que van a ser objeto de estas inspecciones, que a veces corresponde con aquellas en las que han detectado irregularidades en el plan de supervisión del ejercicio concluido, y otras muchas corresponden a una selección que se realiza de forma aleatoria.

La programación de las inspecciones se realiza a nivel departamental por la CNMV a través de planes que no son de contenido público. No obstante, a través del contenido del **Plan estratégico y de Actividades de la CNMV**, en este caso 2019-2020 y también de las memorias anuales (apartado de supervisión), donde la CNMV rinde cuentas y publica a grandes líneas cuáles han sido las prioridades supervisoras, podemos realizar una aproximación a las líneas de actuaciones de trabajo que han desempeñado las unidades competentes de supervisión e inspección durante el ejercicio 2019 dentro de las funciones y jerarquías que existe en la Comisión.

2.3.1 Líneas estratégicas de actuación CNMV 2019- 2020

Las Líneas Estratégicas de actuación 2019- 2020 incluyen **tres ejes fundamentales** de actuación: la supervisión como prioridad, el fomento de la competitividad y el fortalecimiento del mercado español, y la atención a los cambios y fenómenos de mercado impulsados por la tecnología. Resulta muy revelador que la función supervisoras se establezca como prioridad, lo que encaja sin duda, dentro del marco de actuación de los supervisores y europeos y la creciente importancia de la supervisión frente a la regulación.

2.3.2 Plan de actividades CNMV 2019- 2020

Del contenido de la Plan de Actividades 2019, vamos a destacar los ejes estratégicos, que se articulan en cuatro ámbitos:

- a) Supervisión de intermediarios financieros
- b) Supervisión de mercados
- c) Relaciones con inversores y otras partes interesadas
- d) Mejoras en el funcionamiento de la CNMV y recopilación de información

Describiremos su contenido con el objeto de medir con carácter posterior su grado de cumplimiento, a través de los indicadores o “*KPI* ¹¹²” señalados por la propia CNMV en su Informe anual sobre los mercados y su actuación de 2019¹¹³.

a) Supervisión de Intermediarios financieros

En cuanto a la supervisión de intermediarios financieros¹¹⁴, principal línea estratégica del Plan de Actividades analizado, la CNMV propone 7 áreas de trabajo fundamentales:

- I. **Elaboración de Guías Técnicas:** publicación de criterios, prácticas, metodologías y procedimientos que sirvan de orientación a los agentes del mercado de valores para cumplir con la regulación vigente. Se prevé la publicación, en concreto, de tres nuevas guías técnicas:
 - **Guía Técnica para las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)**, sobre mejor ejecución y selección de intermediarios. Pretende recopilar la experiencia del supervisor en esta materia, orientando a estas sociedades en su gestión.
 - **Guía Técnica sobre actividades accesorias de las Empresas de Servicios de Inversión (ESIS)**. Fijará el umbral a partir del cual la actividad accesorio se considera de riesgo para el cliente, bajo el prisma de si las actividades accesorias pueden ser objeto de supervisión por otro organismo: Banco de España o Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
 - **Guía Técnica sobre autorización de entidades:** su objeto es describir el proceso de autorización y hacerlo más sencillo, tratando de reducir los plazos vigentes. Cobra importancia el principio de proporcionalidad y la calidad de la información que las entidades han de presentar.
- II. **Revisión de procedimientos:** se pretende llevar a cabo una profunda revisión de los procedimientos de autorización de entidades, con una completa actualización de su contenido a la legalidad, en consonancia con la publicación de una nueva Guía Técnica.

¹¹² **KPI** corresponde a las palabras inglesas “*Key Performance Indicator*”, variables que se emplean como mecanismos de medición de desempeño de una organización, en atención a unos niveles u objetivos previos.

¹¹³ Informe accesible en:

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2019_Resumen.pdf

¹¹⁴ Plan de Actividades CNMV 2019. Págs.34-ss. Accesible en:

<https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PlanActCNMV.aspx>

- III. Revisiones Horizontales:** son de gran importancia para nuestro estudio, ya que están adscritas directamente con las actividades de inspección e inspección y los límites y condiciones que dispone la CNMV para su desenvolvimiento, eje central de nuestro trabajo.

Estas revisiones horizontales se pueden referir tanto a todas las entidades financieras como a una muestra relevante de entidades, y su objetivo puede ser verificar el cumplimiento de alguna norma o bien determinar criterios específicos. Las supervisiones horizontales programadas son las siguientes:

- **Revisión del cumplimiento de la decisión ESMA relativa a FCD (*Contract for Difference*) y opciones binarias.** El objetivo es tomar una muestra representativa de entidades, para verificar el cumplimiento de las siguientes reglas:
 - Niveles de apalancamiento
 - Procedimientos para recabar garantías adicionales y cierre de posiciones
 - Procedimientos para evitar el saldo negativo por cuenta.

Tal y como se ha comentado con anterioridad, en esta materia, el alto riesgo y complejidad de estos instrumentos llevó a ESMA a adoptar la decisión de prohibir la comercialización de opciones binarias a clientes minoristas y restringir la comercialización de CFD.

- **Revisión relativa a las inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), en otras IIC gestionadas por su gestora.** Se quieren estudiar los sistemas de repercusión de comisiones para perseguir el uso de buenas prácticas en la materia.
- **Actuaciones inspectoras específicas sobre debilidades detectadas en algunas entidades en el proceso de análisis de la idoneidad y conveniencia de los productos financieros** ofrecidos a los clientes: la información proporcionada ha de ser de calidad y respetar ciertos parámetros determinados en la normativa MIFID. Para este estudio la CNMV prevé realizar inspecciones puntuales sobre una muestra representativa de entidades.
- **Revisión horizontal de las la operativa “on line” de las entidades que prestan servicios de inversión.** El objeto de esta supervisión transversal es comprobar el cumplimiento de las normas de conducta por parte de las entidades financieras en el ejercicio de una forma de comercialización que cada vez cobra más peso en el sector financiero.

- **Revisión horizontal de la información no cuantitativa pública periódica de las ICC (Instituciones de Inversión Colectiva):** consiste en la revisión de los procesos internos informáticos, generados por algoritmos, por lo que supone la puesta en marcha de una actividad novedosa, del ámbito Fintech, conocida como *“suptech”*.

IV. Establecimiento de nuevas áreas de supervisión: la CNMV propone incrementar su perímetro supervisor, añadiendo dos nuevas áreas de trabajo, como la monitorización de la actividad realizada por las Empresas que operan a través de entidades en **libre prestación de servicios**: el llamado “pasaporte europeo”, determina que la supervisión de esta actividad corresponda al país origen, que viene a certificar que la entidad que viene a España a prestar sus servicios cumple con la normativa europea. No obstante, la CNMV prevé adoptar una unidad específica de supervisión para estas entidades, para recabar información sobre la actividad desarrollada en España, o solicitar al supervisor de origen la reparación de alguna incidencia detectada.

V. Mystery Shopping: se prevé el empleo de técnicas de *“Mystery Shopping”* mediante la colaboración de un agente externo con la CNMV, para la realización de investigaciones concretas, entre las que destaca la obtención de información sobre empresas no autorizadas: chiringuitos financieros.

El mystery shopping consiste en emplear técnicas de mystery shopper o cliente encubierto: es una técnica de investigación de mercado basada en la simulación de actos de compra o de solicitud de información de bienes y servicios con el objetivo de verificar el cumplimiento de los parámetros de calidad y de servicios establecidos por la dirección de la empresa evaluada

Otro sector en el que se prevé el uso de esta técnica es en el proceso de comercialización de productos financieros en las redes comerciales de una muestra de entidades, para verificar si se cumplen los estándares normativos de procesos internos y de calidad en la transmisión de información.

En el año 2017 se puso en marcha por primera vez una de estas medidas, llevando a cabo 450 vistas simuladas a oficinas bancarias en 20 poblaciones diferentes, sin identificarse como miembros de un equipo de supervisión al servicio de la CNMV. A través de esta medida la Comisión consiguió detectar

varias debilidades en el cumplimiento de las normas de conducta de comercialización de productos financieros.¹¹⁵

- VI. Índices de referencia:** ante la reciente reforma en esta materia, la CNMV prevé coordinar acciones informativas con otras autoridades nacionales y europeas.

El 30 de junio de 2016 entró en vigor el Reglamento (UE) 2016/1011 sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión. La aplicación de este Reglamento, aunque no fue efectiva hasta enero de 2018, estableció que los proveedores de índices en ejercicio a 30 de junio de 2016 debían solicitar nueva autorización o inscripción registral con fecha límite el 1 de enero de 2020, fecha máxima para la elaboración de los índices anteriores a la reforma.

La CNMV programó la celebración de una jornada informativa para adaptar el mercado español a los nuevos índices de referencia relativos al tipo de interés.

- VII. El último de los objetivos de la supervisión de intermediarios financieros es la ciberseguridad:** la CNMV determinó la importancia de conocer las acciones de ciberseguridad y prevención de riesgos tecnológicos llevadas a cabo por una

muestra de empresas de servicios de inversión y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, con el propósito de confeccionar una comunicación al sector que analice los resultados.

El siguiente cuadro muestra el conjunto de iniciativas diseñadas para el año 2019, en relación con la supervisión de los intermediarios financieros.

¹¹⁵ https://www.cnmv.es/loultimo/Comunicado%20Mystery_shopping.pdf

Cuadro nº 11: Supervisión de los intermediarios financieros.

	Iniciativa	Calendario previsto (*)
Elaboración de guías	Guía técnica para SGIC sobre mejor ejecución y selección de intermediarios	2019 (I)
	Guía técnica sobre actividades accesorias de las ESI	2019 (I)
	Guía técnica sobre autorización de entidades	2019 (I)
Revisión de procedimientos	Revisión de los procedimientos de autorización de entidades (manuales de autorización)	2019 (II)
Revisión horizontal	Revisión del cumplimiento de la decisión de ESMA relativa a CFD y opciones binarias	2019 (I)
	Revisión horizontal relativa a las inversiones de las IIC en otras IIC gestionadas por su gestora	2019 (I)
	Realización de actuaciones inspectoras específicas de la calidad y coherencia de la información recabada de los clientes para evaluar idoneidad y conveniencia	2019 (II)
	Revisión horizontal relativa a la operativa <i>on line</i> de las entidades que prestan servicios de inversión	2019 (II)
	Revisión horizontal de la información no cuantitativa incluida en la información pública periódica de las IIC	2019 (II)
Nuevas áreas de supervisión	Reforzamiento de la monitorización de la actividad realizada en España por entidades que operan en libre prestación de servicios	2019 (II)
	Revisión horizontal sobre las entidades incluidas en la lista de la CNMV de títulos o certificados que acreditan cualificación para informar o asesorar	2019 (II)
Mystery shopping	Contratación de una empresa que pueda colaborar mediante técnicas de <i>mystery shopping</i> , a petición de la CNMV, en investigaciones concretas	2019 (I)
	Ejercicio de supervisión, con <i>mystery shopping</i> , del proceso de comercialización de productos financieros en las redes comerciales de una muestra de entidades	2019 (II)
Índices de referencia	Jornada relativa a la preparación y adaptación a la reforma de los índices de tipos de interés	2019 (II)
Ciberseguridad	Recopilación de información sobre ciberseguridad en ESI y SGIC en una muestra de entidades	2019 (II)

(*) Semestre límite para el desarrollo del compromiso.

Fuente CNMV

Destacamos la puesta en marcha de una gran actividad normativa, así como la programación del ejercicio de una intensa actividad supervisora mediante la fijación de revisiones horizontales, así como nuevas áreas de supervisión.

b) Supervisión de mercados

En el campo de la supervisión de mercados, las directrices estratégicas de 2019 a 2020 establecen como prioridades de trabajo tres objetivos: la mejora del **código de buen gobierno corporativo**, la publicación automática de las notificaciones de derechos de voto e instrumentos financieros y una mejora en la **difusión de la**

información no financiera por parte de las entidades emisoras de valores, con especial foco en la información no financiera, que pasará a tener mayor relevancia en el correspondiente informe público anual de supervisión. Por último, se prevé una intensa actividad normativa en el marco de la supervisión de mercados, relacionada sobre todo con la operativa de autocartera y los contratos de liquidez.

El siguiente cuadro recoge las distintas iniciativas que pretenden tomarse en los tres ejes de referencia: gobierno corporativo, información financiera y no financiera, así como supervisión de mercado.

Cuadro nº 12: Supervisión de los mercados.

	Iniciativa	Calendario previsto (*)
Gobierno corporativo	Publicación automática de las notificaciones de derechos de voto e instrumentos financieros	2019 (I)
	Revisión de determinadas recomendaciones del Código de buen gobierno	2019 (I)
	Modificación de los modelos de IAGC e IARC por el objetivo anterior y por las modificaciones necesarias tras la trasposición de la Directiva (UE) 2017/828	2019 (II)
Información financiera y no financiera	Análisis sobre la aplicación de la NIC 33 (beneficio por acción)	2019 (II)
	Jornada informativa sobre las implicaciones de la remisión del informe financiero anual en el formato electrónico único europeo a partir del informe de 2020	2019 (II)
	Análisis específico del estado de información no financiera correspondiente a 2018	2019 (II)
Supervisión de mercado	Criterios relativos a la implementación del régimen de internalización de la liquidación	2019 (I)
	Modificación de la Circular 1/2017 de la CNMV sobre contratos de liquidez	2019 (II)
	Análisis y en su caso revisión de las recomendaciones de la CNMV sobre operativa discrecional de autocartera	2019 (II)

(*) Semestre límite para el desarrollo del compromiso.

Fuente: CNMV.

Se prevé implementar la cantidad y calidad de la información no financiera, en consonancia con las nuevas directrices de supervisión internacional.

c) Relación con inversores y otras partes interesadas

Los grandes ejes de actuación de la CNMV programados en este capítulo son:

- I. **Estabilidad financiera:** el potenciamiento de la labor supervisora de la CNMV conlleva la puesta en práctica del estudio de los elementos del mercado de valores que tienen una incidencia directa en la estabilidad financiera, por lo que

se determina la publicación de un *“Informe sobre la política macroprudencial desde la perspectiva de los mercados de valores y su papel al respecto.”*

II. **La tendencia al cambio de supervisión hacia un modelo “twin peaks”** y la creación de una autoridad macroprudencial en España, ponen de relieve la importancia de este estudio.

III. Además, se planifica la realización de un **análisis de interconexiones en el sistema financiero español**, de extrema novedad en el sistema financiero español. Se prevé la creación de indicadores de interconexión entre los fondos de inversión, el mercado de renta variable y el de renta fija. Según señala la propia CNMV en su Plan de actividades 2019:¹¹⁶

“El trabajo puede incluir la elaboración de índices y subíndices de conectividad, y la creación de un indicador, y guarda relación con las inquietudes manifestadas por el FMI en su Informe Final sobre la Consulta del Artículo IV de 2017, en el que recomendó que con objeto de abordar los temas relacionados con los legados de la crisis y mitigar otros riesgos para la estabilidad financiera, se debía mejorar la capacidad para supervisar y analizar enlaces y conectividades intrasistema, y efectos de derrame más allá de las fronteras, y cerrar brechas en los datos”.

IV. Otra de sus propuestas es la **creación de un comité interno para el seguimiento y análisis de los riesgos sistémicos del mercado de valores**, órgano que prevén que sea de apoyo ante la Autoridad Macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera.

V. **Impulso de la cooperación en materia de intercambio de información** con otros supervisores, destacando los de carácter internacional.

VI. **Realización de estudios e informes sobre los mercados de valores:** en concreto se determina la realización de un estudio sobre los costes y rentabilidades de los fondos de inversión españoles con referencia a los europeos.

¹¹⁶ Líneas Estratégicas 2019-2020 y Pla de Actividades 2019: Accesible en:

<https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PlanActCNMV.aspx>

VII. Fomentar la educación financiera: se determina la elaboración de una guía de instrumentos financieros y mercados de valores para estudiantes, así como una ficha informativa sobre “*Fintech*” para el inversor.

VIII. Investigar a las entidades no autorizadas: se pretende desarrollar herramientas que sirvan para detectar informáticamente la existencia y actividad efectuada por entidades no autorizadas, y se dibuja la posibilidad de firmar un Convenio con la **Dirección General de Policía**¹¹⁷ para este fin. El Convenio finalmente se firmó el 13 de marzo de 2019, estableciendo mecanismos concretos de colaboración contra el fraude financiero relacionado con personas o entidades no autorizadas. Para ello se creó una Comisión de Seguimiento, con el fin de promover la máxima cooperación entre ambas partes.

IX. Medidas sobre la publicidad y los servicios de inversión: se pretende adoptar medidas que garanticen una publicidad objetiva sobre los productos y servicios de inversión.

En el siguiente cuadro se recopilan las actuaciones más relevantes que la CNMV programa en cuanto a la supervisión de las relaciones con los inversores y otras partes interesadas como el público universitario o la Dirección General de Policía.

¹¹⁷ Información del Convenio accesible a través del siguiente enlace:

<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7Beb57a134-7afc-49f4-a79e-77aef6d4f9de%7D>

Cuadro nº13: Supervisión de inversores y otras partes interesadas.

	Iniciativa	Calendario previsto (*)
Estabilidad financiera	Publicación de un informe sobre la política macroprudencial desde la perspectiva de los mercados de valores y el papel de la CNMV al respecto	2019 (I)
	Análisis de interconexiones en el sistema financiero	2019 (II)
	Creación de un comité interno para el seguimiento y análisis de riesgos sistémicos en los mercados de valores	2019 (I)
Impulso de la cooperación	Actuaciones dirigidas a reforzar la cooperación internacional en materia de intercambio de información	2019 (I)
Estudios e informes sobre los mercados de valores	Estudio sobre los costes y rentabilidades de los fondos de inversión españoles comparados con los europeos	2019 (II)
Educación al Inversor	Gula dirigida a estudiantes universitarios	2019 (II)
	Ficha (tríptico) para el inversor sobre <i>fintech</i>	2019 (II)
Entidades no autorizadas	Celebración de un convenio con la Dirección General de la Policía relativo a investigaciones sobre entidades no autorizadas	2019 (I)
	Desarrollo o adquisición de nuevas herramientas informáticas específicas para la detección de entidades no autorizadas	2019 (II)
Publicidad de servicios y productos de inversión	Circular sobre publicidad de servicios y productos de inversión	2019 (I)
	Posibles restricciones a la publicidad al público en general de CFD y otros productos financieros complejos	2019 (II)

(*) Semestre límite para el desarrollo del compromiso.

Fuente: CNMV

e) Mejoras en el funcionamiento de la CNMV y recopilación de información

Uno de los propósitos de la Comisión es hacer frente a una ya necesaria digitalización de la administración. Las nuevas herramientas que ofrece la tecnología relacionadas con el tratamiento de datos "**BIG DATA**", son un campo de trabajo fundamental para que la CNMV pueda mejorar e incrementar su relación con el administrado.

Para el desarrollo de la función de supervisión e inspección, en su actividad de recopilación y solicitud de información, la tecnología y su implementación es fundamental para el tratamiento del gran volumen de datos que se gestionan como consecuencia de los nuevos requerimientos derivados de la regulación europea.

Uno de los mayores retos de este campo de actuación será la integración de mecanismos internos que hagan posible el desarrollo de un "**banco de pruebas regulatorio o sandbox**", que permita la puesta en marcha de nuevos proyectos tecnológicos. Existe un proyecto de ley para la transformación digital del sistema

financiero en el que se prevé la creación de esta plataforma, que no ha podido completarse, aunque se inició su tramitación en sede parlamentaria en febrero de 2020. Su objetivo es incentivar la innovación a través de la cooperación entre entidades, supervisores y sector privado, mediante la creación de una “**Sandbox regulatoria**” como instrumento supervisor.

Se persiguen **dos objetivos**: garantizar que las autoridades financieras dispongan de instrumentos adecuados para seguir cumpliendo sus funciones en el nuevo contexto digital y facilitar el proceso innovador a fin de lograr un desarrollo más equitativo mediante el mejor acceso a la financiación de los distintos sectores productivos y la captación de talento en un entorno tecnológico internacional altamente competitivo. En España estamos tratando de aproximarnos a las regulaciones más avanzadas en la materia, como lo son U.K, Israel y Finlandia.

Los principales ejes de trabajo del Plan de Actividades 2019, en relación con la mejora de la eficacia y eficiencia del funcionamiento de la CNMV, incluyendo la creación de la *sandbox* y otras mejoras tecnológicas, se recogen en el siguiente cuadro.

Cuadro nº14: Mejoras en el funcionamiento de CNMV.

	Iniciativa	Calendario previsto (*)
Transformación digital	Adaptación completa de la CNMV a los requerimientos de la administración electrónica	2019 (II)
	Adquisición de una nueva herramienta tecnológica que facilite el tratamiento y análisis de grandes volúmenes de datos con finalidad de supervisión	2019 (II)
Mejora de la eficiencia	Estandarización de las solicitudes relacionadas con los registros oficiales de la CNMV	2019 (II)
	Encuesta entre participantes del mercado sobre el funcionamiento de la CNMV	2019 (II)
	Fomento y refuerzo de los canales internos de comunicación	2019 (II)
	Iniciativas de la CNMV en materia de responsabilidad social	2019 (II)
	Mejoras en la gobernanza de la gestión del riesgo	2019 (II)
CNMV Innova	Implantación del banco de pruebas regulatorio o <i>sandbox</i>	2019 (II)
	Acciones específicas de formación en nuevas tecnologías dirigidas a un número significativo de técnicos de la CNMV	2019 (II)

Fuente: CNMV

Para articular la forma de ejercicio en que se ejecutarán todas las actividades de supervisión propuestas para el periodo 2019-2020 se seguirán las siguientes pautas organizativas y de planificación:

*“Las **Direcciones Generales de Entidades y de Mercados** elaborarán un plan de actuación en el que se especificarán las siguientes pautas o previsiones:*

- *Previsiones sobre las **supervisiones a distancia** que se vayan a desarrollar, con la especificación de aquéllas que tienen carácter **periódico o específico**, y precisando si su alcance es, en principio, **general o singular**.*
- *Previsiones sobre las **inspecciones in situ** que se vayan a realizar, con la especificación de si tienen en principio, **carácter completo, parcial, o de seguimiento**.*
- *Criterios para la **selección** de las sociedades, entidades, instituciones, personas u operaciones que vayan a ser objeto de supervisión.*
- *Referencia genérica a los **controles o comprobaciones, objetivos o finalidades** y a los medios personales y materiales y técnicos que se vayan a utilizar en atención a la naturaleza de las supervisiones previstas”¹¹⁸.*

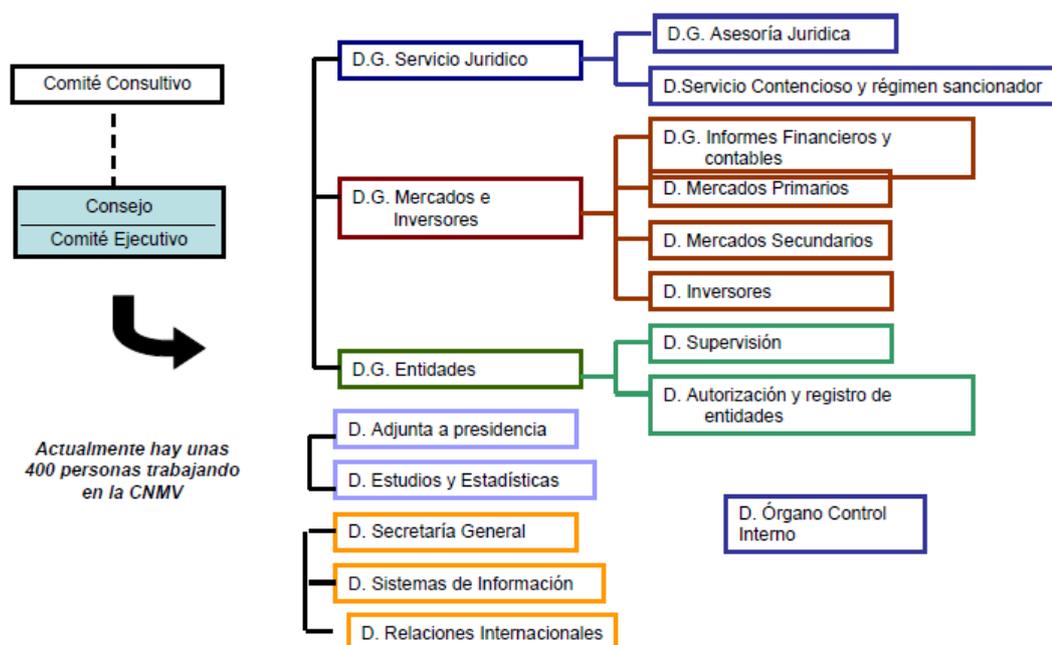
Según dispone el Reglamento de funcionamiento del Régimen Interior de la Comisión, los planes y sus modificaciones han de ser aprobados por el Comité Ejecutivo de la CNMV a propuesta del Director General que tenga adscrita esa función. En el caso de las Direcciones Generales de Mercados y Entidades, elevarán sus planes de Supervisión e Inspección al Consejo de la CNMV.

