

**Jornada de reflexión sobre "Aspectos de la reforma en curso del  
régimen de los mercados de valores" organizada  
por la Universidad Antonio de Nebrija con la colaboración del  
despacho Ramón y Cajal & Albella  
Madrid, 14.4.99**

**Las Cartas Circulares de la  
Comisión Nacional del Mercado de Valores**

**Clases**

1 Desde 1996 la CNMV ha elaborado y difundido masivamente al mercado 29 Cartas Circulares dirigidas al sector financiero, de contenido muy diverso, pero con un cierto grado de uniformidad tanto de formato como de estilo. Los temas tratados y los objetivos perseguidos son de lo más variado: un buen número ofrece nuevas oportunidades de actuación o inversión para instituciones de inversión colectiva; otras simplifican trámites burocráticos en las relaciones con la CNMV; y finalmente otras, las sin duda más relevantes y que han tenido más trascendencia social, se refieren a la publicidad de hechos relevantes, al establecimiento de "murallas chinas" y a la manipulación de cotizaciones bursátiles, en especial mediante el uso de la autocartera.

2 Todas estas Cartas Circulares, a primera vista tan heterogéneas, pueden sin embargo subsumirse en tres grandes clases, no estancas, sino trenzadas entre sí: interpretar, informar y recomendar.

En las Cartas interpretativas, que son la mayoría, se da publicidad a la interpretación que la CNMV realiza de un determinado precepto legal, al que se hace referencia en el título de la propia Carta. En ningún caso debe considerarse el contenido de la Carta Circular como el desarrollo de una norma, sino como la exposición del criterio interpretativo que aplica la CNMV en relación con un precepto determinado en un momento dado y que vincula a la CNMV, pero no a los particulares.

En las Cartas Circulares meramente informativas, se da a conocer a los interesados alguna circunstancia, generalmente algún acuerdo entre la CNMV y otras instituciones, que abre nuevas posibilidades de actuación en el mercado o crea nuevos procedimientos.

En las de recomendación, se recuerda la normativa aplicable y se dan consejos, sin carácter vinculante, sobre cómo debe aplicarse ese principio legal en la práctica diaria de las empresas.

En la mayoría de las ocasiones, las Cartas Circulares son el resultado de consultas procedentes de entidades del sector financiero o de sus asociaciones.

### **Naturaleza jurídica**

3 Las Cartas Circulares no son normas, son auténticas misivas que sirven para interpretar el contenido de conceptos normativos, para realizar recomendaciones y para informar de la política que, con carácter general la CNMV va a seguir frente a determinados acontecimientos. Por supuesto, no pueden agravar deberes ni tipificar infracciones ni sanciones. Su finalidad es incrementar la seguridad jurídica al dar publicidad a interpretaciones, criterios, actuaciones, recomendaciones que la CNMV realiza en ejercicio de sus facultades ejecutivas de supervisión.

A pesar de que su naturaleza no ofrece dudas, es verdad que este nuevo instrumento ha dado lugar a una cierta polémica, quizá por su novedad, quizá por la influencia en nuestro país de los principios más rígidos del Derecho Público continental, quizá también porque su propia denominación puede no ser la más acertada: en realidad, las Cartas Circulares son meras cartas. El epíteto “circular” se utiliza en el sentido de circular interpretativa dirigida a un grupo indeterminado de personas, como lo hace la Dirección General de Tributos en las suyas. Poniendo el énfasis en la “Carta” e interpretando correctamente la expresión “Circular”, la verdadera naturaleza de estos instrumentos trasluce sin dificultad.

Las anteriores conclusiones, obvias para cualquier jurista, ya fueron sentadas en la Memoria de la CNMV del año 1997, aclarando que las Cartas Circulares nunca pueden tener la consideración jurídica de fuente normativa de Derecho -para dictar normas, la Comisión tiene el procedimiento previsto en el art. 15 LMV -, y es evidente que, sin ajustarse a los estrictos requisitos en él establecidos, no es posible que se promulguen Circulares.