Los **Directores Generales de Mercados y Entidades** deben informar con carácter semestral sobre el desarrollo de la ejecución de los **Planes de Supervisión e Inspección**, con carácter semestral. De igual modo, han de elevar al Comité Ejecutivo de la Comisión un informe anual sobre las actividades de supervisión e inspección ejecutadas.

¹¹⁸ P01- Procedimiento de Supervisión e Inspección sobre las personas y entidades que intervienen en el mercado de valores. Pág.8

<https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Procedimientos/P01-Supervision-e-inspeccion.pdf>

Gráfico nº 8: Organigrama de la CNMV por áreas funcionales.



Fuente: Arenillas Lorente, Carlos. Vicepresidente CNMV (2006) El papel de la CNMV en los mercados de valores.

2.4 SUPERVISIÓN A DISTANCIA

2.4.1 Supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores: P01

Las **supervisiones a distancia** están reguladas como una función interna que ejerce la Comisión en el ejercicio de sus actividades de supervisión, fundamentalmente por el llamado Procedimiento "P01", documento en el que se explica en qué consiste en esencia la actividad de supervisión de la CNMV.

Tal y como hemos visto en las Líneas de Estrategia y Plan de Actividades de la CNMV, constituyen una de sus herramientas más habituales para el ejercicio de la supervisión. En ella se incluye, además, las características de la supervisión "*in situ*" que lleva a cabo la Comisión. Para el actual ejercicio, se plantearon más de cuatro supervisiones horizontales, con relación a las diversas entidades y personas que son objeto de su regulación, empresas de servicios de inversión (ESIS), instituciones de inversión colectiva, entidades gestoras y entidades depositarias, entre otras.

2.4.2 Formulación de requerimientos y solicitud de datos e informes a las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores: P02

Corresponderá realizar los requerimientos regulados en este procedimiento a los Directores Generales y a los Directores de Departamentos directamente adscritos al Presidente, en el ámbito de sus respectivas competencias:

*“A través de ese procedimiento: La CNMV en el ejercicio de sus competencias podrá dirigirse a las **personas y entidades** a las que se refiere el ámbito de este procedimiento con el fin de:*

- *Solicitar aquellos **datos e informaciones que resultasen necesarios** para el desarrollo de las competencias que legalmente tiene atribuidas.*
- *Exigir y comprobar la **observancia de las disposiciones legales y reglamentarias vigentes***

*En estos supuestos la CNMV se dirigirá a las entidades y personas para que los **requerimientos** sean atendidos **dentro del plazo** que establezca la normativa específica o, en ausencia de esta, en el plazo de 10 días hábiles siguientes a la correspondiente notificación.*

*No obstante lo anterior, los requerimientos y solicitudes de información y datos que se realicen en el desarrollo de las actuaciones de supervisión e inspección, podrán establecer los **plazos que se consideren razonables**, en consideración a la naturaleza, contenido e **incidencia en los mercados de la actuación o información solicitada**, así como en atención a la dificultad o carga de trabajo que entrañe su cumplimiento, de acuerdo con lo establecido en la letra b), apartado 2 del artículo 234 del TRLMV”¹¹⁹.*

Los datos recogidos en el Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación para el ejercicio 2019, muestran la intensa actividad que realiza la CNMV en este sentido, siendo una de las funciones más importantes de su tarea supervisora¹²⁰.

Tal y como se recoge en el Plan de Actividades 2019, la CNMV realizó una **revisión horizontal de la operativa “on line” que llevan las ESIS**, para verificar el cumplimiento de las normas de conducta en esta modalidad de comercialización.

¹¹⁹ P02 Formulación de requerimientos y solicitud de datos e informes a las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores.

¹²⁰ Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación para el ejercicio 2019. Págs. 209 y ss.

El siguiente cuadro muestra el total de requerimientos realizados a las ESIS para cumplir, entre otras, con esta tarea.

Cuadro nº15: Requerimientos remitidos por la CNMV en 2019 a ESIS-ECA.

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	144	2	146
Solicitud de información	299	112	411
Medidas correctoras o recomendaciones	168	36	204
Otras comunicaciones	80	57	137
Total	691	207	898

Fuente: CNMV.

En términos generales, la actividad supervisora de la CNMV sobre los mercados de 2019 disminuyó con respecto a la de 2018, porque el número de operaciones totales bajo supervisión de la CNMV disminuyó un 15%. Con relación a las **Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)**, en el ejercicio 2019, como resultado de todas las actuaciones de supervisión e investigación realizada, se enviaron 1464 escritos a las entidades supervisadas.

Según el Informe de la CNMV de 2019, 538 comunicaciones correspondieron a requerimientos por información realizada fuera de plazo, en su mayor parte informes de auditoría de vehículos. Se remitieron 622 escritos en los que se sugería a las entidades la toma de medidas correctoras para corregir las incidencias detectadas durante la supervisión y se realizaron 153 escritos en contestación, fundamentalmente, de consultas realizadas por las gestoras. El siguiente cuadro muestra los citados **requerimientos**, atendiendo a la modalidad de su realización, a distancia o “in situ”.

Cuadro nº16: Requerimientos remitidos por la CNMV en 2019 a IIC/ECR

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	538	0	538
Solicitud de información	115	36	151
Medidas correctoras o recomendaciones	576	46	622
Otras comunicaciones	126	27	153
Total	1.355	109	1.464

Fuente: CNMV.

El Informe de la CNMV de 2019, nos muestra también que esta actividad de requerimientos de información tiene gran importancia en el ejercicio de la totalidad de las funciones de supervisión e inspección. Las nuevas medidas de desempeño de actividad, (KPI)¹²¹, que ha puesto en marcha para medir el desempeño de su actividad, son una muestra de ello, tal y como podemos advertir en el siguiente cuadro.

Cuadro nº17: Indicadores de actividad de la CNMV

Indicadores de actividad		CUADRO 10.4.2	
Ámbitos	Indicador		
	2018	2019	
Instituciones de Inversión colectiva/entidades de capital riesgo			
Número de requerimientos			
Por información fuera de plazo	511	538	
Solicitudes de información	121	151	
Medidas correctoras o recomendaciones	610	622	
Otras comunicaciones	79	153	
Número de actuaciones (incluidas inspecciones)	218 (de las que 14 son inspecciones)	223 (de las que 11 son inspecciones)	
Mercados			
Número de requerimientos			
Renta variable	n.d.	107	
Cumplimiento y desarrollo	n.d.	42	
Derivados	n.d.	4	
Renta fija	n.d.	0	
Número de informes	n.d.	175	
Información financiera y contable			
Porcentaje de acciones correctoras (desgloses adicionales, corrección en futuros ejercicios, reexpresiones o reformulaciones) sobre el número de informes financieros anuales revisados sustantivamente (de modo global)	38,5	40,5	
Infracciones			
Número de comunicaciones de posibles infracciones (comunicaciones que pueden ser anónimas)	525	464	
Incluyendo elementos fácticos susceptibles de constituir posibles infracciones	316	305	
Sin elementos fácticos suficientes	209	159	

Fuente: Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actividad 2019. Pág. 296.

¹²¹ KPI corresponde a las siglas “Key Performance Indicators”, y son indicadores de desempeño o grado de cumplimiento de los objetivos de la actividad supervisora.

El porcentaje de acciones correctoras efectuadas en 2019 se incrementó con respecto a 2018, así como el número de requerimientos realizados a Instituciones de Inversión Colectiva y Entidades de Capital riesgo. Por otra parte, el número de comunicaciones de posibles infracciones disminuyó levemente en 2019 con respecto al ejercicio anterior.

2.4.3 Procedimiento sobre la comunicación de posibles infracciones en el ámbito del mercado de valores a través del canal de WhistleBlowing: P16.

El Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores, tras la última modificación en materia de abuso de mercado, recoge en sus artículos 225 y ss. las obligaciones vigentes en esta materia.

Conforme al artículo 31.4 b del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV le corresponde al Departamento de Inversores, de la Dirección General del Servicio Jurídico, la recepción e impulso de las comunicaciones de presuntas infracciones de las normas de disciplina y ordenación del mercado de valores (*whistleblowing*).

La CNMV ha arbitrado todo un **canal procedimental** en el seno de su **web**¹²² para poder llevar a cabo esta actividad de forma anónima por parte de cualquier conocedor de una actividad irregular, garantizando su protección y el absoluto anonimato.

En el cuadro anterior, en el ámbito de “*infracciones*”, podemos comprobar cómo disminuyeron de 2018 a 2019, puesto que en 2018 contaron con 525 comunicaciones por posibles infracciones, mientras que en 2019 el número de comunicaciones se redujo a 464.

En el **ámbito internacional** también se presta colaboración con entidades para el ejercicio de esta actividad, y otras autoridades nacionales, como el **SEPBLAC**.

En uno de sus **indicadores de rendimiento**, se valora el número de días de promedio que tardan en tramitar o dar contestación a las comunicaciones de información sospechosa recibida, tal y como refleja el siguiente cuadro de indicadores de actividad de solicitud de colaboración internacional, extraído del Informe Anual de la CNMV de 2019¹²³.

¹²² Acceso al canal whistleblowing CNMV:

<https://www.cnmv.es/portal/whistleblowing/presentacion.aspx>

¹²³ Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación para el ejercicio 2019. Pág.298.

Cuadro nº 18: Tramitación de colaboración internacional de la CNMV.

<u>Solicitudes de colaboración Internacional</u>		
Plazo medio de contestación	50 días	32 días
Excluidas las comunicaciones de operaciones sospechosas	58 días	49 días
Plazo medio de contestación recibidas	53 días	36 días
Plazo medio de contestación enviadas	72 días	58 días
Comunicaciones de operaciones sospechosas	32 días	14 días
Plazo medio de tramitación recibidas	6 días	3 días
Plazo medio de tramitación enviadas	101 días	43 días

Fuente: CNMV

Los datos del cuadro, que comparan el tiempo empleado por la CNMV en días de tramitación, muestran que en 2019 (segunda columna), la tendencia es reducir los plazos de tramitación con respecto al año anterior, 2018.

2.4.4 Suspicious Transaction Order Report: canal de comunicación de operaciones sospechosas: uso de información de vigilancia: STORE

Según las nuevas disposiciones de los artículos 226 y 227 del TRLMV¹²⁴, los emisores deberán comunicar a la CNMV tanto la información privilegiada como la información relevante para su posterior publicación en la página web de la CNMV y en la de los propios emisores. Por tanto, serán los propios emisores quienes deban realizar un juicio valorativo de la información objeto de difusión antes de proceder a su comunicación a la CNMV, clasificándola como privilegiada o relevante.

La CNMV tiene que presentar la información privilegiada de forma separada de cualquier otra información que se comunique a los inversores.

¹²⁴ Con fecha 25 de noviembre de 2018 entró en vigor el Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera (el "RDL 19/2018"). La disposición final novena del RDL 19/2018 modificó el Texto refundido de la Ley de Mercado de Valores con objeto de adaptarla al Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (el "RAM") y completar la transposición de la Directiva de Ejecución (UE) 2015/2392 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, relativa al RAM en lo que respecta a la comunicación de posibles infracciones o infracciones reales.

Para el cumplimiento de esta obligación, así como de otros requerimientos de la nueva normativa, creó un nuevo registro administrativo de información privilegiada relativa a emisores¹²⁵.

La falta de comunicación de esta información por parte de los sujetos y personas que intervienen en el mercado de valores constituye una infracción según las disposiciones de los artículos 277 TRLMV y ss.

Tal y como recoge el Informe Anual de la CNMV de 2019, el número de actividades sospechosas comunicadas ascendió en un 49% respecto a las comunicaciones recibidas en 2018. La mayor parte de estas comunicaciones están relacionadas con el **posible uso de información privilegiada**, alcanzando un total del 66%. Las restantes comunicaciones guardaban relación en su mayor medida con la posible manipulación del mercado.

De estas cifras, sobre el 38% de las STORE corresponden a **operaciones sospechosas** sobre instrumentos españoles recibidas de otros reguladores. Esta cifra guarda bastante similitud con la del ejercicio anterior. En contraste, el número de comunicaciones efectuadas por la CNMV se incrementó un 14%, por lo que la actividad de nuestro supervisor se incrementó el doble. Muchas de estas comunicaciones guardan relación con la operativa desarrollada con motivo del BREXIT por muchos operadores del mercado europeo.¹²⁶

2.4.5 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

La Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, es el referente básico en esta materia, y su reglamento de desarrollo, el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, aprobado por Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo. Mediante ellos se estableció la creación de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias, adscrita a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa.

Dicha Secretaría que tiene atribuida, entre otras funciones, la competencia de dirigir e impulsar las actividades de prevención de la utilización del sistema financiero, así como de otros sectores, para el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. A ella está adscrita la Comisión para la Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias, más conocido por sus siglas, el “*SEPBLAC*”, organismo que se encarga de ejecutar las previsiones en esta materia.

¹²⁵ Nuevas obligaciones de comunicación de información privilegiada según CNMV. Accesible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Bf98d9471-9f4a-40a9-8401-2741119a4859%7D>

¹²⁶ Informe Anual de la CNMV 2019. Pág.185.

La creciente importancia normativa de la actividad supervisora de la Unión Europea sobre el conjunto del sistema financiero propició que, en el año 2019, según recoge la Memoria de Actividades del SEPBLAC 2019- 2020¹²⁷:

*“Se firmó el **acuerdo de intercambio de información** entre el **Banco Central Europeo** y las autoridades nacionales competentes de supervisión de las obligaciones de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo [en España, el SEPBLAC, en cooperación con el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP)]”¹²⁸.*

La conexión entre la CNMV y el SEPBLAC es de suma importancia para que ambas instituciones puedan realizar correctamente su trabajo. Los planes de inspección de la CNMV aprobaron realizar inspecciones sobre nueve entidades, agrupando tanto empresas de servicios de inversión, (ESIS), como sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, (SGIIC).

Como resultado de las actuaciones de supervisión de ejercicios anteriores, en el ejercicio 2019 la CNMV remitió al SEPBLAC las conclusiones sobre el grado de cumplimiento de seis ESIS y SGIIC en materia de **obligaciones de prevención y blanqueo de capitales**, así como las incidencias detectadas en la revisión de los informes de auditoría interna referidos a dichas entidades.

No obstante, según información de la propia SEPBLAC, el mayor número de comunicaciones sospechosas de constituir operaciones de blanqueo o financiación del terrorismo proviene de los bancos y de las entidades de pago.

El siguiente cuadro refleja el número de comunicaciones recibidas en los años 2017 a 2019, por los distintos operadores que colaboran con la entidad.

¹²⁸ Memoria SEPBLAC 2018- 2019. Pág. 5. Disponible en:

<https://www.sepblac.es/es/publicaciones/memoria-de-actividades/>

Cuadro nº 19: Comunicaciones de operaciones sospechosas recibidas por SEPBLAC.

	2017		2018		2019	
	Asuntos	Sujetos	Asuntos	Sujetos	Asuntos	Sujetos
Bancos	2.662	39	4.290	34	4.737	38
Cajas de ahorros	1	1	2	1	3	1
Cooperativas de crédito	156	23	190	27	214	22
Sucursales de entidades de crédito comunitarias	84	18	246	19	334	20
Sucursales de entidades de crédito extracomunitarias	5	1	2	1	1	1
Entidades de crédito comunitarias en libre prestación de servicios			12	3	20	3
Entidades de dinero electrónico	39	2	22	3	68	4
Establecimientos financieros de crédito	13	7	15	5	28	7
Establecimientos de cambio de moneda y gestoras de transferencias	3	2	10	4	5	3
Entidades de pago	1.000	22	785	17	745	21
Empresas de servicios de inversión y sucursales	7	7	26	12	7	7
Sociedades aseguradoras (ramo vida)	14	9	23	13	14	9
Entidades gestoras de fondos de pensiones	1	1	2	1	1	1
Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva	2	1	5	4	4	3
Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo	1	1	0	0	2	2
Sociedades de garantía recíproca	4	3	4	2	4	3
Corredores de seguros					1	1
TOTAL	3.992	137	5.634	146	6.188	146

Fuente: SEPBLAC.

Memoria de Actividades 2018-2019.¹²⁹

2.4.6 Unidad de Vigilancia de los Mercados

A través de esta unidad especializada, Unidad de Vigilancia de los Mercados, la CNMV trata de prevenir conductas que constituyan **uso ilícito de información privilegiada**, así como la detección de prácticas tempranas que constituyan o puedan ser constitutivas de manipulación de mercado.

También lleva a cabo la ejecución de otras disposiciones contenidas en el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril

¹²⁹ Accesible en: <https://www.sepblac.es/es/publicaciones/memoria-de-actividades/>

de 2014 sobre abuso de mercado, en cuanto a la elaboración de las llamadas “**listas de iniciados**”¹³⁰, aquellas personas que tienen acceso a información privilegiada en las entidades que operan en los mercados de valores, o en la eficacia de la detección de prácticas de abuso de mercado en las empresas de servicios de inversión.

Como resultado de estas actividades, en el ejercicio de 2019 se incoaron 4 expedientes sancionadores a una empresa de servicios de inversión, a una persona física y a un agente, tal y como se recoge en el Informe Anual de la CNMV correspondiente a dicho año.

2.5 SUPERVISIÓN “IN SITU”

La segunda de las grandes modalidades de supervisión, que la CNMV nombra como “**inspección**”, consiste en la realización de **visitas en persona** a los sujetos que son investigados. La práctica de esta medida viene regulada en el procedimiento interno “P01”, en el que se fijan los criterios que ha de seguir la CNMV en el desarrollo de estas inspecciones¹³¹:

*“Las inspecciones in situ y las tomas de declaración **deberán notificarse con carácter previo** a las entidades o personas afectadas. En los casos que requieran actuación inmediata, tales notificaciones **pueden entregarse en el momento mismo de iniciarse la actuación.**”*

*Las inspecciones **in situ** se efectuarán **dentro de la jornada laboral establecida** por las entidades o personas afectadas, evitando dificultar la actividad ordinaria de las mismas. No obstante, **podrá convenirse con ellas la realización de las inspecciones en días y horas diferentes**”¹³².*

¹³⁰ Artículo 18 Reglamento (UE) nº596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 sobre abuso de mercado Artículo 18 Listas de iniciados:

“1. Los Emisores o las personas que actúen en su nombre o por su cuenta, deberán:

*a) elaborar una **lista de todas las personas que tengan acceso a información privilegiada** y trabajen para ellas en virtud de un contrato de trabajo, o que desempeñen funciones a través de las cuales tengan acceso a información privilegiada, como asesores, contables o agencias de calificación crediticia (lista de iniciados); b) actualizar sin demora la lista de iniciados con arreglo al apartado 4, y c) facilitar la lista de iniciados lo antes posible a la autoridad competente a requerimiento de esta”.*

A partir de: 1 enero 2021 Número 1 del artículo 18 redactado, con efectos a partir del 1 de enero de 2021, por el apartado 4.a) del artículo 1 del Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por el que se modifican la Directiva 2014/65/UE y los Reglamentos (UE) n.º 596/2014 y (UE) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión («D.O.U.E.L.» 11 diciembre).

¹³² P01- Modelo de supervisión e inspección. Pág.8

En el desarrollo de estas prácticas, la CNMV ha implementado recientemente técnicas de “*mystery shopping*”, en colaboración con entidades externas a la propia Comisión.

Los buenos resultados obtenidos con el empleo de esta técnica hicieron que la CNMV lo incluyera como técnica de actuación en Plan de Actuación 2019, para desvelar el funcionamiento y la existencia de los llamados “*chiringuitos financieros*”.

2.6 SUPERVISIÓN PRUDENCIAL

La supervisión de la estabilidad del sistema del mercado de valores es competencia de la CNMV, tal y como previenen los artículos 256 a 270 del TRLMV. Para su correcta comprensión hemos de tener en cuenta las previsiones de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (LOSSEC), a la que se remite con cierta frecuencia el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores en la articulación de medidas de supervisión.

Como regla general, las entidades que puedan tener posiciones deudoras con los clientes son objeto de supervisión prudencial por parte de la CNMV, lo que significa que su **solvencia, liquidez y gobierno corporativo**, entre otros aspectos, será objeto de especial análisis por parte de la Comisión.

Para aquellas entidades que puedan tener riesgos significativos de solvencia, ostenten **riesgos sistémicos** o sean determinadas por la CNMV, ésta podrá tomar las medidas comprendidas en el artículo 55.3 de la LOSSEC:

- Aumento del número o frecuencia de las inspecciones “in situ” de la entidad.
- Adoptar presencia permanente en la entidad.
- Solicitar la remisión de información adicional con mayor regularidad.
- Llevar a cabo revisiones adicionales de los planes operativos, estratégicos o de negocio de la entidad.
- Realizar exámenes temáticos centrados en riesgos específicos.

En atención al contenido del artículo 257 del TRLMV, la CNMV deberá realizar al menos una vez al año pruebas de resistencia a las ESIS objeto de supervisión, con el objetivo de cumplir con su programa supervisor. Asimismo, podrá hacer suyas las Guías que apruebe la EBA sobre dicha materia.

El artículo 259 del TRLMV regula la supervisión prudencial de los grupos financieros consolidables y las Empresas de Servicios de Inversión, debiendo someter a supervisión los sistemas adoptados por las entidades para cumplir con la normativa de solvencia que marca el reglamento UE 575/2013 de 26 de junio de 2013.¹³³

En este sentido habrán de tenerse en cuenta las recientes novedades introducidas por la Directiva 2019/878 (CRD V) que modifica la Directiva 2013/36 (CRD IV), y por la Directiva 2019/2034 (IFD) y el Reglamento 2019/2033 (IFR), de supervisión prudencial de empresas de servicios de inversión; los riesgos de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo regulados en la Directiva 2015/849, y la normativa de reestructuración y resolución de entidades bancarias y de inversión (BRRD).

La CNMV debe **evaluar las siguientes cuestiones**, al menos con carácter anual:

- Sistemas, recursos propios, liquidez que garanticen una sana gestión de los recursos propios, así como una cobertura sólida de sus riesgos.
- Evaluar la solidez de los fondos propios mantenidos por las entidades

En el ejercicio de sus competencias de supervisión prudencial de ESIS y sus conglomerados financieros, la CNMV deberá realizar entre otras, las siguientes **funciones**:

- Evaluar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto y tener en cuenta su continuidad en la toma de sus decisiones, tomando en consideración la información disponible en momento si se tratasen de decisiones urgentes.
- Perseguir la convergencia de instrumentos y prácticas de supervisión en la Unión Europea.
- Cooperar con las autoridades Competentes de otros estados miembros como partes integrantes del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), garantizando el flujo de información continua entre ellas, de conformidad con el principio de cooperación estipulado en el artículo 4.3 del TUE.
- Participar en las actividades de EBA y en los colegios supervisores cuando así corresponda.

¹³³ Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012

- Cumplir con las directrices establecidas por EBA así como por la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

Los supuestos en los que la CNMV deber adoptar medidas de intervención en el ejercicio de sus competencias de supervisión prudencial se pueden clasificar en tres grandes grupos:

- Incumplimiento de las entidades de las normas de solvencia.
- Apreciación de deficiencias graves en la estructura organizativa de las entidades, procedimientos y mecanismos de control interno, cumplimiento de los criterios contables o de valoración.
- Disposición de datos sobre los que resulte razonable que las entidades cumplan con sus obligaciones en los próximos 12 meses.

En estos casos, la CNMV podrá adoptar las medidas que constan en el artículo 260 TRLMV, tal y como muestra el siguiente cuadro:

Cuadro nº 20: Medidas de supervisión prudencial CNMV.

MEDIDAS DE SUPERVISIÓN PRUDENCIAL CNMV
Exigencia de recursos propios superiores a los requisitos de capital: supuestos art. 261 TRLMV
Refuerzo de procedimientos de control interno, contables, de valoración o estrategias
Exigencia de política específica de dotación de provisiones, o tratamiento de activos y de recursos propios.
Restringir o limitar negocios, operaciones o actividades de riesgo excesivo.
Exigir la reducción de riesgo inherente a actividades, productos y sistemas.
Limitación de la remuneración variable de los ingresos netos si resulta incompatible con el sostenimiento de una base sólida de capital.

Exigir el uso de beneficios netos para reforzar los recursos propios.
Prohibir o restringir la distribución de dividendos o intereses a los accionistas, siempre que no sea incompatible con la política de obligaciones de pago de la entidad.
Imponer obligaciones de información adicional o incrementar su frecuencia, incluida la información sobre capital y liquidez.
Exigir una cantidad mínima de activos líquidos apropiados a las potenciales salidas de fondos derivados de pasivos y compromisos
Imponer el mantenimiento de una estructura de fuentes de financiación, vencimiento de activos, pasivos y compromisos adecuada, con el fin de evitar tensiones de liquidez o desequilibrios que hagan peligrar la situación financiera de la entidad.

Fuente: Elaboración propia.

Otras **competencias** que asume la CNMV en el desarrollo de sus funciones de supervisión prudencial de la CNMV son la obligación de divulgación de las informaciones sobre aspectos de la aplicación del marco prudencial en España, las metodologías de análisis empleadas, el resultado de las pruebas de resistencia practicadas, y otras cuestiones determinadas en los artículos 268 y 269 TRLMV. Además, la CNMV adquiere la obligación de publicar Guías Técnicas sobre esta materia.

Las **empresas de servicios de inversión** son objeto de una atenta supervisión prudencial por el legislador, mediante el análisis de la información remitida periódicamente, así como a través de las inspecciones “*in situ*”.

Según recoge el Informe anual de la CNMV de 2019:

*“Durante el ejercicio se continuaron aplicando los procedimientos y las metodologías comunes para el proceso de **revisión y evaluación supervisora (PRES)**¹³⁴, en el que, con carácter general, no se observaron situaciones de riesgo relevante.*

*En el 2019 se continuó trabajando, con el **apoyo técnico del Banco de España, en la revisión de los modelos internos** para la determinación de los recursos propios de una entidad de gran tamaño y que mantiene elevados volúmenes de contratación en instrumentos derivados, tanto negociados en mercados organizados como OTC.*

*Asimismo, se siguió revisando el **perfil de riesgo de todas las entidades, comunicando al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, (FROB),** los de aquellas que se encuentran en el ámbito de la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión”¹³⁵.*

Por otra parte, según el contenido del Plan de actividades para el ejercicio 2019, se llevó a cabo la elaboración de la **Guía Técnica 3/2019 sobre procedimientos de autorización de nuevas entidades**, dirigido a los promotores de proyectos de autorización de empresas de servicios de inversión, (ESIS), sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) y plataformas de participación participativa (PFP). Su objetivo es facilitar el trámite de autorización mediante recomendaciones y exposición de buenas prácticas para las citadas entidades.

2.7 ACTIVIDAD INTERNACIONAL

La actividad internacional y transfronteriza ha sido siempre uno de los elementos motores de la Unión Europea, así como de las distintas políticas que ha ido implementando para superar los obstáculos a la libre circulación de personas, mercancías y capitales. La reciente Unión Bancaria, arbitrada tras la crisis de las hipotecas “**subprime**” y la posterior **crisis de deuda** que asoló a buena parte de los países mediterráneos miembros, ha puesto de manifiesto la importancia de esta actividad.

El último de los shocks internacionales que hemos sufrido, la crisis sociosanitaria ocasionada por el **COVID-19**, ha puesto a prueba los mecanismos europeos de todos los recursos de la Unión Europea, pero más si cabe, de los implementados en el ámbito económico recientemente. La disponibilidad de coeficientes de solvencia amplios, por ejemplo, ha hecho que la Unión relaje sus medidas, al menos

¹³⁵ Directrices revisadas sobre procedimientos y metodologías comunes para el proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES) y las pruebas de resistencia supervisoras, que modifican las directrices EBA/GL/2014/13, de 19 de diciembre de 2014, en aplicación del Reglamento (UE) n.º 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión (DO L 331 de 15.12.2010, p. 12).

momentáneamente con respecto a las entidades de crédito, para que puedan ajustar sus balances sin presiones extras.

Otras medidas, como la **prohibición temporal de posiciones cortas** en el mercado de valores español¹³⁶, o el reparto de dividendos, han supuesto un freno a los posibles desajustes que la falta de confianza e incertidumbre, podían haberse puesto de manifiesto en nuestro mercado de valores. No son pocos los ejemplos de este tipo que podemos encontrar en estos meses pasados, y que seguirán siendo una fuente de estabilidad para las afectadas economías de los estados miembros.

2.7.1 Entidades Colaboradoras

La actividad realizada durante los últimos años de la CNMV en colaboración con autoridades extranjeras sigue una tendencia creciente, sobre todo en lo relativo a las solicitudes de información remitidas por la CNMV, puesto que en 2019 se realizaron un total de 253 solicitudes, 97 más que en el ejercicio anterior.

Las materias que más colaboración precisan de los homólogos internacionales de la CNMV corresponden a solicitud de información sobre actividades de investigación relativas a posibles **conductas de abuso de mercado**.

Otro de los temas más recurrentes en las solicitudes de información recibidas y emitidas es el intercambio de información destinada a **verificar la idoneidad y honorabilidad de los sujetos** que operan en las entidades supervisadas en los procesos de autorización. El siguiente cuadro muestra el número de actuaciones de colaboración de la CNMV con autoridades extranjeras realizadas en los ejercicios 2016 a 2020.

Cuadro nº 21: Actuaciones de colaboración con autoridades extranjeras.

Solicitudes de asistencia	2019		2018		2017		2016
	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes
Enviadas	199	107	96	6	90	43	63
Recibidas	253	62	156	47	106	-4	110
Total	452	79	252	28	196	13	173

Fuente: Informe Anual CNMV 2019 sobre los mercados de valores y su actuación.

¹³⁶ El acuerdo de la CNMV puede consultarse en:

<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={ec400229-cbc3-4ac7-a4b4-e7d18c5cdec2}>

2.7.1.1 ESMA

El trabajo de la CNMV en coordinación con la **autoridad supervisora** del mercado de valores, ESMA, es sustancial, y comprende parte de sus tareas diarias en el ejercicio de sus funciones de supervisión y regulación financiera, tarea que se ha incrementado, si cabe, como consecuencia de los efectos del COVID-19 sobre nuestra economía.

Durante el año 2019 ESMA ha visto incrementadas sus funciones y competencias mediante la aprobación de una batería de **medidas legislativas**, algunas de ellas en el marco de la Unión del Mercado de Capitales, y otras muchas vinculadas con el BREXIT. La falta de un “*BREXIT con acuerdo*”, ha provocado cambios en el regulador que también son de importancia notable.

Entre las iniciativas normativas más relevantes encontramos la aprobación del **Reglamento (UE) 2019/2175 del Parlamento y del Consejo, de 18 de diciembre, de 18 de diciembre de 2019**, por el que se modifican el Reglamento (UE) 1093/2010, por el que se modifican el Reglamento (UE) 1093/2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), que revisa el sistema Europeo de Supervisión Financiera, y por tanto, la actividad de ESMA. Se prevé que a partir de 2022 ESMA incremente sus competencias supervisoras en los administradores de índices de referencias, índices de terceros países, así como suministradores de datos de terceros estados.

Se ha previsto la elaboración de un manual de supervisión de la Unión, en colaboración con las autoridades nacionales competentes (ANC), con el objetivo de establecer hasta dos prioridades de supervisión para toda la Unión en un marco temporal de tres años.

Se ha aprobado el **Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, 7 de noviembre de 2019 relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión**, con el que se procede a la revisión de los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión y se ha procedido a la revisión del Reglamento sobre infraestructuras del mercado (EMIR), ampliando el perímetro supervisor de ESMA a entidades de contrapartida central de terceros países cuando tengan la consideración de sistémicas o puedan llegar a serlo.

Asimismo, ESMA trabaja siempre en coordinación con el resto de las autoridades supervisoras de los estados miembros persiguiendo los **objetivos que señala el Reglamento (UE) 1095/2010, del Parlamento y del Consejo**, de 24 de noviembre de 2010 por el que se creó ESMA: la protección del inversor, el ordenado funcionamiento de los mercados y la estabilidad financiera.

Finalmente, es importante destacar que en el ejercicio 2019 ESMA ha sido la encargada de coordinar la **primera medida de supervisores europeos** llevada a cabo de manera conjunta, procediendo a la evaluación de la información recabada por los clientes a la hora de contratar un producto o servicio financiero, para evaluar su conveniencia e idoneidad, según la aplicación de los requerimientos de MIFID II.

2.7.1.2 IOSCO

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) se constituyó, en 1983, como consecuencia de la transformación de una asociación interamericana de supervisores y reguladores de valores. La CNMV, como representante de España, se incorporó como miembro de la organización en 1990.

En el año 2019 IOSCO publicó un plan de trabajo en el que se identificaban cinco prioridades:

- Criptoactivos
- Inteligencia artificial y aprendizaje automatizado
- Inversión pasiva y proveedores de índices.
- Distribución minorista y digitalización
- Fragmentación de mercado.

En materia de **criptoactivos**, IOSCO elaboró un informe sobre elementos, riesgos y consideraciones normativas relacionadas con las plataformas de negociación de criptoactivos, en el que se hace una detallada evaluación de los elementos clave y riesgos identificados hasta el momento sobre criptoactivos, que han de ser estimados por las autoridades competentes al evaluar las plataformas de negociación de estos intangibles.

En cuanto al **uso de inteligencia artificial y aprendizaje automatizado**, IOSCO está elaborando acciones de investigación para cuantificar en qué medida estos nuevos métodos de trabajo son implementados por los intermediarios del mercado. En su tarea de análisis efectuada en el ejercicio 2019, IOSCO encontró algunos problemas y riesgos relacionados con la gobernanza, la custodia de los activos o el proceso de fijación de precios. Sin duda este es campo de trabajo en el que habrá que centrar las acciones de futuro por parte de todos los actores del mercado de valores, tanto actores como supervisores.

En el área de **fragmentación del mercado** IOSCO trata de prevenir los efectos perjudiciales de la interacción entre diversos sistemas jurídicos, propiciando la convergencia entre supervisores, regulación y ampliando propuestas de normativa

transfronteriza. También, en consonancia con sus prioridades de trabajo, presta especial atención a la medición de la liquidez y el apalancamiento en los fondos de inversión, estableciendo recomendaciones sobre su gestión.

Por otra parte, IOSCO muestra gran preocupación por las labores de auditoría y la gestión de mediadas que hagan de las finanzas sostenibles una realidad.

2.7.1.3 CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (FSB)

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), tal y como recoge la página web de la CNMV:

*“Fue fundado en abril de 2009 como continuación del Foro de Estabilidad Financiera, reúne **autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera** (bancos centrales, autoridades supervisoras y departamentos del tesoro), instituciones financieras internacionales, agrupaciones internacionales de reguladores y supervisores, comités de expertos de los bancos centrales y el Banco Central Europeo. Su **finalidad** es promover la estabilidad financiera internacional a través del aumento de intercambio de información y cooperación en la supervisión y vigilancia financieras¹³⁷”.*

Su importancia radica en que es referente a nivel internacional en la realización de recomendaciones e implementación de las medidas financieras acordadas en el seno de las cumbres que el G-20 realiza con carácter periódico, en las que se abordan cuestiones que afectan a la economía de los países más desarrollados.

Las últimas **áreas** declaradas como **prioritarias** son: el reforzamiento de la resiliencia del sector financiero, el establecimiento de nuevas medidas para abordar las entidades globales sistémicas, la intermediación financiera no bancaria, y los derivados OTC.

En el ámbito de la **tecnología** viene prestando mucha atención a las **“Bigtech”**, como nuevos proveedores de servicios financieros, así como el uso del **“Regtech”**, analizando las implicaciones que tiene el uso de tecnologías avanzadas en asunto regulatorios y supervisores, a través de las herramientas de **“Suptech”**.

En cuanto a la **intermediación financiera no bancaria**, señala la importancia capital del crecimiento y desarrollo de este sector, que según datos del Informe Anual de la CNMV de 2019 alcanza la mitad de los activos financieros globales.

Esto supone un cambio de tendencia en la línea tradicional de financiación de los agentes que demandan financiación, que pone de manifiesto la importancia del

¹³⁷ Accesible en: <https://www.cnmv.es/portal/Aldia/ActInternacional/FSF.aspx>

“*shadowbanking*” y la necesidad de establecer un programa de actuación en este sector.

Finalmente, el FSB recomienda la adopción de todas las medidas aprobadas por parte de los países sujetos a sus recomendaciones, para evitar el arbitraje regulatorio y conseguir la equidad entre todas las jurisdicciones, lo que denomina “*level playing field*”, o terreno de juego común.

2.7.1.4 JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO (ESRB)

La Junta Europea de Riesgo Sistémico, conocida por sus siglas en inglés, (ESRB), forma parte del nuevo sistema de supervisión bancaria que se adoptó tras la crisis financiera pasada. Se encarga de la **supervisión macroprudencial** y cubre todos los sectores del sistema financiero: entidades bancarias, fondos de pensiones y aseguradoras, gestores de activos, y resto de actividades y entidades relacionados con la actividad financiera no bancaria.

La ESRB es miembro del “*Financial Stability Board*”, y participa en todas sus actividades, aunque es miembro con voz, pero sin voto de su Junta General. Las últimas líneas de actuación de este organismo, relacionadas con la CNMV, fueron las siguientes:

- Análisis de riesgos y vulnerabilidades relacionadas con la estabilidad financiera.
- Supervisión del riesgo generado por las entidades relacionadas con la actividad financiera no bancaria.
- Consecuencias sistémicas que ocasionaría un eventual ataque cibernético.
- Impacto en los mercados de derivados en márgenes y costes derivados del BREXIT.
- Efectos de la normativa contable en el cómputo de las pérdidas esperadas y activos con liquidez reducida: NIIF 9 y NIIF 17.

A través de estas medidas, la Junta Europea de Riesgo Sistémico trata de estar a la vanguardia de los nuevos retos que plantean los mercados internacionales.

2.8 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES

Tras el análisis realizado, las cuestiones que merecen subrayarse son las siguientes:

- Para poder desplegar la actividad en el ámbito del mercado de valores, encomendada a la CNMV, es fundamental que encuentre habilitación legal expresa, de acuerdo con el principio de legalidad. Al mismo tiempo, la CNMV cuenta con potestad normativa, pero limitada. Esta es una de sus funciones más importantes para el adecuado funcionamiento de nuestro mercado de valores.
- El hecho de que la Comisión pueda dictar Circulares y Guías Técnicas constituye una muestra de la atribución de potestades que en ella delega el Estado, con la condición de que exista siempre habilitación legal expresa en una norma de rango superior.
- Teniendo en cuenta el Procedimiento Lamfalussy de aprobación de normativa (Directivas, Reglamentos y Guías Técnicas) en sede de mercado de valores en la Unión Europea, hemos de **respetar la jerarquía** establecida para preservar la legalidad de cada norma, y en este sentido detectamos que no siempre se respetan los niveles jerárquicos expuestos. Las recomendaciones de ESMA suelen pasar a formar parte de iniciativas legislativas que finalmente son aprobadas como leyes imperativas por los estados miembros, omitiendo la previa definición de su contenido a través de una Directiva o Reglamento, lo que impide la aplicación homogénea de derecho en el conjunto de la Unión Europea.

Esta problemática una vez que se cristaliza en forma de leyes para cada uno de los estados miembros, tiene difícil remedio, y suele ser el **Tribunal de Justicia de la Unión Europea** el que finaliza por aclarar los **conflictos en la aplicación de normas en los estados miembros**, en aras de preservar la seguridad jurídica en el conjunto de la Unión.

- La actividad supervisora e inspectora de la CNMV está dirigida a los **sujetos y personas** que actúan en el mercado de valores, recogidos en el artículo 233.TRLLMV, así como por los **valores negociables** e **instrumentos financieros** que se negocian en el mercado. Encontramos una continua expansión de ambos, por lo que la actividad de la CNMV se intensifica en cuanto a sus **tareas de inspección y supervisión** de forma constante.

- Estas actuaciones, legalmente previstas, constituyen otro de los límites que tiene la Comisión a la hora de ejecutar sus funciones. Su contenido lo encontramos en el artículo 234.1 y 234.2 del TRLMV, de cuya lectura inferimos que **no es una lista cerrada**, al contener *“en la forma y con las limitaciones en el ordenamiento jurídico, las facultades de supervisión e inspección de la CNMV incluirán, al menos, las siguientes potestades (...)”* La posibilidad de que estemos ante una cláusula general habilitante se desecha puesto que, en todo caso, el orden judicial contencioso administrativo hará que cualquier actuación arbitraria en el ejercicio de sus funciones, sea declarada nula.
- En el ejercicio de las facultades de la CNMV de **control y autorización** de acceso al mercado de entidades y personas, además de las entidades tradicionales cuyo acceso al mercado está regulado, como las Empresas de Servicios de Inversión, (ESIS), o las Entidades de Capital Riesgo, conviven con nuevos sujetos cada vez más vinculados con las nuevas tecnologías **Fintech, Regtech y Suptech**. La aparición de **nuevos actores**, como las plataformas de financiación participativa o los proveedores de suministros de datos, hace que convivan sujetos cada vez más diversos y complejos, por lo que la potestad normativa de supervisión e inspección se regula no sólo en el artículo 234.2 del TRLMV, sino en otros cuerpos normativos complementarios, como la Ley de Fomento de Financiación Empresarial, de 27 de abril de 2015.
- Hemos de considerar que la **función de control** por parte de la CNMV es vital para garantizar la **igualdad de acceso al mercado** y la transparencia en su funcionamiento.
- La velocidad de expansión del mercado de valores hace que sea muy complejo un único cuerpo legal en el que se recojan todas las actividades que precisan autorización por parte de la CNMV, pero si vemos necesario que se compilen las diversas regulaciones existentes usando, por ejemplo, la **técnica legislativa** del Texto Refundido que ya se ha empleado en el pasado.
- Las facultades de información, inspección y supervisión de la CNMV vienen recogidas casi en su totalidad en el artículo 234.2 TRLMV, un extenso artículo de **lectura compleja** que consideramos debiera aclararse en su redacción dotar de mayor seguridad jurídica al inversor consumidor. A pesar de que se señalan más de **doce facultades**, no se realiza con una sistemática clara, lo

que da pie a confusiones por parte del lector. En el punto 234.2.e), por ejemplo, encontramos la posibilidad de la CNMV de exigir el **embargo y/o la cancelación de activos**. No se hace referencia a que para ello es necesario la previa autorización judicial, aunque luego, en otro apartado, se puntualice que en el ejercicio de acciones restrictivas de derechos individuales precisa previa autorización judicial.

- La mayor carencia la hemos encontrado en **la falta de un procedimiento inspector regulado, con fases definidas y posibilidad de alegaciones**, en el que se dé ocasión al investigado de conocer los motivos de las actuaciones supervisoras, al menos, en una etapa inicial, hasta la apertura, en su caso, de un procedimiento sancionador. Consideramos que se pueden producir vulneraciones a **derechos fundamentales** tales como el **derecho de defensa** o el **derecho a la intimidad**. Ciertas actuaciones, como la entrada y registro con notificación en el acto en la sede social del ciudadano, pensamos que conceden a la CNMV capacidades que, en nuestro ordenamiento jurídico, en otros ámbitos, requieren previa autorización judicial.
- En relación con las **facultades de prevención y corrección**, la CNMV ostenta también importantes actuaciones relacionadas con la actividad propia de los sujetos y personas que actúan en el mercado de valores. Todas ellas las encontramos en el artículo 234.2 TRLMV. Actuaciones como la suspensión o exclusión de negociación de un instrumento financiero en el mercado de valores, nos demuestran la enorme capacidad de intervención que tiene la Comisión.
- Podemos plantear de igual modo, la duda de si sus facultades colisionan con algún derecho fundamental del administrado. La conclusión que obtenemos es sin embargo distinta a la que alcanzamos en las facultades de investigación e inspección. En este caso **el bien jurídico protegido** es el buen funcionamiento del mercado y la salvaguarda de los intereses de todos los actores que en él participan, por lo que consideramos que **prevalece este interés general y, se justifican las posibles medidas correctoras que pueda adoptar la CNMV**.
- En cuanto al modo de ejercicio de las potestades de supervisión, la CNMV ha sabido desarrollar procedimientos internos que facilitan el ejercicio de esta actividad. Las dos grandes modalidades, a **distancia** e **“in situ”**, están previstas para su realización en el contexto de los Planes de Supervisión e Inspección acordados por las correspondientes Direcciones Generales.

- La actividad supervisora se lleva a cabo conforme a unas **guías de actuación** previamente diseñadas, con criterios de necesidad, pero detectamos que también de oportunidad.

El hecho de que el **contenido de los Planes de Supervisión e Inspección** no sea público, como ocurre en el ámbito de Competencia, en el que la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia publica sus planes de inspección y supervisión, conlleva que el administrado no sepa evaluar el desempeño de la actividad de supervisión e inspección desarrollada por la Comisión.

Sería necesario hacer pública esta información, al igual que se hace tal y como hemos visto con las **Líneas Estratégicas** y el **Plan de Actividades**, para que el inversor tenga conocimiento de la actividad planeada y la finalmente ejecutada, así como los criterios en los que se basa dicha supervisión.

El conocimiento del nombre del **responsable** de cada plan también debería ser publicado, puesto que, ante una eventual reclamación judicial, no se podrá identificar el responsable de forma individual, tan sólo se podrá dirigir contra la CNMV, limitando los derechos de los ciudadanos.

- El **Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación del ejercicio 2019** realiza una formidable descripción del conjunto de actividades desarrolladas por la CNMV, no sólo de investigación y supervisión, sino de todo tipo, son una buena muestra de la importancia de su labor, no sólo en el panorama nacional, sino también en el europeo e internacional.
- A la hora de medir el **grado de desempeño** de sus actividades, la CNMV no presenta criterios cuantitativos de referencia que nos hagan una fiel muestra del grado de cumplimiento de sus objetivos. Sí que destacamos positivamente la introducción de los llamados “KPI”, **Key Performance Indicator**, tanto de rendimiento como de actividad, pero sin establecer los valores de referencia que señalamos.
- La CNMV ha implementado nuevos y complejos procedimientos en el ejercicio de su actividad supervisora, que muestran la preocupación del regulador por la introducción constante de mejoras: el **Mystery Shopping** o el canal de **Whistleblowing**, y el **Suspicious Transaction Order Report** son buena muestra de ello.

- La supervisión prudencial es calve para el buen funcionamiento del sistema financiero en su conjunto, y en este sentido la CNMV realiza una importante función, al controlar la solvencia, el buen funcionamiento y la liquidez de las entidades.
- La **actividad internacional** aumenta con el paso de los años, y en este sentido la CNMV ha sabido adaptarse de forma ejemplar. Su coordinación con ESMA y el resto de los supervisores, hacen que sea posible el desarrollo de un mercado cada vez más homogéneo, incluso en escenarios de alta dificultad, como los vividos en los últimos meses, a consecuencia de la pandemia mundial ocasionada por el COVID-19.
- La existencia de **redes internacionales** entre los mercados y la conexión inmediata entre los distintos actores han posibilitado la toma de medidas como la adoptada el pasado mes de marzo, relativa a la prohibición de posiciones cortas, aportando seguridad a nuestro mercado, y de este modo, al mercado europeo. Nuevos retos y nuevas oportunidades de mejorar fruto de esta experiencia.

CAPÍTULO 3.

PROCEDIMIENTO SANCIONADOR DERIVADO DE LAS ACTUACIONES DE INSPECCIÓN Y SUPERVISIÓN

Tras la realización de las labores de supervisión e inspección, si la CNMV detecta potenciales irregularidades que están tipificadas como infracciones, ha de iniciar el correspondiente procedimiento sancionador.

La existencia del actual **procedimiento sancionador** aplicable al mercado de valores ha sido fruto de numerosas modificaciones de la inicial Ley del Mercado de Valores de 1988, así como la derogación del Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, por el que se aprueba el Reglamento del Procedimiento para el Ejercicio de la Potestad Sancionadora aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros.

Las últimas reformas en esta materia han sido las introducidas por la Ley 10/2014, de ordenación y solvencia de entidades de crédito (LOSSEC), cuya disposición final contiene la incorporación de las disposiciones de **supervisión prudencial** según la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio, con relación a las ESIS cuyo ámbito de actividad no se limite a la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión.

También se han incluido **nuevos sujetos** al régimen de supervisión y sanción a través de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial, incluyendo a las plataformas de financiación participativa dentro de su perímetro supervisor, o los fondos de titulización y sus gestoras.

Las leyes que regulan el actual procedimiento administrativo sancionador en sede de mercado de valores son las siguientes:

- Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 5/2015, de 15 de octubre, (TRLMV), artículos 271 a 313 sixies.
- Ley 39/2015, de 1 de octubre de 2015, del Procedimiento Administrativo Común (LPAC), que deroga el Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, por el que se aprueba el Reglamento del Procedimiento para el Ejercicio de la Potestad Sancionadora.
- Ley 40/2015, de 1 de octubre de 2015, de Régimen Jurídico del Sector Público (LRSP).

- RD 2119/1993, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros, regulado prácticamente en su totalidad por la Ley 39/2015.
- Ley 10/2014 Ley Ordenación y Solvencia de las Entidades de Crédito, de 26 de junio, aplicable en virtud de la remisión que el artículo 274 TRLMV realiza a lo dispuesto en los preceptos 106, 108, 110 y 112.

Adicionalmente, también se ha de tener en cuenta la Ley de la Jurisdicción Contenciosa- Administrativa, 29/1988, de 13 de julio, (LJCA), que regula el eventual posterior procedimiento judicial que se seguirá en el caso de que sean recurridas por esta vía las resoluciones sancionadoras de la CNMV.

La evidente dispersión normativa conlleva que haya que tener el procedimiento administrativo sancionador muy presente, puesto que sus principios y disposiciones esenciales son de aplicación al régimen específico del mercado de valores, y para todo lo no previsto en él, será de aplicación supletoria.

La pluralidad de normas nos lleva a preguntarnos si la existencia de **un único código administrativo para el mercado de valores**, que se ve afectado por sucesivas reformas, dotaría a este campo de mayor seguridad jurídica, siendo más fácil la sistematización de su contenido y su actualización a los dictados y directrices de la Unión Europea, sobre todo a raíz de la creación del sistema europeo único de supervisión.

En cuanto a los **sujetos objeto de sanción**, según Recoder Vallina, han de tenerse presentes las siguientes consideraciones:

*“Todas las **entidades que intervienen en el mercado de valores**, bien por ser sujetos regulados por el TRLMV en su artículo 233.1.a, o bien por realizar actuaciones relacionadas con el mercado de valores, (los llamados sujetos no regulados a los que alude el artículo 233.1.c TRLMV, están sometidos al régimen sancionador. Todas ellas pueden incurrir en **responsabilidad administrativa**. (...) Es importante destacar que aquellos que ostenten bien de hecho, o bien de derecho cargos de administración de las mismas, también serán responsables¹³⁸”. (RECODER VALLINA, 2019:98)*

Daremos una visión global del procedimiento administrativo sancionador para tener presente la posible evolución del ejercicio de las potestades de supervisión e inspección, teniendo claro que la potestad sancionadora es uno de los límites que definen la primera potestad y, por tanto, es complemento, pero no objeto de nuestro trabajo.

¹³⁸ Recoder Vallina., T. Ob. Cit. Pág.98.

No obstante, la actividad sancionadora es un buen indicador de una de las formas en las que suele concluir la actividad investigación y supervisión de la CNMV, por lo que incluimos alguno de los datos relevantes del Informe Anual de la CNMV 2019, para ilustrar la importancia de esta potestad.

Durante el ejercicio de 2019 el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 18 nuevos expedientes sancionadores, cuyas infracciones imputadas son las que presenta el siguiente cuadro, un total de 26.

Cuadro nº 22: Clasificación sanciones cometidas en 2019.

Infracción	Nº de Expedientes
Comunicación participaciones significativas en sociedades cotizadas	6
de obligación de información por sociedades emisoras	1
Abuso de mercado	5
Reserva de actividad	2
Normas de conducta en relación con clientes o inversores	5
Resistencia a la actuación inspectora de la CNMV	1
Vulneración normativa ESIS, IIC, PFP	6
TOTAL	26

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la duración media de los procedimientos sancionadores, se mantiene en 6 meses, debido a que en muchos casos terminan anticipadamente por reconocimiento de la responsabilidad del infractor, o pago voluntario. El número total de expedientes abiertos y concluidos lo encontramos en el siguiente cuadro.

Cuadro nº 23: Expedientes abiertos y concluidos CNMV 2018-2019.

	2018	2019
N.º expedientes abiertos	21	18
N.º expedientes concluidos	23	17
De los cuales:		
abiertos en 2006	-	1
abiertos en 2017	12	1
abiertos en 2018	11	9
abiertos en 2019	-	6

Fuente: CNMV.

Observamos que el número de expedientes abierto en el ejercicio 2019 ha disminuido con respecto a 2018, del mismo modo que se observa una disminución del número de expedientes concluidos, correspondientes la mayor parte de ellos a los expedientes abiertos en el año 2018.

3.1 PRINCIPIOS DEL DERECHO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

Según el Profesor Táuler, *“el Derecho Administrativo Sancionador contiene la regulación de los requisitos sustantivos y procedimentales para el adecuado ejercicio del “Ius Punendi” de la Administración Pública, tal y como señalan, entre otras, las STC 18/1991, 2/1987, 181/1990, 145 1993, 120/1996 y 127/1996”*¹³⁹.

Sus pilares y fundamentos se encuentran en nuestra Constitución, en sus artículos 9, 24 y 25, cuyo contenido configura el derecho fundamental de defensa de todo ciudadano, y recoge los principios en los que se fundamenta. La manifestación del *Ius Punendi* del estado encontrará su expresión en **el Derecho Penal y el Derecho Administrativo Sancionador**, y aunque su objetivo es el mismo, la represión de conductas que lesionan bienes jurídicos legalmente protegidos, su aplicación no es idéntica.

¹³⁹ Táuler, Pablo. Nota Técnica nº1. Asignatura “Derecho Administrativo Sancionador del Mercado de Valores”. CUNEF. Pág.4.

Siguiendo al Profesor Táuler hemos de destacar que la potestad sancionadora en sede administrativa se asemeja a la penal, pero cuenta con sus propias especialidades:

*“Cuando la Administración ejercita la **potestad sancionadora**, le resultan de aplicación los principios rectores y las garantías propias de del ámbito penal, si bien, no de una manera automática, sino haciendo una **traslación matizada y adaptada** a la naturaleza y finalidad propias del **ámbito administrativo**”¹⁴⁰.*

Por tanto, hemos de tener presente que la aplicación de los principios que vamos a desarrollar, aunque nacen en el ámbito penal, son de aplicación al derecho administrativo sancionador del mercado de valores con ciertas especificidades.

3.1.1 Principio de legalidad

El primero de los principios que ha de tenerse presente, pues es una de las condiciones que debe cumplir la CNMV en el ejercicio de sus potestades, para llevar a cabo sus actuaciones de supervisión, inspección y sanción, es la habilitación expresa por una norma con rango de ley. Su regulación la encontramos en los artículos 25.1 CE, 25 LRJSP y 1 CP.

Las necesidades del tráfico jurídico, acuciadas por una constante modificación legislativa, condujeron a que se permitiera el uso del **reglamento** para contribuir a delimitar las conductas infractoras en sede del mercado de valores, tal y como recoge el actual artículo 27 RJSP¹⁴¹, relativo al principio de tipicidad.

¹⁴⁰ Táuler San Miguel, Pablo. Ob Cit. Pág. 5.

¹⁴¹ Artículo 27 Principio de tipicidad LRJSP:

*“1. **Sólo constituyen infracciones administrativas las vulneraciones del ordenamiento jurídico previstas como tales infracciones por una Ley**, sin perjuicio de lo dispuesto para la Administración Local en el Título XI de la Ley 7/1985, de 2 de abril.*

Las infracciones administrativas se clasificarán por la Ley en leves, graves y muy graves.

*2. Únicamente por la comisión de infracciones administrativas podrán imponerse **sanciones** que, en todo caso, estarán **delimitadas por la Ley**.*

*3. Las **disposiciones reglamentarias** de desarrollo podrán introducir especificaciones o graduaciones al cuadro de las infracciones o sanciones establecidas legalmente que, **sin constituir nuevas infracciones o sanciones**, ni alterar la naturaleza o límites de las que la Ley contempla, contribuyan a la más correcta identificación de las conductas o a la más precisa determinación de las sanciones correspondientes.*

4. Las normas definidoras de infracciones y sanciones no serán susceptibles de aplicación analógica”.

“Límites y condiciones del ejercicio de las potestades de supervisión e inspección de la CNMV”.

Así lo determinó entre otras, la Sentencia del Tribunal Constitucional 177/1992 al disponer:

*“En el ámbito de las **sanciones administrativas**, la garantía formal **reserva de ley** sólo tiene una eficacia relativa o limitada, en el sentido de permitir un mayor margen de actuación al Ejecutivo en la tipificación de ilícitos y sanciones administrativas, por razones que atañen al modelo de distribución de potestades públicas, al carácter, en cierto modo insuprimible de la potestad reglamentaria en dicho ámbito, y a otras consideraciones de prudencia y oportunidad”.*

En esta y otras, sentencias, como la STC 133/1997, que analiza el alcance de las normas reglamentarias de la CNMV, se entiende que ésta y el Banco de España gozan de potestad reglamentaria porque así lo ha querido el legislador.

El citado artículo 27 determina el alcance de los reglamentos en sede administrativa, precepto que pone de relieve la necesaria subordinación del reglamento a la ley y la habilitación expresa por ésta, así como la prohibición de que el reglamento cree *ex novo* disposiciones sancionadoras.

No obstante, en sectores regulados como el mercado de valores o los seguros, se flexibiliza la exigencia formal de este principio, haciendo posible que en los reglamentos se desarrollen **aspectos esenciales de las conductas e infracciones** tipificadas por ley, si estas han sido definidas, por ejemplo, a través de un concepto jurídico indeterminado como *“alteración significativa de la cotización”* o *“perjuicio relevante”*.

Estamos ante un principio que ha sido configurado como un derecho subjetivo fundamental de naturaleza pública, con tutela judicial reforzada, según dispone el artículo 53.2 CE, al disponer de un procedimiento especial para su protección, en los artículos 114 y ss. de la LJCA. Dentro de su contenido podemos diferenciar una vertiente formal, la comentada reserva de ley, y una vertiente material, que se manifiesta mediante la obligatoria tipicidad de las conductas infractoras con carácter predeterminado.

El artículo 63 de la LPAC determina que los procedimientos administrativos de naturaleza sancionadora habrán de ser iniciados de oficio por acuerdo del órgano competente, y han de contar con una adecuada separación entre la fase instructora y sancionadora. Asimismo, no podrá imponerse sanción sin que se haya llevado a cabo con carácter anterior el procedimiento formal correspondiente.

3.1.2 Principio de tipicidad y proporcionalidad

Conectados con el principio anterior, encontramos la necesaria existencia de la previa delimitación de los tipos infractores, concretada en su vertiente material en el principio de tipicidad, así como la exigencia de una adecuada relación entre la infracción cometida y la sanción aplicada, que será materia de la llamada “*dosimetría punitiva*”¹⁴².

La **tipificación** de las infracciones y sanciones en el ámbito del mercado de valores la encontramos en el Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, en su capítulo IV.

Siguiendo a M. Fuertes¹⁴³, podemos clasificar las conductas infractoras que recoge la ley en tres grandes grupos:

- Infracciones que garantizan la aplicación del **ordenamiento bursátil** y financiero desde una perspectiva formal, tal y como determina el artículo 300 TRLMV, por no cumplir, por ejemplo, con las obligaciones de remisión de información financiera periódica a la CNMV.
- Infracciones que **obstaculizan el desarrollo** de un mercado de valores moderno y eficiente, como la manipulación de mercado.
- Infracciones relacionadas con la **obstaculización del ejercicio** de las labores inspectoras y supervisoras de la CNMV como, por ejemplo, no contestar a sus requerimientos de información.

El actual marco sancionador de los mercados financieros y de valores fue introducido por la LOSSEC, mediante la trasposición de la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio, aunque han sido muchas las normas, MIFID I, MIFID II, MIFIR, entre otras, las que han colaborado a la configuración del **actual régimen sancionador**, teniendo en cuenta que aun así, los estados siguen teniendo libertad a la hora de diseñar y aplicar su régimen sancionador, puesto que descansa sobre normas de

¹⁴² La dosimetría punitiva tiene como objeto graduar las sanciones en atención a la existencia de circunstancias agravantes o atenuantes previamente definidas en las sanciones que llevan aparejados los tipos infractores. Hay que aclarar que las circunstancias agravantes y atenuantes no son análogas a las contenidas en el Código Penal en sus arts. 21 y 22, ya que mientras éstas se aplican de manera rígida conforme las reglas de su art 66, los criterios de dosimetría se aplican con un margen de discrecionalidad, aunque dentro de los márgenes que establece la Ley. Además, estas circunstancias de dosimetría no se encuentran previamente definidas en las sanciones que llevan aparejados cada uno de los tipos infractores sino que están contenidos en el artículo específico 310 TRLMV.

¹⁴³ Fuertes, M. (2010), “*Diccionario de Sanciones Administrativas: mercado de valores, régimen sancionador*”, Madrid, lustel.

derecho público imperativas de los Estados miembros. Esto constituye aún una dificultad que no se ha podido superar, y no son pocas las voces que reclaman un Código Financiero y del Mercado de Valores de aplicación única en la Unión Europea, con el fin de garantizar el principio de reciprocidad.

El TRLMV clasifica las infracciones como leves, graves y muy graves, gozando por tanto la Administración de cierta discrecionalidad en el ejercicio de su potestad sancionadora a la hora de calificar las conductas.

El siguiente cuadro hace una síntesis de las infracciones y su regulación en el TRLMV.

Cuadro nº 24: Infracciones y sanciones TRLMV.

INFRACCIONES: TRLMV			
INCUMPLIMIENTOS	Muy graves	Graves	Leves
Reserva de actividad- obtención autorización	278	291	
Mercados primarios y secundarios	279	292	
OPAS	280	293	
Sistemas de compensación y registro	281	294	
Transparencia e integridad del mercado	282	295	
Organización interna y exigencias prudenciales	283	296	
Información y protección al inversor	284	296	
Medidas CNMV – reiteración infracciones	285	297	
Incumplimiento Reglamento UE 236/2012	286	298.1	
Incumplimiento Reglamento UE 648/2912	287	298.2	
Incumplimiento Reglamento UE 909/2014	288	298.3 y 4	
Agencias de Rating- Participaciones significativas	289	299	
Incumplimiento del Reglamento UE 1286/2014	289 bis	298.5	
Incumplimiento del Reglamento UE 2016/1101	289 ter	298.6	
Retrasos, incumplimientos singulares con clientes			300

Fuente: Táuler, P. Nota Técnica nº4. “Derecho Administrativo Sancionador del Mercado de Valores”.

Para tener un adecuado conocimiento de las sanciones, hemos de tener en cuenta el TRLMV, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva 35/2003 y la Ley 22/2014, de 12 de noviembre para las Entidades de Capital- Riesgo, de cuya lectura extremos la siguiente clasificación de sanciones, cuyo contenido esencial reflejamos en el siguiente cuadro.

Cuadro nº 25: Clasificación de Sanciones TRLMV.

SANCIONES			
Norma	Al Infractor	A Consejeros y Directivos	Otros
TRLMV	Muy graves: 302 Graves: 303 Leves: 305	Muy graves: 306 Graves: 307	Grupos consolidables- conglomerados: 309
LEY 35/2003 IIC	Muy graves: 85.1 Graves: 86.1 Leves: 87	Muy graves: 85.2 Graves: 86.2	
LEY 22/2014 EECR	Muy graves: 96 Graves: 97 Leves: 98	Muy graves: 99 Graves: 100	

Fuente: Elaboración propia

3.1.3 Principio de irretroactividad

El contenido de este principio lo encontramos en los artículos 9.3 y 25 CE, así como en el artículo 26 LRJSP y el artículo 2 CP. En una primera aproximación lo podemos definir como la obligación de **aplicar la ley vigente** en el momento de cometer la infracción.

Está permitida la irretroactividad llamada “*positiva*”, que es aquella que aplica una norma posterior a la comisión de los hechos, siempre y cuando la norma contenga una regulación más favorable para el infractor, siendo su límite temporal el momento en que la resolución deviene firme. La llamada irretroactividad “*negativa*” está prohibida por el ordenamiento jurídico. Así lo recogen, entre otras, las sentencias de la Audiencia Nacional de 17 de julio de 2018, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección 3ª, Recurso 471/2017.

3.1.4 Principio de antijuricidad y culpabilidad

El principio de antijuricidad está conectado de una forma especial con el Derecho Penal. Si una conducta es antijurídica además de típica, podrá ser sancionada. La existencia de antijuricidad corresponde a la ausencia de las llamadas “*causas de justificación*”, en derecho penal, que encuentran su acomodo, con ciertos matices, en el ámbito administrativo sancionador.

Si existe error invencible en el administrado, miedo insuperable, o estado de necesidad, no podrá ser sancionado por no tratarse de una conducta antijurídica.

Otra causa de exclusión de antijuricidad es la existencia de la llamada “*confianza legítima*”, principio descrito, entre otras, en la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de febrero de 2004. En la Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de febrero de 2015, en el caso “LA SEDA”, se hace una completa descripción del significado de este principio en su Fundamento Jurídico Cuarto:

*“Como hemos dicho en reiteradísima jurisprudencia el principio de protección de la **confianza legítima** puede admitirse incluso en relaciones jurídicas que no entran dentro del ámbito del Derecho comunitario europeo, como un corolario del principio de seguridad jurídica que está consagrado en el artº 9.3 de la Constitución y que exige que las normas de Derecho sean claras y precisas, a efectos de garantizar la previsibilidad de las situaciones y las relaciones jurídicas en el marco del Estado de Derecho.*

*Respecto al principio de **confianza legítima y seguridad jurídica** la doctrina del Tribunal Constitucional expresada en su STC 248/2007, de 14 de diciembre, FJ 5º, con cita de otras muchas ha manifestado, “**ha de entenderse como la certeza sobre la regulación jurídica aplicable y los intereses jurídicamente tutelados, procurando “la claridad y no la confusión normativa”** (STC 46/1990, de 15 de marzo, FJ 4º), de tal manera que “sólo si en el ordenamiento jurídico en que se insertan, y teniendo en cuenta las reglas de interpretación admisibles en Derecho, el contenido o las omisiones de un texto normativo produjeran confusión o dudas que generaran en sus destinatarios una incertidumbre razonablemente insuperable acerca de la conducta exigible para su cumplimiento o sobre la previsibilidad de sus efectos, podría concluirse que la norma infringe el principio de seguridad jurídica”.*

La culpabilidad, por su parte, está recogida en el artículo 28 LRJSP, y consiste en exigir responsabilidad a un sujeto una vez acreditada que su conducta u omisión es merecedora de responsabilidad por concurrir uno los títulos de imputación previstos legalmente.

Los elementos determinantes de la culpabilidad pueden ser: negligencia, culpa consciente, dolo eventual y dolo directo. En el ámbito de la Ley de Mercado de Valores encontramos su regulación en el artículo 271 TRLMV¹⁴⁴.

3.1.5 Principio de “non bis in idem”

En estrecha conexión con los principios de legalidad y tipicidad, encontramos el principio conocido como “non bis in idem”, o derecho a que una persona no sea juzgada y sancionada dos veces por los mismos hechos. Esto nos lleva a plantearnos si es compatible una sanción del orden jurisdiccional penal con una administrativa, por ejemplo. Alarcón Sotomayor¹⁴⁵ nos plantea tres aspectos capitales en torno a este principio:

- Vertiente material: prohibición de doble sanción por el mismo hecho ilícito.
- Vertiente formal: conlleva la preferencia del orden penal por el administrativo, puesto que otorga mayor relevancia a la norma penal, el

¹⁴⁴ Artículo 271 TRLMV: Cuestiones generales en materia de infracciones y sanciones:

*“1. Las **personas físicas y entidades** a las que resulten de aplicación los preceptos de esta ley, así como quienes ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección de estas últimas, que **infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores** incurrirán en **responsabilidad administrativa sancionable** con arreglo a lo dispuesto en este capítulo.*

*(...) 2. Ostentan **cargos de administración o dirección** en las entidades a que se refiere el apartado anterior, a los efectos de lo dispuesto en este capítulo y siguientes, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus directores generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección.*

*3. Quien ejerza en la entidad **cargos de administración o dirección** será responsable de las **infracciones muy graves o graves cuando éstas sean imputables a su conducta dolosa o negligente.***

*No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, serán considerados **responsables de las infracciones muy graves o graves cometidas por las entidades, quienes ostenten en ellas cargos de administración o dirección, salvo** en los siguientes casos:*

a) Cuando quienes formen parte de órganos colegiados de administración no hubieran asistido por causa justificada a las reuniones correspondientes o hubieren votado en contra o salvado su voto en relación con las decisiones o acuerdos que hubieran dado lugar a las infracciones.

b) Cuando dichas infracciones sean exclusivamente imputables a comisiones ejecutivas, consejeros delegados, directores generales u órganos asimilados, u otras personas con funciones similares en la entidad.(...)”.

¹⁴⁵ Alarcón Sotomayor, L, (2010). “Diccionario de Sanciones Administrativas: Principio non bis in idem”, Pág. 777. Madrid, Iustel.

deber de la Administración de respetar los hechos declarados probados en una sentencia o auto penal firme, y el deber de la Administración de no abrir un procedimiento penal ante hechos presuntamente constitutivos de ilícito penal.

- Derecho a no ser objeto de dos procedimientos punitivos por el mismo objeto, que constituye un Derecho Fundamental recogido en el artículo 24 de nuestra Constitución.

En el ámbito del mercado de valores, encontramos su regulación en el artículo 272 del TRLMV, donde se recoge la llamada “*prejudicialidad penal*”.

3.2 FASES DEL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

El procedimiento administrativo sancionador en el ámbito del mercado de valores constituye un verdadero cuerpo sistemático legal con sustantividad propia cuyo contenido podría reunirse en un único cuerpo legal, que recogiera todas las especificidades que presenta, tanto por los sujetos a los que se sanciona, como por el peculiar objeto que tiene: el mercado de valores, y su cada vez más globalizada extensión.

Una vez más, hemos de acudir a la Ley de Procedimiento Administrativo Común, (LPAC), para ver sus notas esenciales: necesidad de **procedimiento** (artículo 63 LPAC cuya carencia conllevará la sanción de nulidad de pleno derecho, tal y como dispone el artículo 47 LPAC), **separación** entre la **fase instructora** y la **fase de resolución** (artículo 63.1 LPAC), y reconocimiento de una amplia gama de **derechos** al presunto responsable (artículo 53 LPAC), similares a las previstas en los procedimientos judiciales, ya que el Tribunal Constitucional ha declarado que las garantías del derecho a una **tutela judicial efectiva** enunciadas en el artículo 24 CE son de aplicación en el derecho administrativo sancionador.

También se regulan en la LPAC, con alcance general al procedimiento administrativo sancionador el acuerdo de iniciación, (artículo 64), la terminación, (artículo 85), la propuesta de resolución (artículo 89, y determinadas propuestas de resolución (artículo 90).

Así las cosas, el procedimiento administrativo sancionador está dividido en varias fases bien definidas y diferenciadas, siendo opinión del Tribunal Supremo que la CNMV “*goza de un notable margen de apreciación*”, según se recoge, entre otras, en su sentencia de 16 de mayo de 2008.

De forma resumida, podemos reflejar en el siguiente cuadro los órganos de la CNMV competentes para la articulación de cada fase del procedimiento sancionador

Cuadro nº26: Fases del procedimiento Administrativo-Sancionador.

PROCEDIMIENTO SACIONADOR	
ACTUACIONES PREVIAS	Informe Razonado de la Dirección responsable y Dictamen de Legalidad de Servicios Jurídicos Art. 39 Reglamento Régimen interior CNMV
INCOACIÓN	Comité Ejecutivo CNMV (delegación del Consejo). Acuerdo de 11 de marzo de 2015 del Consejo de la CNMV sobre delegación de competencias.
INSTRUCCIÓN	Dirección General Servicio Jurídico- Departamento Servicio Contencioso y Régimen Sancionador. Arts. 30.5.f) y 31.4.b) Régimen Interior CNMV
RESOLUCIÓN	Consejo de la CNMV Arts. 4.1.c y 6.1 Reglamento Régimen Interior CNMV

Fuente: Elaboración propia.

3.2.1 Actuaciones previas

Es preciso aclarar que las investigaciones previas no forman parte del expediente administrativo sancionador, y sus competencias encuentran fundamento en las potestades de supervisión e inspección de la CNMV, según dispone el artículo 55 LPAC.

Las medidas que puede llevar a cabo la CNMV son las previstas en el artículo 234 TRLMV, medidas que estudiamos con detalle al analizar las potestades de supervisión e inspección de la Comisión. Además, puede poner en marcha los procedimientos “P01” y “P02”, diseñados para la supervisión y recabación de información.

No existe un límite temporal para el ejercicio de estas actuaciones, y tanto el Tribunal Supremo como la Audiencia Nacional han declarado en varias ocasiones que *“es lícito que la **apertura del procedimiento sancionador** se retrase hasta que la sospecha de la comisión del ilícito sea razonablemente verosímil”*, tal y como recogen, entre otras, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 13 de abril de 1991.

Los Tribunales consideran que no interrumpen ningún plazo ni computan como causa de interrupción de la caducidad del expediente sancionador.

La finalidad de estas actuaciones es delimitar si existen **hechos, responsables** y otras circunstancias que determinen la necesidad del inicio del procedimiento sancionador.

Tras la conclusión de sus investigaciones, la CNMV habrá de emitir un “**Informe razonado**”¹⁴⁶, al Comité Ejecutivo de la Comisión, quien habrá de elaborar un posterior Dictamen de legalidad, que deberá comprender una valoración jurídica del Informe recibido y un posible encaje en el tipo infractor.

En esta fase es preciso recordar que el administrado no cuenta con el derecho a ser informado de las acusaciones que en principio han motivado las actuaciones de investigación, y no está asistido por los derechos de que conforman la tutela judicial efectiva, salvo en lo relativo al **derecho a no declarar contra sí mismo**, sin que ello pueda traducirse en indefensión.

Su valor probatorio en el expediente sancionador surtirá efecto si las actuaciones previas son incorporadas con carácter posterior en el expediente sancionador. Esta regulación nos parece controvertida, y pensamos que sería más ajustado a Derecho la puesta en conocimiento del administrado de los motivos por los que se le investigan.

3.2.2 Fase de iniciación

Una vez que el Comité Ejecutivo decide por competencia delegada del Consejo de la Comisión el inicio del procedimiento administrativo sancionador, se inicia de oficio el mismo mediante el llamado “*Acuerdo de Incoación*”, cuyo contenido mínimo viene prevenido en el artículo 64 LPAC. Dicho acuerdo, habrá de incluir, al menos las siguientes cuestiones:

- Hechos evidenciados en las actuaciones de investigación realizadas con carácter previo.
- Determinación de los presuntos responsables, ya sean personas físicas o jurídicas.

¹⁴⁶ Informe Razonado según el contenido del artículo 36 del Reglamento del Régimen Interior de la CNMV.

- Nombramiento de los instructores del procedimiento, y en su caso secretarios, y posibilidad de que se abran incidentes de recusación, según dispone el artículo 24 LRJSP.
- Fijación del órgano competente para resolver.
- Posible adopción de medidas provisionales según el artículo 56 LPAC o medidas cautelares, según artículo 234.4 TRLMV, de las dispuestas en el artículo 234.2 TRLMV, letras e), g), i), j) y k).
- Información al presunto responsable sobre su derecho a realizar alegaciones, prueba y audiencia.
- Propuesta inicial de sanción.
- Posibilidad de reconocimiento de responsabilidad y pago voluntario según dispone el artículo 85 LPAC, con la consecuente terminación anticipada del procedimiento, reducción en la sanción y renuncia al recurso administrativo.

El Acuerdo de Incoación del expediente sancionador provoca **dos efectos** según previene el artículo 21. 3 LPAC: interrumpir la prescripción de la infracción (en la fecha que se notifique el acuerdo de incoación) e iniciar el plazo de caducidad del procedimiento (máximo de 1 año, ampliable por 6 meses máximo).

Estos dos efectos serán determinantes a la hora de calcular la duración máxima del procedimiento y los efectos de una posible suspensión, tal y como disponen los artículos 273.2 TRLMV y 22.1 LPAC.

El administrado tiene posibilidad de realizar alegaciones al acuerdo de incoación, si bien la CNMV cuenta con la facultad de hacer públicos los acuerdos de incoación de expedientes sancionadores¹⁴⁷, según determina el artículo 313. Quinquies TRLMV, tras la notificación a los interesados y la disociación de los datos confidenciales y personales protegidos por la Ley de Protección de datos, salvo el nombre del presunto infractor. Esta publicación no ha de ser entendida como una sanción en sí misma, sino como una facultad de la CNMV en el ejercicio de la aplicación del principio de transparencia a sus actuaciones.

¹⁴⁷ Algunos ejemplos de publicaciones de Acuerdos de Incoación son de fecha 5 octubre 2018, en el procedimiento Telepizza, el acuerdo de 10 de octubre de 2018, relativo al Banco Popular, y el acuerdo de incoación de 14 de julio de 2019 relativo a QRENTA. Accesible en:

<https://www.cnmv.es/portal/ALDia/Comunicaciones.aspx?com=>

3.2.3 Fase de instrucción

La fase de instrucción en el derecho administrativo sancionador tiene los mismos objetivos que la instrucción en sede penal, esto es, la realización de los actos necesarios para la determinación, **conocimiento y comprobación de los presuntos hechos** infractores sobre los que ha de pronunciarse la resolución que ponga fin al procedimiento. Su contenido lo encontramos en el artículo 75 LPAC, al que debemos incorporar la posibilidad de formular el llamado “pliego de cargos”, si el en el acuerdo de incoación no existen elementos de prueba suficientes para para calificar los hechos. Éste tiene carácter excepcional, tal y como dispone el artículo 64.3 LPAC.

La importancia de esta fase reside en la práctica de las pruebas, bien a solicitud del expedientado, o bien de oficio, mediante providencia, acordándose su práctica en un periodo de 10 a 30 días, tal y como contemplan los artículos 77 a 80 LPAC.

Las pruebas pueden consistir en informes periciales, requerimientos de información, pruebas testificales, así como otros medios de prueba que puedan resultar idóneos para la instrucción.

La fase concluye con una **propuesta de resolución**, que tal y como contempla el artículo 89 LPAC, ha de contener una relación de los hechos probados debidamente motivada, la calificación jurídica de los hechos en una concreta infracción, determinación de los responsables y propuesta de sanciones, valoración de las alegaciones y resultado de la prueba practicada ante un eventual pliego de cargos, y trámite de alegaciones al presunto infractor durante un plazo de 20 días que puede ser ampliado por otros 10 días más.

3.2.4 Fase de resolución

Como trámite final encontramos la llamada “*fase de resolución*”, en la que los instructores elevan su propuesta de resolución al Consejo de la CNMV para que resuelva. En caso de que los sancionados sean entidades de crédito, y se trate de infracciones graves o muy graves, han de informar al Banco de España, quien está obligado a emitir un informe no vinculante, según la previsión del artículo 273. 1 TRLMV.

La resolución del procedimiento, que puede ser sancionadora o no, y cuyo contenido obligatorio figura en los artículos 89 y 90 LPAC, debe ser dictada por el Consejo de la CNMV, con una **argumentación motivada** y congruente con los hechos probados y las alegaciones realizadas de contrario. Si el procedimiento concluyera con una resolución sancionadora y calificara los hechos de mayor gravedad que la propuesta de resolución, se ha de conceder un trámite de

alegaciones por 15 días, antes de dictarse la resolución definitiva, con el fin de garantizar el derecho de defensa.

En caso de ser **resolución con contenido sancionador**, tras la notificación al administrado comienza el plazo para presentar recurso, así como el plazo de ingreso voluntario de las multas. La publicación de la sanción definitiva se publica en el BOE, así como en el **Registro público de sanciones**, alojado en la web de la CNMV¹⁴⁸.

Otras **formas de terminación** del procedimiento pueden ser la resolución absolutoria, sin imposición de sanción, la terminación por imposibilidad sobrevinida, por desaparición de la persona, por fallecimiento, por ejemplo.

En el año 2019 la CNMV acordó 17 resoluciones sancionadoras según señala el Informe Anual del CNMV, con un total de 30 infracciones, muy graves, graves, y leves, según muestra el siguiente cuadro.

Cuadro nº 27: Resoluciones sancionadoras CNMV 2019.

	Abiertos		Cerrados	
	2018	2019	2018	2019
Infracciones muy graves	17	17	21	9
I. No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas u operaciones de autocartera	1	6	4	4
II. Incumplimiento en materia de sociedades emisoras	2	1	-	1
III. Incumplimiento de reserva de actividad	-	1	-	-
IV. Incumplimiento de normas de conducta	3	4	4	-
V. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	1	3	1	1
VI. Incumplimiento de la normativa general de las ECR	2	1		2
VII. Incumplimiento de la normativa general de las PFP	1		1	
VIII. Incumplimiento de la normativa general de las IC	3	-	4	-
IX. Incumplimiento de la normativa sobre ventas en corto	-	1	-	-
X. Manipulación de mercado	-	-	1	-
XI. Información privilegiada	4	-	5	1

¹⁴⁸ Puede consultarse el citado Registro de sanciones en:

<https://www.cnmv.es/portal/Consultas/RegistroSanciones/IniRegSanciones.aspx>

Infracciones graves	22	8	15	20
I. Incumplimiento en materia de información anual de sociedades emisoras	1	-	-	2
II. Incumplimiento en materia de comisión de auditoría de sociedades emisoras	8	-	-	8
III. Incumplimiento en materia de abuso de mercado	2	-	3	1
IV. Incumplimiento de normas de conducta	1	1	1	-
V. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	-	-	1	-
VI. Incumplimiento de la normativa general de las IC	1	1	-	2
VII. Incumplimiento de la normativa general de las PFP	1	-	-	1
VIII. Incumplimiento de la reserva de actividad	-	1	-	-
IX. Información privilegiada	1	-	1	-
X. Manipulación de mercado	7	5	9	6
Infracciones leves	-	1	-	1

Fuente: Informe anual CNMV 2019 sobre los mercados de valores y su actuación.

3.3 RECURSOS ANTE LAS RESOLUCIONES SANCIONADORAS

Es importante tener presente que tras las modificaciones introducidas por el artículo 85 del RD Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, tal y como determina el artículo 131.1 LOSSEC, *“las sanciones impuestas conforme a esta Ley no serán ejecutivas hasta que no se hayan puesto fin a la vía administrativa”*, por lo que se dota de garantía al recurso del ciudadano, otorgando a este trámite una especial protección.

En sede de mercado de valores, según los artículos 22 y 275 TRLMV, junto con los artículos propios de la LPAC que regulan el recurso de alzada, las sanciones impuestas en la resolución de la CNMV no serán firmes hasta que no se haya resuelto el recurso de alzada o haya transcurrido su plazo sin haberse interpuesto. Ha deponerse fin a la vía administrativa previa a la judicial.

En sede administrativa, según la LPAC, encontramos de presentar dos recursos, según los motivos que fundamenten su oportunidad: el recurso administrativo de alzada y el recurso extraordinario de revisión, siendo necesario agotar previamente la fase administrativa mediante la presentación del correspondiente recurso, para poder alcanzar la vía judicial.

3.3.1 RECURSOS ADMINISTRATIVOS

3.3.1.1 Recurso Administrativo Ordinario de Alzada

El recurso administrativo de alzada ha de presentarse contra la resolución del Consejo de la CNMV, ante el Ministerio de Economía, según prevén los artículos 121 y 122 de la LPAC. Se ha de presentar en el **plazo de un mes** desde la fecha de notificación al administrado, y ha de resolverse en el plazo de tres meses. Es el recurso más común en sede administrativa, y ha de presentarse con carácter perceptivo para poder recurrir posteriormente en vía judicial, mediante la presentación de recurso Contencioso Administrativo.

Podrá inadmitirse por no cumplir con sus **requisitos** procedimentales o de **forma**, como el plazo de presentación, y deberá estimarse o no, o al menos parcialmente, entrando a valorar las cuestiones de **fondo** o de contenido jurídico.

3.3.1.2 Recurso Administrativo Extraordinario de Revisión

El recurso administrativo extraordinario de revisión constituye un recurso que sólo se puede presentar en casos tasados y circunstancias excepcionales, que aparecen recogidas en el artículo 125 y 126 LPAC, como son la aparición de nuevos documentos posterior a la fecha de la resolución sancionadora, o error de hecho fundado en los documentos del expediente administrativo, entre otros.

3.3.2 RECURSOS ANTE LA JURISDICCIÓN CONTENCIOSA-ADMINISTRATIVA

3.3.2.1 Recurso Contencioso- Administrativo

La ley de La Jurisdicción Contencioso-Administrativa, (LCA), de 13 de julio, regula en sus artículos 45 a 77 el control judicial de la legalidad de la actuación administrativa, el llamado recurso contencioso en procedimiento ordinario, y en su artículo 78 el procedimiento de recurso abreviado.

El recurso ha de presentarse en el plazo de dos meses de la notificación de la resolución del recurso de alzada desestimatoria, o su desestimación presunta.

3.3.2.2 Recurso de Casación

La **última posibilidad de revisión** de la sanción interpuesta por la CNMV consiste en la presentación de un recurso de casación ante el Tribunal Supremo que, según la última reforma de la Ley de la Jurisdicción Contenciosa (LJCA), ha de presentar interés casacional.

Esto supone que los **motivos** de recurso de casación están tasados, y no se podrá presentar recurso fuera de estas previsiones, recogidas en los artículos 88.2 y 88.3 de la LJCA. Entre estos motivos encontramos la aplicación de normas sobre las que no exista jurisprudencia, **la resolución de recursos contra actos o disposiciones que de los organismos reguladores o de supervisión**, o de agencias estatales cuyo enjuiciamiento corresponda a la Sala de lo Contencioso- Administrativo de la Audiencia Nacional, o a resolución de recursos contra actos o disposiciones de los Gobiernos o Consejos de Gobierno de las Comunidades Autónomas.

En estos dos últimos casos, uno de ellos aplicable a nuestra materia, existe la posibilidad de que el recurso se inadmita mediante auto motivado si el Tribunal Supremo estima que el asunto *“carece manifiestamente de interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia”*. La práctica demuestra que el recurso de casación es un instrumento jurídico con grandes dificultades para prosperar.

En el Informe Anual de la CNMV de 2019 se hace una relación de los procedimientos judiciales en los que interviene como parte la CNMV, tanto los interpuestos por ella, como los que han sido resueltos, así como aquellos en los que ha sido solicitada su colaboración con los Tribunales. Podemos observar, en el siguiente cuadro, que para el año 2019, los recursos administrativos superan a los judiciales.

Cuadro nº 28: Procedimientos administrativos y judiciales CNMV 2019.

	Interpuestos	Resueltos
Recursos administrativos	14	2
Alzada	14	2
Reposición	-	-
Recursos contencioso-administrativos/casación	10	35
	Solicitudes tramitadas	
Colaboración con tribunales		135

Fuente: CNMV.

Fuente: Informe Anual CNMV 2019

3.4 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES

Del estudio del procedimiento administrativo sancionador en sede de mercado de valores y la práctica desarrollada según los datos consignados en el Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación en el ejercicio 2019, podemos extraer las siguientes conclusiones:

- Tras la adaptación de la normativa nacional a las disposiciones normativas de MIFID I, MIFID II y MIFIR, nos encontramos con un **robusto sistema administrativo sancionador** reglado y muy procedimentalizado que respeta en lo esencial el Derecho a la tutela judicial efectiva.

Los **principios** que tutelan este derecho se inspiran en su mayor parte en el derecho penal, sin embargo, su aplicación no es automática, sino que ha de ser adaptada al ordenamiento administrativo. Sus pilares son el principio de legalidad, el principio de tipicidad y proporcionalidad, el principio de antijuricidad y culpabilidad, así como el principio de “*non bis in idem*”.

- A diferencia de las potestades de supervisión e inspección que no tienen un **procedimiento regulado** ni tasado para su ejercicio, el procedimiento administrativo sancionador sí lo está, por lo que los administrados cuentan con una mayor **seguridad jurídica**.
- Las **fases del procedimiento** están muy determinadas y concretadas, siendo los trámites ordinarios las llamadas “*actuaciones previas*”, la incoación, instrucción y resolución. Como se puede advertir, tiene una naturaleza y estructura similar al procedimiento judicial penal.

Encontramos, no obstante, cierta discrecionalidad en las **actuaciones previas**, pues la CNMV no tiene obligación de informar al ciudadano el motivo de sus labores de investigación. Al menos debiera darse la oportunidad de conocer el contenido esencial de la motivación de la actividad de la Administración, toda vez que puede realizar actividades que afectan a la esfera más íntima y personal del ciudadano.

- El **derecho a los recursos** está muy bien articulado y sistematizado, dando la opción de dos revisiones ante la Jurisdicción Contenciosa -Administrativa en caso de desacuerdo del sancionado con la resolución final.

- Las diferencias entre legislaciones nacionales, nos lleva a la **necesidad de acercar los ordenamientos jurídicos** en el seno de la Unión Europea, dado que las normas imperativas en cada uno de los ordenamientos, no es del todo coincidente, la realidad conlleva que un mismo hecho infractor sea sancionado de distinta manera en dos países diferentes.

Esto es una barrera a superar, para tratar de evitar el llamado “**fórum shopping**” o elección de la jurisdicción más favorable en función de que las consecuencias punibles sean más o menos gravosas en un país u en otro.

- Estas consecuencias que observamos, derivadas de los diferentes conceptos de derecho imperativo que existen en cada país de la Unión, suele finalizar con una **resolución del Tribunal de Justicia de la Unión Europea**, en el que, dando respuesta a una cuestión prejudicial o un litigio, se resuelve sobre la correcta interpretación y aplicación de la normativa europea.

Así ha ocurrido, entre otros casos, en la conceptualización de la llamada **hipoteca multidivisa** como instrumento financiero no complejo, dando lugar a una respuesta más homogénea en los litigios nacionales de los diversos países de la Unión.

- Otra cuestión relevante en nuestro ordenamiento jurídico es la **publicación de las sanciones** con la identidad del infractor en el Boletín Oficial del Estado, así como en un registro público de la CNMV.

No pretende ser una sanción adicional, sino que se ha instaurado para dar cumplimiento al principio de publicidad, en aplicación de la necesaria transparencia que ha de presidir toda actuación en el mercado de valores. Además, se pueden publicar los acuerdos de incoación de cada uno de los expedientes sancionadores que la CNMV decide iniciar.

CAPÍTULO 4.

RESPONSABILIDAD DEL REGULADOR

En este capítulo pretendemos abordar los supuestos de exigencias de responsabilidad el regulador, en este caso la CNMV, por daños causados a los administrados derivados del ejercicio de su potestad de supervisión e inspección en el mercado de valores, cuestión que presenta especial conexión con los límites y condiciones del ejercicio de la actividad de supervisión e inspección de la Comisión.

Hemos de cuestionar si la **actividad de la función supervisora** se limita sólo al control administrativo de una serie de requisitos administrativos previstos en las leyes sectoriales correspondientes de carácter formal, como en el trámite seguido al conceder una autorización administrativa a una ESI, o bien, si por el contrario, la actividad supervisora debe ir más allá, imponiendo medidas correctivas y sancionadoras severas, en caso de que encuentre anomalías de forma en el ejercicio de su actividad y situación contable, para prevenir daños futuros en las personas y entidades supervisadas.

En este sentido, delimitar la llamada actividad “*policia*” de la Administración, es una cuestión compleja y no exenta de dificultad. ***¿Cuál ha de ser el límite en la profundidad de las labores de investigación que ha de realizar la CNMV?***

¿Se puede imputar a su actuación la quiebra de una empresa cuando los estados contables de una sociedad han sido remitidos con carácter regular a la comisión y ésta no ha puesto objeciones ni ha requerido información complementaria a pesar de observar pérdidas en el negocio?

El análisis de conocidas sentencias como la Sentencia del Tribunal Supremo 4496/2012, de 3 de julio de 2012, caso **FORUM FILATÉLICO**, o los distintos procedimientos seguidos contra **GESCARTERA**, nos servirán para analizar cómo se ha venido tratando la cuestión de la responsabilidad de la Administración en sede de mercado de valores.

4.1 ACCIONES POSIBLES FRENTE A LA INICIATIVA INSPECTORA, SUPERVISORA Y FRENTE A LA INACTIVIDAD DE LA INSPECCIÓN Y SUPERVISIÓN

Dentro de los remedios frente a la iniciativa inspectora y supervisora según Rebollo Puig, han de diferenciarse varias cuestiones de la actividad de inspección y supervisión que pueden afectar al administrado:

*“Las formas de **combatir** la misma **iniciación**, o **falta de iniciación** por un lado y, de otro, las formas de **combatir** las **concretas actuaciones** de*

*inspección (sus requerimientos, sus actas de inspección, sus actuaciones materiales)*¹⁴⁹. (REBOLLO PUIG, 2015:102)

En el caso de que nos encontremos ante actuaciones escritas de investigación y supervisión, la vía ordinaria de manifestar desacuerdo con las medidas adoptadas será la presentación del **recurso administrativo** correspondiente, tal y como hemos visto en el Capítulo anterior. No obstante, si nos encontramos en la fase de actuaciones previas a la incoación del expediente sancionador, los remedios legales del administrado están limitados, y no podrá hacer más que el ejercicio de no declarar contra sí mismo, por estar ante actuaciones de trámite, como ponen de manifiesto varias sentencias del Tribunal Supremo, destacando, entre otras, la Sentencia TS de 16 de mayo de 2000, o la sentencia TS de 13 de febrero de 2008.

En este sentido, autores como Lozano Cutanda, manifiestan que el administrado no está asistido de las garantías propias de una imputación:

*“El futuro imputado no es titular del derecho a ser informado de la acusación en la información reservada o previa al procedimiento, ni en ninguna actuación propia de la inspección, con independencia de que el derecho a no declarar contra sí mismo sí pueda proyectarse en momentos anteriores en favor del sospechoso y que ésta pueda exigir el derecho a saber en el momento de declarar en una inspección o procedimiento de información previa sobre la existencia de sospechas o imputaciones materiales en contra, que pueden derivar en una imputación formal”.*¹⁵⁰ (LOZANO CUTANDA, 2009: 856)

Esto constituye una deficiencia en el procedimiento de inspección de la CNMV, puesto que debiera darse traslado del motivo de las inspecciones o supervisiones al ciudadano, como expresión de la **legalidad de las actuaciones** de la Comisión. Cabe el riesgo de que la CNMV obtenga pruebas vulnerando algún derecho fundamental del administrado, y que luego éstas se incorporen al expediente sancionador, en su caso.

Por otra parte, es cuestionable la **presunción de veracidad de las actas Inspección** o de los documentos que obre en su actividad. Esta presunción de veracidad la encontramos en el artículo 137.3 LRJAP, en el que se confirma el valor probatorio de los documentos públicos en los que se reflejen hechos probados por funcionarios inspectores a los que se reconozca condición de autoridad, aunque en el artículo 234.9 se permite la práctica de prueba en sentido contrario, siendo una presunción *“iuris tantum”*.

¹⁴⁹ Ob. Cit. Pág. 102

¹⁵⁰ Lozano Cutanda. B (2009). “Procedimiento sancionador: iniciación”. Diccionario de sanciones administrativas. Madrid: lustel. Pág. 856.

Más compleja es, sin embargo, la posibilidad de defensa frente a los **requerimientos verbales o inspecciones “in situ”** comunicadas en el acto, en las que existe un deber de colaborar con la administración y la no oposición de resistencia. TRLMV. En ese caso, sólo cabra **recurso contra la vía de hecho**, según dispone el artículo 30 LJCA¹⁵¹, con el régimen especial de las medidas cautelares en caso de que fuera necesaria su adopción, contenidas en el artículo 136 LJCA. En caso de que se concluya la inspección con levantamiento de acta, ese documento será el que eventualmente pueda ser recurrido.

En caso de querer poner de manifiesto la responsabilidad de la Administración, en este caso CNMV, ante su **falta de iniciativa supervisora o inspectora**, debemos recordar que ésta efectúa sus potestades previa habilitación legal, configurado como un deber genérico, que con carácter posterior viene a concretarse en la definición de los sujetos que puede supervisar y la enumeración de una serie de actividades para desarrollar esta potestad, artículo 324 TRLMV, que no es una lista cerrada.

No hay una prevención legal de consecuencias ante **una supuesta “inactividad”** supervisora e inspectora, precisamente porque la CNMV goza de autonomía técnica y funcional en el ejercicio de sus funciones. Esto provoca, como veremos a continuación, una gran dificultad a la hora de determinar su responsabilidad patrimonial, ya que su actividad supervisora e inspectora goza de una gran discrecionalidad.

Por otra parte, tal y como hemos visto en el Capítulo 2, la Estrategia de la CNMV y su plan de actividades, es conocido con carácter anterior a su realización, pero la concreta ejecución de esos **planes a través de los planes de inspección y supervisión** que elaboran las Direcciones Generales de la CNMV no se conoce, por lo que es sumamente difícil denunciar una posible falta de actividad si tal y como sucede, el contenido de sus planes de supervisión e inspección es confidencial. Esto conlleva que sea sumamente complejo la posibilidad de **recurrir la falta de inclusión en un plan de inspección**, tal y como considera la jurisprudencia del Tribunal Supremo¹⁵². Tampoco se hace público el nombre de las personas de la ejecución de los planes de supervisión e inspección, por lo que tampoco cabe tratar de solicitar una **responsabilidad individual** a las personas responsables de la supervisión e inspección en el mercado de valores.

¹⁵¹ Artículo 30 LJCA: “En caso de vía de hecho, el interesado podrá formular requerimiento a la Administración actuante, intimando su cesación. Si dicha intimación no hubiere sido formulada o no fuere atendida dentro de los diez días siguientes a la presentación del requerimiento, podrá deducir directamente recurso contencioso-administrativo”.

¹⁵² Sentencias Tribunal Supremo de 9 de febrero de 2012 y 30 de abril de 2012.

Finalmente, la posibilidad de que se diseñen nuevos planes de inspección según se detecten necesidades a lo largo de un ejercicio, como nuevas supervisiones “*in situ*” o comprobaciones de otras anteriores, hace que sea aún más difícil la fiscalización de esta actividad por parte del administrado.

4.2 RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL DE LA CNMV

En cuanto a la responsabilidad patrimonial del Estado, hemos de tener presente que es una institución legalmente prevista y reconocida en el artículo 106 de nuestra Constitución¹⁵³.

También hemos de tener en cuenta las disposiciones contenidas al respecto en la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del **Procedimiento Administrativo Común** de las Administraciones Públicas, en sus artículos 34 y siguientes, y en la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de **Régimen Jurídico del Sector Público**, todas ellas en relación con el contenido de los artículos 16 y 17 del TRLMV, mediante los que se habilita a la CNMV a realizar las potestades de supervisión, inspección y sanción sobre el mercado de valores.

Además de los preceptos contenidos en la citada regulación administrativa, el **Tribunal Supremo** viene reiteradamente recopilando los **elementos constitutivos de la responsabilidad patrimonial de la Administración**. En su Sentencia de 20 de octubre de 1997, dictada en el recurso ordinario 455/1997, en su Fundamento Jurídico cuarto, concreta estos elementos, determinando que para que concurra dicha responsabilidad es necesario que se produzca:

- **Lesión patrimonial** equivalente a daño o perjuicio en la doble modalidad de lucro cesante o daño emergente.
- La lesión ha de entenderse como **daño ilegítimo**.
- El **vínculo** entre el resultado dañoso y la Administración implica una actuación del poder público en uso de potestades públicas.
- La **lesión** ha de ser **real y efectiva**, y nunca potencial o futura.
- Es **responsabilidad objetiva** o por resultado, siendo indiferente que la actuación administrativa haya sido normal o anormal, bastando para su estimación la producción de un daño efectivo.

¹⁵³ Artículo 106 CE: “1. Los Tribunales controlan la potestad reglamentaria y la legalidad de la actuación administrativa, así como el sometimiento de ésta a los fines que la justifican.
2. Los particulares, en los términos establecidos por la ley, tendrán derecho a ser indemnizados por toda lesión que sufran en cualquiera de sus bienes y derechos, salvo en los casos de fuerza mayor, siempre que la lesión sea consecuencia del funcionamiento de los servicios públicos”.

Si concurren todos los elementos en el supuesto analizado, podremos admitir como posible la existencia de la **responsabilidad patrimonial de la Administración**, por el defectuoso funcionamiento de la CNMV en el ejercicio de sus competencias. No obstante, para que concurra dicha responsabilidad es necesario que se esté actuando en un ámbito de servicio público encomendado a la CNMV, así como que exista un nexo causal entre la acción u omisión de la Administración y el resultado dañoso.

Otros aspectos relevantes que hemos de tener en cuenta son la **relación causal en el análisis de la responsabilidad patrimonial**, la relevancia de las limitaciones en la actuación supervisora de la CNMV, sus competencias de prevención o respuesta ante la conducta ilícita, así como la concurrencia o no en este organismo de facultades compulsivas.

En el análisis jurisprudencial realizado para observar la ejecución de procedimientos de responsabilidad patrimonial contra la administración, concretamente, en procedimientos seguidos contra la CNMV, podemos advertir que el Tribunal Supremo falla siempre a su favor, y de ordinario por los mismos **motivos**: ausencia de incumplimiento de una norma con contenido obligacional, o inexistencia de nexo causal entre el perjuicio sufrido y la actuación supervisora e inspectora de la Comisión.

La mayoría de las decisiones judiciales motivan la falta de incumplimiento por parte la Comisión de un precepto legal, y la ausencia de nexo causal. De este modo eximen de toda responsabilidad a la Administración, constituyendo casi una **prueba diabólica para el administrado** poder demostrar que la Administración, en este caso la CNMV, no ejerció adecuadamente sus funciones, o se produjo una dejación en las mismas.

Entre los diversos pronunciamientos judiciales que recogen la falta de cumplimiento por parte de la CNMV del ejercicio de sus obligaciones, destacamos la **sentencia del Tribunal Supremo 121/2009, de 27 de enero de 2009**, donde los demandantes alegan que la CNMV hizo uso de sus potestades de investigación y supervisión cuando la situación de la entidad estaba altamente perjudicada y era irreversible.

En su Fundamento Jurídico Tercero el Supremo defiende la actuación de la CNMV, señalando, entre otros:

*“La responsabilidad del órgano de control ha de ponerse en relación con **un ejercicio ponderado y razonable de dichas facultades**, para lo que ha de tenerse en cuenta, además de la actitud e intervención de los distintos operadores, la naturaleza de las mismas y su incidencia en el funcionamiento del mercado, así como los intereses de los inversores, que trata de proteger, y que pueden exigir y justificar una **valoración del riesgo que el ejercicio de***

*dichas facultades pueda representar para el mercado y los perjuicios desproporcionados que pueda representar para los intereses de los distintos afectados y todo ello en congruencia con el criterio general en relación con supuestos en los que se invoca la inactividad de la Administración, en el sentido que **no resulta exigible una conducta exorbitante, siendo una razonable utilización de los medios disponibles en garantía de los riesgos relacionados con el servicio**, como se desprende de la sentencia de 20 de junio de 2003, lo que en términos de prevención y desarrollo del servicio se traduce en una prestación razonable y adecuada a las circunstancias como el tiempo, lugar, desarrollo de la actividad, estado de la técnica, capacidad de acceso, distribución de recursos, en definitiva lo que se viene considerando un funcionamiento estándar del servicio”.*

En este caso el Supremo consideró que existía un **daño efectivo**, individualizado y valorables económicamente, pero **no antijurídico**, lo que significa que no existía deber de soportar el daño por la administración porque ésta se comportó conforme sus deberes y obligaciones de supervisión.

Este mismo criterio se vuelve a poner de manifiesto en sentencias posteriores de la misma entidad, como en la **Sentencia del Tribunal Supremo de 2 de marzo de 2011**, en la que se expone ampliamente que la potestad inspectora de la CNMV no incluye facultades coercitivas de investigación.

Otras sentencias del Tribunal Supremo que reiteran la falta de responsabilidad de la CNMV en el ejercicio de sus potestades de supervisión e inspección por comprender que estamos ante unas facultades limitadas, que en ningún modo son omnicomprensivas de todo tipo de actividades. Muestra de ello es la **Sentencia del Tribunal Supremo 2396/2008, de 16 de mayo de 2008, en el asunto AVA**, entidad que solicitaba una indemnización a la CNMV, en la que se manifiesta la siguiente definición sobre las potestades de inspección y sanción de la Comisión:

*“Las potestades de inspección sólo habilitan a la Administración para investigar hechos, sin que ello comporte que la Administración pueda hacer uso de cualesquiera instrumentos que repute útiles para esclarecer los hechos, (...)”, “(...) la actividad de inspección se encuentra circunscrita a los **documentos que los operadores bursátiles pongan a su disposición**, pudiendo ejercer potestades sancionadoras en caso de ocultación y obstrucción, pero no ostentando facultades compulsivas de recabación de datos”.*

Otra línea de jurisprudencia comprende que en la mayoría de los casos se produce la ruptura del nexo causal entre el daño producido y la actividad de la CNMV, concluyendo que el daño en la entidad supervisada se habría producido con independencia de la actuación requerida a la Administración.

En la mayor parte de los supuestos se imputa una omisión en la actuación de las facultades de inspección y supervisión de la CNMV, imputando el daño sufrido a su falta de actividad. Así lo reflejan, entre otras, la **Sentencia del Tribunal Supremo 4496/2012 de 3 de julio**, en el caso **FORUM FILATÉLICO**, en la que se señala que además de ese nexo causal es necesario identificar una lesión del comportamiento omisivo de la CNMV, que no puede consistir en otra cosa más que en la existencia de un deber jurídico de actuar, deber que en el caso citado no se estimó que se acreditara como para imputar responsabilidad patrimonial a la CNMV.

En el mismo sentido, la sentencia de la Audiencia Nacional de 26 de septiembre de 2012, así como la posterior **Sentencia del Tribunal Supremo, 343/2015, de 6 de febrero de 2015**, en el asunto **“LA SEDA”**, en las que se resuelve la posible responsabilidad patrimonial de la CNMV por la descapitalización de la Sociedad **“LA SEDA”**.

En este asunto se concluye igualmente con la inexistencia de nexo causal, puesto que el verdadero motivo del deterioro del capital de la sociedad se encontraba en la actuación irregular de sus administradores societarios, causantes de su lesión patrimonial.

En cuanto a la CNMV, tal y como señala la sentencia de la Audiencia Nacional en el mismo asunto **“LA SEDA”**, en instancia previa al Tribunal Supremo, en su FD5º:

*“Las potestades otorgadas a la CNMV antes descritas, incluyen facultades de vigilancia, solicitud de informes, inspección, sancionadoras y de intervención, pero **no incluyen facultades coercitivas de investigación**, de suerte que su actividad de inspección se encuentra circunscrita a los documentos que los operadores bursátiles pongan a su disposición, pudiendo ejercer facultades sancionadoras en caso de ocultación u obstrucción, **pero no ostentando facultades compulsivas de recabación de datos**”. Lo mismo debemos afirmar del ICAC, que puede supervisar la actividad auditora una vez realizada, pero no puede sustituirla”¹⁵⁴.*

El Supremo, en la referida sentencia 343/2015, de 6 de febrero de 2015, en su Fundamento Jurídico Cuarto manifiesta, además:

*“Aun cuando el hecho de que la CNMV no ejerciese todas sus potestades desde el primer momento sea una de las causas en sentido lógico de la pérdida patrimonial sufrida por los recurrentes, ello no significa por sí solo, que quepa hacer a la CNMV jurídicamente responsable de dicha pérdida patrimonial. La razón es que **la CNMV no tenía deber jurídico de realizar una***

¹⁵⁴ ST Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, de 26 de septiembre de 2012. Nº Rec. 379/2011.

determinada actuación. De aquí que objetivamente no se le pueda imputar un resultado lesivo que no estaba obligada a evitar (...)”.

*“(...) La función que la ley encomienda a la CNMV es supervisar e investigar los mercados de valores asegurar la transparencia de los mismos. **En ningún caso debe concebirse a la CNMV como garante de la legalidad y prudencia de todas las decisiones de las agencias de valores, ni menos aún como garante de que las agencias de valores no sufren pérdidas económicas como consecuencia de decisiones ilegales o imprudentes de éstas.** La mera causalidad lógica se detiene allí donde el sentido de las normas reguladoras de un determinado sector impide objetivamente reprochar a la administración el resultado lesivo padecido por un particular”.*

Así las cosas, la práctica demuestra que es complejo, al menos hasta el momento, obtener un pronunciamiento en el que la jurisprudencia mayor reconozca la responsabilidad patrimonial de la Administración, y en concreto de la CNMV.

4.3 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES

Tras el análisis realizado, corresponde fijar las cuestiones de mayor interés:

- La mayor dificultad que tiene el administrado consiste en demostrar que la **falta de actividad del supervisor** ha ocasionado un daño patrimonial en su persona o entidad.

Consideramos que estamos ante una **prueba diabólica**: suele entenderse como tal la situación que se produce cuando quien alega un derecho o una situación de la que se deriva una consecuencia jurídica se encuentra imposibilitado de poder probar un hecho o extremo concreto, ya que está en la mano de la otra parte acreditar el extremo contrario al de aquella parte. Es en este caso la CNMV la que ha de probar que sí ha desplegado sus facultades de inspección y supervisión de forma correcta, lo cual deja en sus manos la posibilidad de prosperar las pretensiones de la parte actora.

- Los ciudadanos tienen serias dificultades para identificar los deberes de actuación e inspección de la CNMV, por lo que no pueden reclamar o cuestionar aquellas actuaciones que desconocen.

Esto es un área clara de mejora en la actividad supervisora e inspectora de la CNMV: **comunicar sus Planes de Inspección y Supervisión**, con definición de objetivos, criterios de medición de desempeño e informe de resultados

una vez concluidas las actividades de supervisión e inspección previstas. Sólo así la CNMV podrá acercarse al ciudadano y sostener con él una relación más fluida.

- La tradicional forma de obtener un resarcimiento por los **daños y perjuicios** sufridos por el administrado, derivados del inadecuado funcionamiento de la actividad de supervisión e inspección de la CNMV, la encontramos en la institución de la **responsabilidad patrimonial**.

Este instituto jurídico además de estar regulado en las leyes administrativas tiene su delimitación en sede jurisprudencia, siendo sentencias como la del Tribunal Supremo de 20 de octubre de 1997, entre otras, las que determinan los requisitos necesarios para que concurra esta responsabilidad.

- La existencia de una **lesión patrimonial** evaluable entendida como daño ilegítimo, el vínculo entre el resultado dañoso y la Administración Pública, así como la lesión real, efectiva y presente, son sus elementos necesarios.

Su nota más sobresaliente es que está configurada como una **responsabilidad objetiva** o por resultado, siendo indiferente que el modo en que se ha producido la lesión, bastando la existencia de un daño objetivo.

- La práctica ha sido la que ha mostrado la dificultad de obtener resultados positivos en la solicitud de responsabilidad patrimonial a la CNMV por parte de las personas que o entidades que participan en el mercado de valores. Así lo hemos podido verificar en el estudio jurisprudencial efectuado, de más de quince sentencias.
- La realidad demuestra que es sumamente difícil obtener una resolución favorable para el administrado en el ejercicio de una acción de responsabilidad de la administración contra la CNMV, por cuanto **no existen protocolos de actuación de referencia**, una denominada "**lex artis**" que sirva de parámetro para evaluar la conducta de la CNMV.
- Del mismo modo que en el ámbito sanitario la responsabilidad por mala praxis, también denominada *negligencia* en sus actuaciones, se ajusta a unos protocolos, en los que se determinan pautas de diagnóstico, tratamiento y resultados esperables según el actual estado de la ciencia y de

la técnica, que permiten realizar una valoración de actuación médica en orden a determinar su responsabilidad por los daños padecidos, en el **ámbito de la supervisión e inspección** de la CNMV **no contamos con criterios de orientación y comprobación de resultados**, lo que dificulta un procedimiento de responsabilidad contra la CNMV con éxito.

- La Constitución en su artículo 103 exige que la Administración ponga los **medios necesarios para asegurar la consecución de sus fines**, por lo que no es suficiente que el ejercicio de sus funciones no sea arbitrario, sino que ha de ajustarse al principio de eficacia.

Para cumplir con ello sería necesario el determinar una “*lex artis*” en el ejercicio de la función de supervisión e inspección de la CNMV, estableciendo no sólo las facultades de supervisoras de tipo formal, sino también dotarlas de contenido material, con una previsión de los efectos ante su incumplimiento.

Esto conduciría a que las “*válvulas de escape*” que emplea la CNMV para eximirse de cualquier responsabilidad en el ejercicio de sus funciones, como la inexistencia de nexo causal, o la falta de incumplimiento de un deber formal tipificado en la Ley, pudieran acotarse, equilibrando de este modo los cauces de defensa de Administración y administrado.

- El ciudadano debería saber cuáles son los **efectos de una falta de actuación** de la CNMV en el ámbito de las facultades de supervisión e inspección de la CNMV, para dotar al sistema supervisor de una mayor seguridad jurídica.

CAPÍTULO 5.

CONCLUSIONES FINALES Y PROPUESTAS DE MEJORA

5.1 CONCLUSIONES FINALES

El siglo XX trajo consigo la aparición de un nuevo fenómeno en la organización de la Administración Pública, bajo la aparición de las llamadas “**Administraciones Independientes**”, que sirvieron de herramienta para articular nuevos sectores en creciente expansión como la energía o el propio mercado de valores. El encaje de esta institución de derecho público que goza de **autonomía funcional y dependencia jerárquica** sigue sin encontrar aceptación por parte de todos los sectores doctrinales, puesto que no encuentran su acomodo en nuestro texto constitucional y la separación de poderes de nuestro ordenamiento jurídico.

El mercado de valores no fue ajeno a este fenómeno de organización de competencias estatales, y la **Comisión Nacional del Mercado de Valores** se creó en el año 1988 gracias a la Ley 24/1988 de 25 de julio del Mercado de Valores, para encargarse de la organización, supervisión y articulación de un incipiente mercado, que a tenor de las exigencias del nuevo contexto europeo en el que participamos a partir de nuestra entrada en la Comunidad Europea en 1985, hizo necesario su modernización.

Los principios de **libertad de circulación de personas, mercados y capitales** en los que se asentaba el escenario comunitario pusieron en marcha numerosas reformas en nuestro mercado de valores para su adaptación a las nuevas exigencias legislativas se mantiene en constante transformación, supone un desafío constante para nuestro supervisor. En este contexto, del análisis del ejercicio de las potestades de supervisión e inspección de la CNMV, sus límites y condiciones, destacamos las siguientes conclusiones:

En el ámbito del mercado de valores, se justifica la **intervención de la Administración** por la existencia de **tres factores**: el buen funcionamiento del mercado, el interés público, y la necesidad de garantizar la protección de las personas y entidades que participan en este sector, desplegando una diligencia especial en la protección de los consumidores y usuarios.

Gracias al nuevo **concepto de Administración “independiente”**, en el siglo XX se configuran en Europa y en España los nuevos entes supervisores de materias con sustantividad propia, como el mercado de valores, en el que la CNMV es fruto de la Ley del Mercado de Valores 24/1988, de 28 de julio, dotada de independencia funcional y dependencia jerárquica del Estado.

Existe una **controversia** en el encaje constitucional de las “*administraciones independientes*” aún no resuelta, puesto que el artículo 97 CE atribuye al Gobierno la función de dirección de la Administración. Tampoco encuentra fácil acomodo en la separación de poderes, legislativo, ejecutivo y judicial, por lo que ha tendido que ser la jurisprudencia del Tribunal Constitucional la que valide la compatibilidad de estas administraciones con nuestra estructura administrativa.

Los **objetivos de la CNMV** se sintetizan en velar por la transparencia de los diversos mercados, garantizar la correcta formación de los precios, así como la protección a los inversores, promover la transparencia y la publicación de información, controlar el desarrollo en los mercados primarios, la admisión a negociación en los mercados secundarios, y garantizar el cumplimiento de las normas de conducta del mercado por parte de todos los sujetos y entidades que en él intervienen.

El **nacimiento** de la CNMV en 1988 supuso un **revulsivo en el mercado de valores** español, quien ha incrementado su **porcentaje sobre el PIB** un 140% desde el año 1990¹⁵⁵. Las **novedades legislativas** que se han introducido en el periodo 1989 a 2013, ascienden a un total de 385¹⁵⁶, lo que demuestra la necesidad de adaptación de este organismo a un entorno legislativo especialmente dinámico.

Dentro de las **nuevas funciones asumidas** por la CNMV, está la creación de un servicio de atención a las reclamaciones de usuarios de los servicios de la Comisión. Las materias sobre las que más consulta recibe en los últimos años guardan relación con las funciones y servicios ofrecidos, por lo que en este aspecto al CNMV ha de realizar un esfuerzo, para acercarse al ciudadano y facilitar el asesoramiento directo al inversor.

Existe una **relación de sujeción especial** entre la CNMV y los sujetos que interactúan con ella, de suerte que la habilitación legal será necesaria en líneas generales, con la admisión de la colaboración de la norma reglamentaria en materia sancionadora.

Las **recomendaciones** de **IOSCO** y **EBA** proponen que se adapten sistemas de supervisión conocidos como “*twin peaks*”¹⁵⁷, relevando a los tradicionales sistemas de supervisión sectoriales: banca, valores y seguros. España está entre los países europeos que han decidido adaptar su actual sistema supervisor a las recomendaciones internacionales, no obstante, consideramos que el actual sistema de supervisión sectorial es sólido y efectivo, por lo que un cambio de esta entidad

¹⁵⁵ Segura, Julio. 2007. “Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación”. Libro Conmemorativo del XX Aniversario de la CNMV. Madrid: CNMV. Pág.7.

¹⁵⁶ Fuente: Bolsa de Barcelona: <https://www.borsabcn.es/>

¹⁵⁷ https://ec.europa.eu/info/consultations/public-consultation-operations-european-supervisory-authorities_en

lo consideramos arriesgado, sobre todo por la limitación de medios humanos y materiales de la CNMV, quien con este cambio de modelo de supervisión, tendría que asumir muchas nuevas tareas, sin que a día de hoy cuente con medios para ello.

Los **límites** que identificamos en el ejercicio de las potestades de supervisión e inspección de la CNMV pueden dividirse en **tres categorías**: legales, gubernamentales y judiciales.

Dentro de los **límites legales** hemos identificado los siguientes:

- La llamada “**Constitución Económica**” recogida en nuestra Carta Magna en los artículos 1, 7, 99, 33, 48 y 128, en los que se determina el modelo económico de nuestro Estado, conjugando la libertad de empresa y libre mercado con la intervención estatal en los sectores de interés público.
- Los **Derechos Fundamentales** recopilados en el Título I, Capítulo 2º de nuestra Constitución, artículos 14 a 29, son otra línea roja en el ejercicio de las potestades de supervisión e inspección por la CNMV: el derecho a la intimidad personal y familiar (artículo 18 CE), o el derecho a la tutela judicial efectiva, (artículo 24.2 CE) configuran nuevos límites en el ejercicio de las actividades de la CNMV.
- Otros **derechos** recogidos en la **Constitución**, como los relativos a la configuración del Estado de las Autonomías, han de ser igualmente respetados por la CNMV: artículos 9,25, 27, 53, 96, 97, 103, 105.b, 131, 149.11, 149.13.
- Los límites recogidos en **disposiciones legales** son, con carácter esencial, los recogidos en las siguientes disposiciones:
 - o **Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores** 4/2015 de 23 de octubre: artículos 2, 16, 17, 20, 21, 18, 29; Título VIII: Régimen de supervisión e inspección, artículos 233 a 313 TRLMV; Título XIX: Publicidad de sanciones, artículos 313 ter a 312 sixies.

Los límites que se regulan en estos preceptos guardan relación con los **sujetos** que pueden participar en el mercado de valores, el **objeto** de la actividad sobre la que actúan las personas que intervienen en el mercado: valores negociables e instrumentos financieros derivados.

Además, el TRLMV establece una descripción de las **facultades** que puede desarrollar la CNMV en el ejercicio de sus potestades de supervisión e inspección, con carácter exhaustivo, pero no limitativo.

La **capacidad normativa** de la CNMV también encuentra limitaciones en su ejercicio.

El **deber de secreto** en el ejercicio de sus actuaciones será un límite de suma relevancia a tener en cuenta en todas sus actividades, así como la presunción de veracidad de sus actuaciones.

- o **Ley de Contratos del Sector Público, Ley 9/2017** de 8 de noviembre, a la que se someten todos los contratos celebrados entre la CNMV y la Administración.
- o Otras **disposiciones normativas**, entre las que destacamos:
 - **Reglamento de Régimen Interior de la CNMV**, de 19 de diciembre de 2019, desarrollado por habilitación expresa del TRLMV.
 - **Código de Conducta para los miembros de la CNMV**, aprobado el 4 de noviembre de 2003, en el que se determinan los deberes de actuación y de conducta para todas las personas que participen en el ejercicio de la actividad de la CNMV.

Los **límites gubernamentales**, están compuestos por las siguientes obligaciones que recaen sobre la CNMV:

- o La CNMV ha de remitir con carácter anual un **Informe y una Memoria** sobre el ejercicio de su actividad a las Cortes Generales y al Gobierno, y su presidente ha de comparecer ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados para dar cuenta de su contenido cuantas veces sea necesario.
- o Los **miembros del Consejo de la CNMV** los nombra el Gobierno y el Ministro de Economía, y están sujetos al régimen de incompatibilidades de Altos Cargos de la Administración.
- o Ha de **asesorar al Gobierno** y resto de órganos administrativos en materia de mercado de valores siempre que sea requerida para ello.
- o Existe **control económico financiero** de su actividad, a pesar de su autonomía financiera. La ejecución de su presupuesto estará fiscalizada por la Intervención General del Estado y el Tribunal de Cuentas, tal y como se establece en la Ley General Presupuestaria 46/2003, de 26 de noviembre.

Los **límites judiciales** vienen determinados por la separación de poderes y la posibilidad de presentar un recurso judicial frente a la jurisdicción Contencioso-Administrativa una vez agotada la vía administrativa de revisión. Dicha facultad es expresión del derecho a la tutela judicial efectiva del artículo 24.2 CE.

Las **condiciones** que ha de respetar en el ejercicio de sus potestades de supervisión implican un respecto a los principios de legalidad, proporcionalidad, publicidad y libertad de empresa, que cobran especial importancia en el ámbito sancionador de la CNMV, donde tras las sucesivas reformas legislativas que ha ocasionado MIFID II, se otorga una especial protección al inversor consumidor.

Hemos reunido bajo el nombre de **“condicionantes”** otra serie de variables que también **influyen** en el ejercicio de las **potestades de supervisión e inspección** de la CNMV: la corrección de los fallos de mercado que hacen necesaria la intervención del sector público en el ámbito de los valores, como los costes de agencia o la asimetría informativa, la coherencia con el entorno económico y las perspectivas de mercado, han de tenerse en cuenta en los Planes Estratégicos de la CNMV y el diseño de sus Planes de Actuación en el campo de la supervisión e inspección.

La potestad de supervisión e inspección de la CNMV necesita previa **habilitación legal expresa**, en respeto del mencionado principio de legalidad, del mismo modo que la capacidad normativa de la CNMV también precisa de esta habilitación y cuenta con las limitaciones previstas en el artículo 21 TRLMV. Su producción legislativa y normativa encuentra su expresión en las llamadas **Circulares y Guías Técnicas**, que servirán a los administrados para conocer los criterios generales de supervisión que emplea la Comisión.

El **Proceso Lamfalussy** seguido en la producción normativa europea a veces no se respeta, puesto que las legislaciones nacionales incluyen en su normativa aspectos recogidos por las Guías Técnicas ESMA, sin que sea previamente recogidos en un Reglamento o Directiva. Ha de ser el **TJUE** quien resuelva eventuales conflictos de competencia en materia legislativa.

Las **funciones de supervisión e inspección** las hemos dividido en **tres grandes categorías**: autorización y control; información, supervisión e inspección y prevención y corrección. Esta clasificación, que no aparece recogida en el TRLMV sería muy necesaria en la redacción del extenso **artículo 234 TRLMV**, precepto que adolesce de una sistemática clara en su redacción, en ciertos casos desordenada al describir las facultades de supervisión e inspección. Además, no todas estas facultades vienen recogidas en el citado precepto, por lo que una nueva sistemática más concisa y ordenada sería de gran ayuda para tener una idea clara de la labor de supervisión e inspección de la CNMV.

Así las cosas, las principales actuaciones de control y autorización las podemos agrupar en diez categorías, teniendo presente la dispersión normativa con la que contamos en la actualidad, y la constante remisión a la Ley de Ordenación y Supervisión de las Entidades de Crédito, LOSSEC, Ley 22/2014 de 12 de noviembre, así como a la Ley de Fomento de Financiación Empresarial 5/2015 de 27 de abril.

Las principales tareas de autorización y control realizadas por la CNMV las incluimos en el cuadro nº7.

Ejemplos del ejercicio de las facultades de autorización y control lo constituyen las autorizaciones que ha de conceder la CNMV a las Empresas de Servicios de Inversión para el inicio de su actividad, regulado en los artículos 149 y ss. TRLMV, sometiendo a estas entidades a un riguroso control en su acceso, con una precisa fijación de las actividades que tienen previsto realizar.

A pesar de que existe un control de acceso, éste es meramente formal, de cumplimiento de requisitos administrativos, y consideramos que debería tener cierto alcance material, para verificar el buen fin de la entidad que va a operar en el mercado, colaborando con SEPBLAC en la detención y prevención del blanqueo de capitales.

Las facultades de información, supervisión e inspección más relevantes son las que incluimos en el cuadro nº8.

Del estudio pormenorizado de estas facultades inferimos que la CNMV inferimos que el legislador utiliza indistintamente como **sinónimos** el término **supervisión** y el vocablo **inspección**, cuestión que nos ha llamado la atención y que no sabemos si se debe a una deficiencia en la técnica legislativa o a una expresa voluntad del legislador.

En el ámbito de la **supervisión de los mercados**, la CNMV cumplió en 2019 con un **89% de los objetivos definidos** en el Plan de actividades 2019, y en el campo de los **intermediarios financieros** acometió un **93% de los objetivos** planteados¹⁵⁸, por lo que consideramos que ha hecho un buen trabajo en este ejercicio. A pesar de ello, el porcentaje de variación total de la actividad supervisora de la CNMV disminuyó un 12,4% en 2019 con respecto a 2018.

Las facultades de autorización y control más relevantes con las que cuenta la CNMV son las resumimos en el cuadro nº7.

El estudio de las **facultades de supervisión** y su modo de ejercicio nos lleva a determinar que **no existe** un **procedimiento supervisor tasado y definido**, como ocurre con otros sectores con una amplia actividad supervisora como es la fiscal. La Ley General Tributaria establece un completo procedimiento de supervisión e inspección en sus artículos 141 y ss.

¹⁵⁸ Plan de Actividades CNMV 2020. Disponible en:

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/Plan_Actividades_2020.pdf

La mayor carencia que detectamos en la ausencia de comunicación al investigado de los motivos que sustentan dicha investigación, así como la previsión de una fase de alegaciones en caso de su disconformidad.

En cuanto a las **facultades de información, supervisión e inspección**, consideramos que se pueden producir vulneraciones de derechos fundamentales tales como el **derecho de defensa** o el **derecho a la intimidad**. Ciertas actuaciones, como la entrada y registro con notificación en el acto en la sede social del ciudadano, pensamos que conceden a la CNMV capacidades que, en nuestro ordenamiento jurídico, en otros ámbitos, requieren previa autorización judicial. Acompañamos las facultades de información, supervisión e inspección en el cuadro nº8.

El hecho de que el expediente administrativo pueda incorporarse en un eventual procedimiento administrativo sancionador implica que el administrado vea mermado su derecho de defensa, aunque doctrina y jurisprudencia sostienen que no ha de proveerse de este derecho al investigado por no encontrarnos ante una verdadera *“imputación”*.

Por el contrario, la conclusión que obtenemos tras el análisis de las **facultades de corrección y prevención** son distintas. En este caso el bien jurídico protegido es el buen funcionamiento del mercado y la salvaguarda de los intereses de todos los actores que en él participan, por lo que consideramos que prevalece este interés general y, se justifican las posibles medidas correctoras que pueda adoptar la CNMV.

Los procedimientos de supervisión principales que emplea la CNMV para el ejercicio de su función supervisora son las llamadas **supervisiones a distancia**, y las **supervisiones “in situ”**. La planificación de estas actividades de efectúa en líneas generales a través de las Líneas Estratégicas de actuación y sus Planes de Actividades. La planificación más detallada se efectúa a través de los Planes de Supervisión de las Direcciones Generales de la estructura organizativa de la CNMV, cuyo contenido no es público. Esto debería cambiar, con la publicación de estos Planes de Supervisión, para dotar de mayor transparencia a la actividad desarrollada por la CNMV.

Entre las modalidades de supervisión a distancia destacamos las siguientes facultades y procedimientos:

- Procedimiento de supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores (P01).
- Formulación de requerimientos y solicitud de datos e informes a las personas físicas o entidades que intervienen en los mercados de valores: (P02).
- Canal para la comunicación de infracciones: whistleblowing.

- Canal de comunicación de operaciones sospechosas: uso de información privilegiada. STORE: Suspicious Transaction Order Report.
- Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales.
- Unidad de Vigilancia de los Mercados.

La **supervisión prudencial** está encaminada a la estabilidad en el mercado de valores y está regulada en los artículos 256 a 270 TRLMV. La CNMV supervisa la liquidez y la solvencia de las llamadas entidades “sistémicas”, y efectúa el control de la estabilidad financiera en su conjunto, como miembro del Sistema Europeo de Supervisión Financiera. Además, la CNMV debe publicar Guías Técnicas sobre esta materia.

La **actividad internacional** que desarrolla la CNMV es cada vez más relevante, tal y como ha demostrado la actual crisis sociosanitaria ocasionada por el COVID-19. Los organismos con los que la Comisión mantiene mayor actividad son **ESMA, IOSCO, FSB** y JUR. Los nuevos retos de implementación de tecnología artificial en el desarrollo de los servicios de supervisión financieros y la convergencia normativa son dos de los grandes retos de estos organismos. Los **compromisos internacionales** que adquiere la CNMV también condicionan y “*limitan*”, el ejercicio de su actividad supervisora, tal y como demuestra el Plan de Actividades 2019 de la CNMV.

Tras el análisis de nuestro **procedimiento administrativo sancionador**, nos encontramos con un **robusto sistema reglado** y muy procedimentalizado que respeta en lo esencial el Derecho a la tutela judicial efectiva. Los principios que tutelan este derecho se inspiran en su mayor parte en el derecho penal, sin embargo, su aplicación no es automática, sino que ha de ser trasladada, matizada y adaptada al ordenamiento administrativo.

Las **fases del procedimiento administrativo sancionador** están muy determinadas y concretadas, siendo los trámites ordinarios las llamadas “*actuaciones previas*”, la incoación, instrucción y resolución. Como se puede advertir, tiene una naturaleza y estructura similar al procedimiento judicial penal. Encontramos, no obstante, cierta arbitrariedad en las actuaciones previas, pues la CNMV no tiene obligación de informar al ciudadano el motivo de sus labores de investigación. Al menos debiera darse la oportunidad de conocer el contenido esencial de la motivación de la actividad de la Administración, toda vez que puede realizar actividades que afectan a la esfera más íntima y personal del ciudadano.

Igual que detectamos en los **Planes de Supervisión e Inspección**, observamos cierto criterio de oportunidad en el ejercicio de estas facultades, por lo que la CNMV debería dotar a sus mecanismos de investigación de una mayor publicidad.

El **sistema de recursos** arbitrado por el **procedimiento administrativo sancionador** lo encontramos garantista y adecuado para la protección de los derechos del administrado, puesto que se recoge el derecho a dos revisiones judiciales, así como a una previa revisión administrativa mediante la interposición del recurso de alzada obligatorio. La jurisdicción Contencioso -Administrativa es en primera instancia la encargada de conocer del eventual primer recurso judicial, en la Audiencia Nacional, y el Tribunal Supremo el último órgano jurisdiccional con capacidad para revisar las disposiciones sancionadoras de la CNMV.

Observamos la necesidad de **acercar los ordenamientos jurídicos sancionadores** en sede de mercado de valores en el seno de la **Unión Europea**, dado que las normas imperativas en cada uno de los ordenamientos, no es del todo coincidente, la realidad conlleva que un mismo hecho infractor sea sancionado de distinta manera en dos países diferentes. Esto es una barrera a superar, para tratar de evitar el llamado **“fórum shopping”** o elección de la jurisdicción más favorable en función de que las consecuencias punibles sean más o menos gravosas en un país u en otro.

La **publicación** de las resoluciones sancionadoras administrativas en el BOE y en el Registro de la CNMV de infracciones de la CNMV no tiene carácter punitivo, sino que se efectúa para dar publicidad al ejercicio de la potestad sancionadora.

Las vías de **reclamación de responsabilidad** a la CNMV por falta de ejercicio de su actividad supervisora e inspectora no están bien definidas. El administrado no conoce con certeza, con carácter general, cuáles son las vías de reclamación que tiene ante un daño patrimonial ocasionado por una inactividad o inadecuado funcionamiento de la Comisión. Esto debería regularse con más precisión en el Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores.

El cauce principal con el que cuenta el administrado para **reclamar un perjuicio patrimonial** ante la CNMV se reconduce mediante el ejercicio de una acción de responsabilidad patrimonial. Su nota más sobresaliente es que está configurada como una responsabilidad objetiva o por resultado, siendo indiferente que el modo en que se ha producido la lesión, bastando la existencia de un daño objetivo.

La dificultad de demostrar la inactividad de la CNMV convierte en esta prueba en una surte de actividad probatoria **“diabólica”** para el administrado, por lo que deberían acometerse las reformas legislativas que hemos comentado en el punto anterior. La realidad demuestra que es sumamente difícil obtener una **resolución favorable** para el administrado en el ejercicio de una acción de responsabilidad de la administración contra la CNMV, por cuanto no existen **protocolos** de actuación de referencia, o una denominada **“lex artis”**, como en el ámbito sanitario, que sirva de parámetro para evaluar la conducta de la CNMV. Deberían regularse y establecer legislativamente los efectos de su incumplimiento.

La práctica muestra que en la mayor parte de las ocasiones la CNMV **no actúa de forma arbitraria**, sino que tiene **motivos sólidos** para realizar las labores de inspección, supervisión y sanción que emprende. No obstante, el hecho de que no publique los Planes Generales de Inspección ni el nombre de sus responsables, conduce a pensar que opera con cierto criterio de oportunidad al realizar su función supervisora.

Las funciones de supervisión e inspección **no son facultades coercitivas de investigación ni compulsivas de recabación de datos**, si bien, pensamos que no pueden consistir en una mera comprobación de la normativa en sede de mercado de valores. La CNMV habría de contar con un sistema de “alarmas”, que, ante una lesión patrimonial grave o irregularidad contable consistente, avisaran al agente de posibles incorrecciones en su gestión, para prevenir perjuicios como el de la quiebra de BANKIA tras su salida a bolsa.

5.2 PROPUESTAS DE MEJORA

- A salvo de que los objetivos de la CNMV sean secretos, en su Plan de Actividades Anual derivado de su **Plan de Estrategia**, deberían figurar los objetivos cuantitativos que se establecen para cada **Plan de Supervisión e Inspección**.

Ello permitiría comprobar el grado de cumplimiento cuantitativo de los mismos, aspecto imprescindible en la evaluación de mejora continua en el seguimiento de los diferentes sectores supervisados, así como en sus mercados. También habrían de reflejarse los **nombres de los responsables** de dichos planes.

- Para el caso de los objetivos se consideren confidenciales, en aplicación del principio de transparencia, los **objetivos anuales** han de presentarse cuantificados en el Plan de Actividades de la CNMV anual.
- Para **medir el grado de desempeño de la actividad** supervisora e inspectora, la CNMV debería definir los indicadores o “KPI” de forma cuantitativa, señalando niveles óptimos en su cumplimiento, para compararlo con los objetivos establecidos en sus Planes de Supervisión e Inspección y así poder valorar la eficacia y eficiencia de su actividad.

No consideramos suficiente la comparación interanual efectuada en el Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación para el año 2019, por lo que reiteramos la necesidad de cuantificar los objetivos con carácter anual, para poder verificar después su cumplimiento.

- La actividad de **colaboración entre CNMV** y SEPBLAC ha de incrementarse en orden a la detección de nuevos fraudes cometidos en el mercado de valores. Así mismo la colaboración con la Policía Nacional, tal y como muestra el Convenio firmado este año es fundamental para el ejercicio de una buena supervisión e inspección, por lo que consideramos que la creación de una división en el cuerpo policial encargado de la supervisión del mercado financiero sería de una gran ayuda. El total de **sujetos investigados de 2019 a 2017**, solo se ha incrementado en 9 casos, pasando de 137 a 146 el número de personas físicas sometidas a investigación por posible blanqueo de capitales.
- La **pluralidad de normas existentes** que afectan al mercado de valores, y que por tanto inciden en la actividad de supervisión e inspección, nos lleva a firmar que la existencia de un **único texto legal para la regulación del mercado de valores español**, que se ve afectado por sucesivas reformas, dotaría a este campo de mayor seguridad jurídica, siendo más fácil la sistematización de su contenido y su actualización a los dictados y directrices de la Unión Europea, sobre todo a raíz de la creación del sistema europeo único de supervisión. De igual forma, la **compilación de la normativa europea sobre el sector financiero** ayudaría a los operadores jurídicos a tener mayor seguridad en la interpretación y aplicación de las normas.
- Recomendamos la elaboración de un **procedimiento de supervisión reglado**, con fases predeterminadas en su ejecución, poniendo en conocimiento los motivos de investigación al administrado, dando posibilidad al ejercicio de alegaciones a la investigación, tal y como sucede en el procedimiento de supervisión previsto por la Ley General Tributaria. Debería **definirse** en sede de mercado de valores el **concepto de supervisión** y confrontarlo al de inspección. En la actualidad se usan como sinónimos y el verdadero ejercicio de la inspección sólo se ejecuta en las denominadas inspecciones *“in situ”*.
- Debería cuestionarse la afirmación de **presunción de veracidad** de las actas inspectoras dado que, si incorporan a un ulterior procedimiento sancionador, condicionan la defensa del investigado.
- Los datos reflejados en el Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación de la CNMV sobre **reclamaciones tramitadas** según tipo de resolución muestran una disminución en el número de reclamaciones y quejas tramitadas.

El número total de reclamaciones registradas en 2019 se incrementó en un 8% con respecto a 2017, mientras que el número de reclamaciones total tramitadas aumentó un 3,5% entre los referidos años.

Debería mejorarse la relación entre el número de reclamaciones presentadas y resueltas. Lo mismo que sucede en otros ámbitos, como el sancionador, donde el número total de expedientes sancionadores resueltos, entre los ejercicios 2018 a 2019 que disminuyó de 23 a 17, lo que señala la necesidad de un refuerzo en capital humano y recursos de la CNMV, para mejorar su eficacia.

- Potenciación de la herramienta de supervisión de **“mystery shopping”**, tal y como ha ocurrido en el ejercicio 2019, según muestra en Plan de Actividades y su posterior ejecución en el Informe correspondiente al mismo ejercicio.

Esta técnica puede emplearse para la supervisión de más ámbitos que el seguimiento de la comercialización de productos financieros por parte de las entidades: proponemos su uso para la detección de uso irregular de información privilegiada.

- Incrementar el empleo de la **“técnica de benchmarking”** sobre supervisión e inspección del mercado de valores, tal y como emplean otros reguladores, como la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia.
- Introducir en la CNMV, y con carácter especial, en el ámbito de la supervisión e inspección la llamada **“gestión por procesos”**, que conduzcan a la identificación de procesos transversales que, sin duda, mejorarán el resultado supervisor como, por ejemplo, introducir mejoras en la cooperación e intercambio de información entre departamentos.
- La CNMV debería medir el resultado de su actividad, introduciendo **encuestas de satisfacción** sobre la realización de sus servicios de supervisión e inspección a los administrados.
- Para mejorar el rendimiento de la actividad de supervisión e inspección de la CNMV debería acometer una mayor **transformación digital** en la prestación de sus servicios al administrado, tener nuevos programas de gestión de datos y análisis para la gestión supervisora (empleo de *BIG DATA*), así como invertir en tecnología **Regtech y Suptech**. Además, debería dar un mayor soporte a la creación del banco de pruebas regulatorio, también conocido como **“sandbox”**.
- Incrementar la participación de la CNMV en la **nueva Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI)**, compartiendo información para el mejor desempeño de las funciones de ambas entidades

APÉNDICES:

ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO

Abad Liceras, J.M. (2009). *“La Administración reguladora y supervisora: visión teórico-práctica”*. Colección Derecho Administrativo. Madrid. Dykinson.

Abogacía General del Estado. Dirección del Servicio Jurídico del Estado. Ministerio de Justicia. (2014). *“Manual de Derecho Administrativo Sancionador”*. Tomo I, (Parte General). Nº ed. 3ª. Madrid: Aranzadi Thomson Reuters.

Abogacía General del Estado. Dirección del Servicio Jurídico del Estado. Ministerio de Justicia. (2014). *“Manual de Derecho Administrativo Sancionador”*. Capítulo XVI: Mercados Financieros de Valores. Tomo II, (Parte Especial). Nº ed. 3ª. Madrid: Aranzadi Thomson Reuters.

Alarcón Sotomayor, L. (2010). *“Diccionario de Sanciones Administrativas: Principio non bis in idem”*. Madrid: Iustel.

Almecija Casanova, A. (2017). *“Procedimiento Administrativo. Especialidades de los procedimientos de naturaleza sancionadora en la Ley 39/2015, de 1 de octubre”*. La Administración Práctica. Ed. Aranzadi. Nº 2/2017.

Andrés Segovia, B y Belando Garín, B. (2017) *“La supervisión del Mercado de Valores: la perspectiva del consumidor inversor”*. Navarra: Thomson Reuters Aranzadi.

Banco de España. Enero (2016). *“La organización de la supervisión financiera”*. Participación en el acto de presentación de la Guía del Sistema Financiero Español. Analistas Financieros Internacionales (AFI) – Funcas.

Belando Garín, B. (2017). *“La supervisión del mercado de valores: la perspectiva del inversor-consumidor”*. Madrid: Thomson Reuters Aranzadi.

Betancor Rodríguez, A. (1994). *“Las Administraciones Independientes”*. Madrid: Iustel.

Casas Furió, Mª E. Agosto (2017). *“Régimen disciplinario de la Ley de Mercado de Valores”*. Actualidad Jurídica Iberoamericana, IDIBIE. Nº 7.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. *“Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2019”*. Madrid.

Comisión Nacional del Mercado de Valores: *“Líneas Estratégicas 2019-2019 y Plan de Actividades 2019”*.

Comisión Nacional del Mercado de Valores: *“Eficiencia Organizativa de los reguladores del Sector Financiero – Resultados de Benchmarking”*, 2018,

Comisión Nacional del Mercado de Valores: *“Plan de Actividades 2020, y Revisión Plan de Actividades 2020”*.

De Ahumada, J. (2011). *“Materiales para el estudio de Derecho Administrativo Económico”*. Madrid: Dykinson.

El consultor de los Ayuntamientos. (2017) *“Comentarios a la Ley 39/2015 del procedimiento administrativo común de las Administraciones Públicas”*. Madrid: Wolters Kluwer.

Fuertes, M. (2010), *“Diccionario de Sanciones Administrativas: mercado de valores, régimen sancionador”*, Madrid, Iustel.

Galán Muñoz, A. (2017). *“Fundamentos y límites de la responsabilidad penal de las personas jurídicas tras la reforma de la L.O 1/2015”*. Madrid: Tirant Lo Blanch.

Gallardo Castillo, M^a. J. (2008). *“Los principios de la potestad sancionadora. Teoría y práctica”*. Colección Práctica y Jurisprudencia Administrativa. Madrid: Iustel.

Garberí Llobregat, J. y Buitrón Ramírez G. (2016). *“El Procedimiento Administrativo Sancionador”*, 2 Vols. Colección Tratados, N^o ed. 6^a. Madrid: Tirant Lo Blanch.

García de Enterría E. y Fernández Rodríguez, T.R. (1997) *“Curso de Derecho Administrativo, Tomo I”*, Madrid: Civitas.

García Moreno, A. (mayo 2018). *“El Tribunal de Justicia de la Unión Europea y la posibilidad de sancionar dos veces. Recientes aportaciones sobre el contenido de del principio non bis in idem”*. Diario de la Ley, Sección Tribuna. Ed. Wolters Kluwer N^o 9198.

Gómez Tomillo, M y Sanz Rubiales, I. (2017). *“Derecho Administrativo Sancionador: Parte General y Práctica del Derecho Penal Administrativo”*. N^o ed.4^a. Madrid: Aranzadi. Thomson Reuters.

Gregorio Arranz. (2007). *“Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva”*. Ed. a cargo de Uría Fernández F. Madrid: La Ley.

Guillén Caramés, J. (2014). *“Régimen jurídico de la Inspección en Derecho de la Competencia”*. Madrid: Aranzadi.

IOSCO (2015). *“Credible Deterrence In The Enforcement of Securities Regulation”*. International Organization of Securities Commissions: (IOSCO),

IOSCO. Mayo (2017). *“Objetives and Principles of Securities Regulation”*. International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

Laguna de Paz, J. C. Enero- Marzo (2018). *“Supervisión Administrativa del Mercado de Valores”*. Revista Española de Derecho Administrativo Nº189, 2.

Laguna de Paz, J.C. (2008). *“Supervisión administrativa del mercado de valores”*. Revista Española de Derecho Administrativo, nº189.

Linde Paniagua, E. (enero- junio 2015). Revista de Derecho de la Unión Europea. Madrid ISSN 1695-1085. Nº28, 175-204.

Linde Paniagua, E. julio - diciembre (2014). Revista de Derecho de la Unión Europea. Madrid ISSN 1695-1085. Nº27, 175-204.

López Benítez, M. (1994). *“Naturaleza y presupuestos constitucionales de las relaciones especiales de sujeción”*. Universidad de Córdoba. Madrid: Civitas.

López Torralaba, V. (2005). *“Breve estudio en torno al Procedimiento Administrativo Sancionador y sus garantías”*. Revista Jurídica de la Comunidad de Madrid Nº22.

Lozano Cutanda. B (2009). *“Procedimiento sancionador: iniciación”*. Diccionario de sanciones administrativas”. Madrid: Iustel.

Mangas Martín, A. y Liñán Nogueras, D. *“Instituciones y Derecho de la Unión Europea”*. Ed. nº 9ª, Madrid: Tecnos.

Muñoz Machado, S. (2006) *“Tratado de Derecho Administrativo y Derecho Público general, vol. I”*, Madrid: Iustel.

Muñoz Machado, S. (2009). *“Derecho de la regulación económica. II. Mercado de Valores”*, en *“Derecho de la Regulación Económica”*. Madrid: Iustel.

Parada, J.R (1997) *“Derecho Administrativo Tomo I”*. Ed. nº9ª. Madrid: Marcial Pons.

Ponce de León Armenta, L. *“La metodología de la investigación científica del derecho”*. Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM, Ciudad de México, México.

Rebollo, M. Izquierdo. y Alarcón L, (2010). *“Derecho Administrativo Sancionador”*. Valladolid: Lex Nova.

Recoder Vallina, T. (2019). *“Procedimiento Administrativo Sancionador en los mercados financieros: especial referencia a la CNMV”*. Madrid: Reus.

Revista de Administración Pública. (1993). *“Algunas manifestaciones de la potestad directora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”* nº130.

Rodríguez Herrero, M^a Elvira. Enero (2016). *“La supervisión de los mercados de valores en España. El papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como órgano de control”*. Revista Española de Control Externo. Vol. XVII. Nº52, 13-31.

Sala Arquer, J.M. (2011). *“Organismos de supervisión y regulación: balance y perspectivas de futuro”*. Revista de la Asamblea de Madrid, nº24, 79-ss.

Sánchez Calero, F. y Sánchez Calero- Guilarte, J. Vol.II, (2015). *“Instituciones de Derecho Mercantil”*. 37^a Ed. Madrid.

Segura, Julio. (2007) *“Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación”*. Libro Conmemorativo del XX Aniversario de la CNMV. Madrid: CNMV.

Tapia Hermida, Albero J. (2015). *“Manual de Derecho del Mercado Financiero”*. Madrid: Iustel.

Táuler San Miguel, Pablo (2020). Notas técnicas de la asignatura *“Derecho Sancionador del Mercado de Valores”*. Máster Universitario en Derecho Bancario y del Mercado y las Instituciones Financieras. CUNEF. Madrid.

Villar Palasí, J.L. (1972). *“Curso de Derecho Administrativo, I”*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.

Zunzunegui F. (2015). *“Responsabilidad bancaria en la prestación de servicios de inversión y productos de riesgo”*. Barcelona: Bosch.

Zunzunegui. F. (2015). *“La prestación bancaria de servicios de inversión”*. Madrid: Wolters Kluwer.

ÍNDICE DE JURISPRUDENCIA

1.- SENTENCIAS TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

Tribunal Constitucional, (Pleno), Sentencia nº 166/1986, de 19 de diciembre de 1986.

Tribunal Constitucional, Sentencia nº 76/1983, de 5 de agosto de 1983

Tribunal Constitucional, (Sala Primera), Sentencia nº 2/1987, de 21 de enero de 1987.

Tribunal Constitucional, (Sala Primera), Sentencia nº 181/1990, de 15 de noviembre de 1990.

Tribunal Constitucional, (Pleno), Sentencia nº 18/1991, de 31 de enero de 1991.

Tribunal Constitucional, (Sala Segunda), Sentencia nº145/1993, de 23 de abril de 1993.

Tribunal Constitucional, (Sala Segunda), Sentencia nº120/1996, de 8 de junio de 1996.

Tribunal Constitucional, (Sala Primera), Sentencia nº 127/1996, de 9 de julio de 1996.

Tribunal Constitucional, (Pleno), Sentencia nº133/1997, de 16 de julio de 1997

2.- SENTENCIAS TRIBUNAL SUPREMO

Tribunal Supremo, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª), Recurso de Casación nº 3896/2012, de 6 de febrero de 2015.

Tribunal Supremo, (Sala 3ª de lo Contencioso-Administrativo), Recurso de Casación nº 3896/2012, de 6 de febrero de 2015. Asunto “LA SEDA”.

Tribunal Supremo, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 4ª), Recurso de Casación nº 4496/2012, de 3 de julio de 2012. Asunto “FORUM FILATÉLICO”.

Tribunal Supremo, Sentencia de 13 de febrero de 2008.

Sentencia Tribunal Supremo, (Sala 2ª de Lo Penal), nº resolución 791/2012, de 9 de febrero de 2012.

Sentencia Tribunal Supremo, (Sala 1ª de Lo Penal), nº resolución 777/2012, de 30 de abril de 2002.

Sentencia Tribunal Supremo, (Sala 3ª de lo Contencioso- Administrativo), nº resolución 455/1997, de 20 de octubre de 1997.

Sentencia Tribunal Supremo, (Sala 2ª de lo Penal), nº resolución 6/2009, de 27 de enero de 2009.

Sentencia Tribunal Supremo, (Sala 3ª de lo Contencioso-Administrativo), nº recurso 1860/2009, de 2 de marzo de 2011.

Sentencia Tribunal Supremo, (Sala de lo Contencioso- Administrativo, Sección 6ª), Recurso de Casación nº 7953/2003, de 16 de mayo de 2008. Caso “AVA”.

Sentencia Tribunal Supremo, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 4ª), nº Resolución 4496/2012, de 3 de julio de 2012.

Sentencia Tribunal Supremo, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª). nº Resolución 343/2015, de 6 de febrero de 2015.

3.- SENTENCIAS AUDIENCIA NACIONAL

Sentencia Audiencia Nacional, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª). Recurso nº 539/99, de 14 de octubre de 2014.

Sentencia Audiencia Nacional, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª), Recurso Nº 482/99, de 18 de diciembre de 2014.

Sentencia Audiencia Nacional, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª), nº Recurso 379/2011, de 26 de septiembre de 2012.

Sentencia Audiencia Nacional, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª), Nº Recurso 471/2017, de 17 de julio de 2018.

Sentencia Audiencia Nacional, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª), Nº Recurso 379/2011, de 26 de septiembre de 2011.

Sentencia de la Audiencia Nacional, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 1ª), de 13 de abril de 1991.

Sentencia de la Audiencia Nacional, (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 8ª), Recurso Nº 442/2011, de 26 de septiembre de 2012.

4.- SENTENCIAS TRIBUNALES SUPERIORES DE JUSTICIA

Sentencia Tribunal Superior de Justicia de Andalucía de Sevilla, (Sala de lo Contencioso- Administrativo, Sección 2ª), Recurso Nº 251/2015, de 4 de febrero de 2016.

ÍNDICE DE RECURSOS WEB

1.- PUBLICACIONES BOE:

<https://boe.es/legislacion/codigos/codigo.php?id=76&modo=2¬a=0&tab=2>

2.- PORTAL DE LEGISLACIÓN CNMV:

<https://www.cnmv.es/portal/legislacion/LibroJurisprudencia/ArbolSentencias.aspx?id=2> Libro electrónico de la jurisprudencia en portal web CNMV

3.- JURISPRUDENCIA TS:

<http://www.poderjudicial.es/search/>

4.- ESMA:

<https://www.esma.europa.eu/>

5.- IOSCO:

<https://www.iosco.org/>

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD490.pdf>

6.- EDITORIAL VLEX:

<http://vlex.com/vid/competencias-supervisoras- CNMV-63778515> [Suarez de Lezo Cruz- Conde, Rafael \(2018\)](#)

<http://vlex.com/vid/actividad-inspectora-470119286> [Rebollo Puig, Manuel. \(2015\).](#) [La actividad de Inspección.](#)

<http://vlex.com/vid/competencias-supervisoras-cnmv-637785185>

7.- FSB:

www.fsb.org/about/



8.- ESRB:

https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_es.pdf?f1c7edf9533e93b9b6201b53a588bc6c

9.- BOLSA DE MADRID:

www.bolsamadrid.es

10.- CNMV:

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2019_R esumen.pdf

<https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>

https://www.cnmv.es/portal/GPage.aspx?id=Organigrama_AA

<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/GuiaCumplirExplicar.pdf>

<https://www.cnmv.es/Portal/Aldia/ActInternacional/ActInterLanfalussy.ap>

<https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={031a482c-b537-469d-8c45-b131829d3647}>

<http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B74eb317a-0dfa-4377-9f4c-42f6a12b0c0b%7D>

<https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Procedimientos/P01-Supervision-e-inspeccion.pdf>

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2019_R esumen.pdf

<https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PlanActCNMV.aspx>

11.- SEC:

<http://www.sec.gov/>

12.- EUROPEAN COMISSION:

https://ec.europa.eu/info/consultations/public-consultation-operations-european-supervisory-authorities_en

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico nº 1: Estructura de la Supervisión en Europa.....	Pág.23
Gráfico nº 2: Novedades legislativas en el mercado de valores 1989-2013.....	Pág.27
Gráfico nº 3: Materias objeto de consulta al Servicio de Reclamaciones CNMV	Pág.29
Gráfico nº 4: Sectores del Sistema Financiero Español.....	Pág.38
Gráfico nº 5: Organigrama de la CNMV.....	Pág.56
Gráfico nº 6: Instituciones del Sistema Monetario Español.....	Pág.64
Gráfico nº 7: Estructura del Mercado de Valores Español.....	Pág.72
Gráfico nº 8: Organización de la CNMV por áreas funcionales.....	Pág.108

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro nº1: Reclamaciones tramitadas por CNMV según tipo de resolución dictada.....	Pág.30
Cuadro nº 2: Sistemas de Supervisión europeos.....	Pág.32
Cuadro nº3: Personas y entidades sujetas a la supervisión de CNMV	Pág.65
Cuadro nº 4: Materias objeto de supervisión por CNMV	Pág.68
Cuadro nº 5: Valores Negociables objeto de supervisión por CNMV	Pág.70
Cuadro nº 6: Instrumentos Financieros derivados objeto de supervisión por CNMV	Pág.71
Cuadro nº 7: Facultades de Autorización y Control CNMV	Pág.76
Cuadro nº 8: Facultades de Información, Supervisión e Inspección CNMV.....	Pág.80
Cuadro nº 9: Facultades de Prevención y Corrección de CNMV.....	Pág.89
Cuadro nº 10: Resumen de la actividad supervisora de los mercados.....	Pág.94
Cuadro nº11: Supervisión de los intermediarios financieros.....	Pág.101
Cuadro nº12: Supervisión de los mercados.....	Pág.102

Cuadro nº13: Supervisión de inversores y otras partes interesadas.....	Pág.107
Cuadro nº14: Mejoras en el funcionamiento de CNMV	Pág.108
Cuadro nº15: Requerimientos remitidos a ESI/ECA por CNMV en 2019.....	Pág.110
Cuadro nº16: Requerimientos remitidos a IIC/ECR por CNMV en 2019.....	Pág.110
Cuadro nº17: Indicadores de actividad de la CNMV	Pág.111
Cuadro nº18: Colaboración internacional CNMV	Pág.113
Cuadro nº19: Comunicaciones de operaciones sospechosas a SEPBLAC	Pág.116
Cuadro nº20: Medidas de Supervisión Prudencial CNMV	Pág.120
Cuadro nº21: Actuaciones de colaboración con autoridades extranjeras.....	Pág.123
Cuadro nº22: Clasificación sanciones cometidas 2019	Pág.135
Cuadro nº23: Expedientes abiertos y concluidos CNMV 2018-2019.....	Pág.136
Cuadro nº24: Regulación de infracciones y sanciones TRLMV	Pág.140
Cuadro nº25: Clasificación de sanciones TRLMV.....	Pág.141
Cuadro nº26: Fases del Procedimiento Administrativo-Sancionador.....	Pág.145
Cuadro nº27: Resoluciones sancionadoras CNMV 2019	Pág.149
Cuadro nº28: Procedimientos administrativos y judiciales CNMV 2019.....	Pág.152