4 Toda Administración que resulte sensible a las crecientes demandas sociales de destierro de la arbitrariedad, justificación de la discrecionalidad y exigencia de igualdad en el trato a los ciudadanos, tiene que dotarse de instrumentos para dar transparencia a su actuación. La verdadera innovación de las Cartas Circulares de la CNMV no está en su contenido,

ya que toda administración informa, interpreta, recomienda, sino en el hecho de su publicidad. El efecto de esta publicidad es una autovinculación (“Selbstbindung”) para la Administración, adicional a la que resulta de los mandatos legislativos, particularmente relevante cuando las normas de cuya aplicación se trata se basan en conceptos jurídicos indeterminados, cuyo contenido se ha de llenar en cada caso concreto, o implican el ejercicio de potestades discrecionales. Además, la publicidad produce un segundo efecto positivo: democratiza el conocimiento, impide que unos pocos, cercanos a la Administración o con mejores relaciones sociales, dispongan y exploten un monopolio informativo sobre cómo el supervisor piensa, aconseja y actúa.

5 En definitiva, las Cartas Circulares constituyen un instrumento que incrementa la seguridad jurídica de los ciudadanos, como consecuencia de la vinculación que suponen para la Administración, y que se manifiesta en un doble plano: en primer lugar, en la medida en que divulgan el criterio que sigue la Administración en la adopción de sus actos, señalan la existencia de un precedente, que obliga a la motivación de cualquier acto posterior que se aparte de él [ex art. 54 Ley 30/1992]; y en segundo lugar, sientan las bases para la necesaria igualdad de los ciudadanos ante la Ley, pues una vez sentado un criterio en una Carta Circular, si la Comisión se aparta de él, podría estar vulnerando aquel principio constitucional. La “Selbstbindung” administrativa no tiene otro fundamento ni otra finalidad que la defensa de los principios de igualdad y de seguridad jurídica.

### **Un caso concreto**

6 El incremento de la seguridad jurídica, y la autovinculación de la administración, son especialmente evidentes en la Carta Circular 12/1988, de 17 de diciembre de 1988, sobre criterios para la gestión de órdenes de autocartera en el mercado que introduce en el mercado español la práctica de los “safe harbours”. El “puerto franco” es un mecanismo muy común en el derecho y la práctica anglosajona, que permite crear áreas de seguridad para los operadores del mercado, allí donde la normativa vigente provoca importantes incertidumbres.

La CNMV intenta arrojar algo de luz en la zona de penumbra existente entre las operaciones con autocartera y la manipulación de cotizaciones. La Carta Circular ni prohíbe ni limita las operaciones con acciones propias. Simplemente establece unos parámetros que permiten, a los emisores que decidan cumplirlos, operar con acciones propias con la seguridad de que no están manipulando las cotizaciones, de que su actuación nunca podrá ser tipificada como ilícito administrativo por la

CNMV, sea cual sea el impacto que se produzca en el mercado. Nótese que el cumplimiento de la Carta Circular únicamente genera seguridad y derechos para el ciudadano. El efecto inverso no se produce: si el ciudadano no cumple con los parámetros establecidos en la Carta, no se genera ningún tipo de presunción de que haya manipulado los precios. El operador está exactamente en la misma situación jurídica en la que se encontraría, si la Carta Circular no existiese. Es una “all win situation” para el ciudadano.

### **Relaciones con la Justicia**

7 La vinculación que las Cartas Circulares generan para la Administración no se produce, como es obvio, respecto de los Tribunales de Justicia, quienes gozan de la potestad de interpretar y aplicar el derecho [art. 117 CE]. Si la Comisión dicta un acto apartándose del criterio manifestado en una Carta Circular, la impugnación de dicho acto podrá fundarse en la vinculación a que antes se ha hecho alusión. Y si el acto se dicta en estricta aplicación del citado criterio, el interesado podrá siempre discutir ante el órgano judicial la corrección de la interpretación de la Carta Circular, de forma que si el Tribunal acoge sus pretensiones, lo cual puede hacer con entera libertad, considerará que el criterio aplicado por la Comisión ha sido incorrecto.

### **Fundamento legal**

8 La práctica de la Administración de dar publicidad a los criterios interpretativos que rigen su actuación, a las recomendaciones dadas en contestación a consultas, encuentra claro amparo en nuestro ordenamiento jurídico - como no podía ser de otra forma, al elevar el art. 9.3. CE la seguridad jurídica a uno de los criterios rectores de toda la acción pública.

El artículo 13 LMV impone a la CNMV el deber de velar por la transparencia de los mercados de valores “promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria”. Esta información debe incluir, como es lógico, la que proviene de la propia Administración.

Pero además, el artículo 37 de la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento administrativo común (Ley 30/1992, de 26 de noviembre) establece como principio general que “serán objeto de publicación regular las instrucciones y respuestas a consultas planteadas por los particulares u otros órganos administrativos que comporten una interpretación del derecho positivo o de los procedimientos vigentes a efectos de que puedan ser alegadas por los particulares en sus

relaciones con la Administración”. Este artículo, aplicable a toda la administración, y por tanto también a la CNMV, recoge nítidamente el binomio al que me he venido refiriendo: transparencia informativa en la actuación de la administración, con el fin de maximizar la garantía y seguridad de los ciudadanos en sus relaciones con el Estado.

9 Con las Cartas Circulares, la CNMV pretende encuadrar su actuación dentro del marco general de transparencia que diseñan los artículos anteriormente citados. No es la única administración que viene actuando en esta línea. La Dirección General de Tributos publica Circulares que tienen por finalidad, y cito de forma literal el texto de una de ellas (Circular 2/1989, de 22 de noviembre, sobre tratamiento del contrato de seguro en el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones) “recoger sus criterios ... tanto para orientar la actuación de las oficinas gestoras del impuesto como para proporcionar a los diversos interesados una información que facilite el cumplimiento de sus obligaciones fiscales”.

No puede sorprender que tanto la Dirección General de Tributos como la CNMV hayan sentido la necesidad de comunicarse con el sector a través de Cartas Circulares o Circulares: a fin de cuentas se trata de dos sectores con normativa muy amplia, no siempre clara, en el que existe un amplio margen de discreción administrativa y en el que la autovinculación de la administración parece especialmente necesaria.

### **Análisis comparado**

10 Las Cartas Circulares no son una práctica exclusiva de la supervisión española, sino que son un instrumento que con pequeñas diferencias y con una u otra denominación, emplean con éxito la mayor parte de las Comisiones de Valores de nuestro entorno.

Así, en Francia, en 1989 se creó la “Commission Pfeiffer” con el encargo de precisar las reglas deontológicas aplicables a directivos de sociedades cotizadas y a los profesionales del mercado de valores. Esta Comisión recomendó que se otorgase a la “Commission des Operations de Bourse” la facultad de crear un procedimiento que le permitiese dar publicidad a sus interpretaciones. En 1990, el Reglamento nº 90-07 de la COB introducía la figura del “rescrit boursier”.

En Inglaterra, la “Financial Services Authority” elabora “guidance notes” y en los Estados Unidos la Securities and Exchange Commission recurre con frecuencia a los “interpretative releases” y a los “policy statement”. Mediante los “interpretative releases”, la SEC interpreta la

normativa sobre los mercados de valores, ya sea normativa federal, ya sea normativa emanada de la SEC. Los “policy statements” tienen un carácter más general y en ellos se exponen los puntos de vista de la SEC sobre determinadas materias de su competencia.

### **Proceso de elaboración**

11 Las Cartas Circulares son un instrumento informativo y de ordenación de los mercados de valores que emanan de la actividad ejecutiva de la CNMV. Por eso, su proceso de elaboración es rápido y sencillo, lo que configura un instrumento de gran agilidad e inmediatez. En el mismo momento en que se envían a sus destinatarios - los presidentes de las entidades supervisadas - las Cartas Circulares se ponen a disposición de todas las personas interesadas, en la página Web de la CNMV. Se publican además en el Boletín semanal de la Comisión.

En todos los casos en que su contenido pueda ser conflictivo, la CNMV elabora el proyecto de Carta Circular en estrecho contacto con sus principales destinatarios. Así, por ejemplo, antes de enviar la Carta Circular sobre autocartera, la CNMV mantuvo numerosas reuniones de trabajo con representantes de bancos y de los principales emisores, que sirvieron para perfilar su contenido y para alcanzar un cierto grado de consenso con el sector.

La CNMV cree que la existencia de un amplio consenso en torno al contenido de las Cartas Circulares es un objetivo muy valioso, en especial dado su carácter no normativo, y por eso tiene la intención de seguir avanzando en esta línea. En este empeño necesitamos y solicitamos la colaboración generosa de todo el sector financiero, para poder crear entre todos un marco supervisor más eficiente, con mayores niveles de precisión y con mayor seguridad jurídica.

Juan Fernández-Armesto  
Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores