



FACULTAD DE DERECHO

**LA INTERVENCIÓN ADMINISTRATIVA EN
EL MERCADO DE VALORES: RÉGIMEN DE
SUPERVISIÓN DE LA CNMV**

Protección del inversor a la luz de MiFID

Autor: Cristina de Alfonso Murgas

5ª E-3 A

Derecho Administrativo

Tutor: Beatriz Rodríguez Villar

Madrid
Marzo 2025

RESUMEN

El trabajo aborda la intervención administrativa en el mercado de valores español, enfocándose en su función como garante de la protección del inversor. Tras delimitar el marco normativo establecido en este ámbito por la Directiva MiFID, se introduce la regulación como instrumento de intervención pública y se analizan las competencias de la CNMV en términos de supervisión, inspección y sanción de los actores del mercado. En particular, se profundiza en los procedimientos de concesión y revocación de las autorizaciones administrativas, así como en la potestad sancionadora de la CNMV.

PALABRAS CLAVE

CNMV, supervisión, protección, inversor, MiFID, autorización, revocación, potestad sancionadora.

ABSTRACT

The paper addresses the administrative intervention in the Spanish securities market, focusing on its role as a guarantor of investor protection. After outlining the regulatory framework established in this area by the MiFID Directive, the regulation is introduced as a tool for public intervention, and the powers of the CNMV regarding supervision, inspection, and sanctioning of market participants are analyzed. Specifically, the paper delves into the procedures for granting and revoking administrative authorizations, as well as the sanctioning powers of the CNMV.

KEYWORDS

CNMV, supervision, protection, investor, MiFID, authorization, revocation, sanctioning power.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
1.1. Justificación del objeto de investigación	4
1.2. Objetivos del trabajo	4
1.3. Metodología	6
2. MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE	7
2.1 MiFID I.....	9
2.2 MiFID II y MiFIR.....	12
3. INTERVENCIÓN ADMINISTRATIVA EN EL MERCADO DE VALORES	17
3.1 CNMV. Antecedentes, régimen jurídico y funciones.....	20
3.2 Régimen de supervisión e inspección de la CNMV	24
3.2.2 Revocación de la autorización administrativa	32
3.2.3 Potestad sancionadora de la CNMV	42
4. CONCLUSIONES	50

ABREVIATURAS

ABE: Autoridad Bancaria Europea

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados

BOE: Boletín Oficial del Estado

CE: Constitución Española

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

EAF: Empresas de Asesoramiento Financiero

EAFN: Empresas de Asesoramiento Financiero Nacionales

ECC: Entidades de Contrapartida Central

ESI: Empresas de Servicios de Inversión

ESMA: European Securities and Markets Authority

ETF: Exchange Traded Fund

IOSCO: International Organization of Securities Commissions

LGCG: Ley sobre Condiciones Generales de Contratación

LPAC: Ley del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas

LRJSP: Ley del Régimen Jurídico del Sector Público

LMV: Ley de Mercado de Valores

LMVSI: Ley de Mercado de Valores y Servicios de Inversión

MiFID: Markets in Financial Instruments Directive

OPA: Oferta Pública de Adquisición

OTC: Over-The-Counter

STS: Sentencia del Tribunal Supremo

SMN: Sistema Multilateral de Negociación

SOC: Sistemas Organizados de Contratación

SI: Sistemas Internalizadores

TFUE: Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

TRLMV: Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Justificación del objeto de investigación

Los mercados de valores cumplen un papel fundamental en la economía. Esta investigación surge del interés por la **creciente sofisticación** de estos y la aparente **desventaja** en la que se encuentran los **inversores** frente a los operadores financieros. Dicha desigualdad puede derivar de un conocimiento limitado sobre los productos contratados —dado que, en su mayoría, carecen de formación financiera especializada— o de posibles conflictos de interés con las empresas de servicios de inversión. Para mitigar estos riesgos, en los últimos años **se ha fortalecido la regulación** europea con el objetivo de reforzar la protección de los inversores, especialmente los **minoristas**.

Este trabajo analiza la **intervención administrativa** en el mercado de valores a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con especial énfasis en su **función de protección del inversor**. Se parte del impacto de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID, por sus siglas en inglés), que establece el marco normativo para las relaciones entre inversores y entidades financieras, para luego examinar el **régimen de supervisión de la CNMV**, con especial atención a la concesión y revocación de autorizaciones administrativas a las entidades financieras, así como a su potestad sancionadora.

En este contexto, la CNMV, como autoridad supervisora, desempeña un papel clave en el correcto funcionamiento de los mercados de valores, preservando la confianza de los participantes y garantizando que los mercados de capitales sigan cumpliendo su función esencial de canalizar recursos financieros hacia la inversión productiva.

1.2. Objetivos del trabajo

El objetivo fundamental del trabajo es la comprensión de la intervención administrativa en el mercado de valores español, con énfasis en el **papel de la CNMV como supervisor** y garante de la protección de los inversores, a través de los **mecanismos de control** de acceso al mercado (autorizaciones) y las consecuencias de su incumplimiento (revocación y sanciones), partiendo del **marco normativo** derivado de **MiFID**.

Para ello, en primer lugar, se **delimita el sujeto protegido** en el ámbito de los servicios financieros, diferenciando entre consumidor, cliente e inversor, y señalando la normativa general de protección del consumidor aplicable a cada uno de ellos. Después, se expone brevemente en qué consiste la **normativa MiFID**, su origen y sus objetivos principales.

Una vez introducido el marco regulatorio, se examina la forma en que la Administración interviene para garantizar el cumplimiento efectivo de la normativa. La regulación se presenta como la **manifestación más significativa del intervencionismo público**, analizándose su fundamento legal y su evolución para adaptarse a las nuevas necesidades del mercado.

A continuación, se estudia la **CNMV como autoridad administrativa independiente** encargada de la supervisión e inspección de los mercados de valores en España. Se describen sus antecedentes normativos, desde su creación con la Ley del Mercado de Valores de 1988 hasta la actual Ley 6/2023, su régimen jurídico y sus funciones principales, orientadas a garantizar la transparencia, seguridad y eficiencia del mercado, así como la protección de los inversores.

En relación con sus **competencias**, se detallan sus facultades de supervisión e inspección, que incluyen el acceso a información, la realización de inspecciones, la adopción de medidas correctoras y la potestad sancionadora. Se identifican también las **entidades y personas sujetas a su supervisión**.

Posteriormente, se analiza el **control de acceso al mercado**, abordando la naturaleza jurídica de las autorizaciones administrativas y su función preventiva en la protección de los inversores. Se estudian las **principales actividades sujetas a autorización**, así como el **procedimiento y las causas de revocación** de dichas autorizaciones.

Finalmente, se introduce el análisis de la **potestad sancionadora de la CNMV** en materia de protección del inversor, describiendo las infracciones más relevantes. Por último, se explican los principios que rigen el procedimiento administrativo sancionador, como son los de reserva de ley, tipicidad, legalidad, irretroactividad, non bis in ídem y proporcionalidad.

1.3. Metodología

El enfoque de la investigación adoptado en este trabajo es **dogmático-jurídico**, centrado en el análisis sistemático de la normativa aplicable al mercado de valores español y el papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la protección del inversor. Además, se incorporan referencias a la evolución histórica de las principales disposiciones normativas, permitiendo contextualizar el marco regulador actual dentro de su desarrollo legislativo.

Para ello, se han utilizado **fuentes normativas**, fundamentalmente la Ley del Mercado de Valores y su evolución hasta la actual Ley 6/2023, así como la normativa europea aplicable, como la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) y el Reglamento MiFIR. Asimismo, se han analizado fuentes **jurisprudenciales**, con especial atención a resoluciones relevantes que han interpretado y aplicado estas normas en casos concretos. La investigación también se ha sustentado en la **doctrina**, recurriendo a estudios y **publicaciones de especialistas** en Derecho del Mercado de Valores, así como en **documentación oficial** emitida por organismos como la CNMV y el Banco de España.

El método de análisis empleado ha consistido en una **interpretación sistemática** de la normativa vigente, interrelacionando sus disposiciones con la doctrina y la jurisprudencia para obtener una visión global y coherente del régimen de supervisión y control del mercado de valores. Además, se ha adoptado un **enfoque crítico**, valorando la eficacia de la regulación y su impacto en la protección del inversor minorista, lo que ha permitido identificar posibles carencias o retos en la intervención administrativa en este ámbito.

2. MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE

MiFID es la Directiva que nace para fortalecer el marco normativo de la Unión Europea en materia de servicios de inversión y mercados regulados, con el fin de promover la creación de un **mercado financiero europeo integrado, eficiente y competitivo**. Su origen se encuentra en la *Markets in Financial Instruments Directive* 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo. Se publicó en abril de 2004 y su aplicación efectiva en España se desarrolló a lo largo de 2007 y 2008.

Los principales **objetivos** que persigue son, por un lado, preservar la integridad del mercado mediante la **protección de los inversores** y, por otro, **facilitar la competencia** entre los centros de negociación de valores.

Respecto de la competencia, **elimina el principio de concentración**¹ en los mercados regulados, armoniza los requisitos y las condiciones operativas de mercados organizados con los de otros mecanismos alternativos de negociación (SMN) y **reconoce la internalización**² como vía de contratación³.

En cuanto a la protección del inversor, **establece requisitos armonizados** de transparencia, organización interna y normas de conducta hacia los clientes de los intermediarios autorizados, asegurando que la competencia no ponga en riesgo la protección de los inversores minoristas, quienes requieren una atención especial para mantener su confianza en los mercados.

En este contexto, como punto de partida de la investigación, conviene **delimitar el sujeto protegido** por el marco normativo que introduce MiFID.

¹ La ejecución de órdenes ya no se limita a los mercados regulados tradicionales, sino que permite a las ESI elegir la mejor vía de ejecución para sus clientes. MiFID I promueve esto al regular los sistemas de negociación alternativos y los internalizadores sistemáticos y al facilitar el acceso transfronterizo a los mercados.

² MiFID I se refiere a *internalizador sistemático* como “la empresa de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocia por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN”.

³ García Santos, M. N. (2007). “MiFID: Un nuevo marco de competencia para los mercados de valores”. *Revista del Banco de España*. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23071>, p. 43.

De forma amplia, el inversor puede definirse como un **usuario de servicios financieros** que adquiere productos financieros a través de contratos de adhesión. En este sentido, **puede considerarse un consumidor**, ya que estos contratos se rigen por las condiciones generales de la contratación y otorgan al inversor ciertas garantías y derechos propios del consumidor, en atención a su habitual posición de inferioridad frente a la entidad financiera. En este sentido, los contratos de productos financieros deben, en principio, respetar la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación, y el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, que aprueba el TRLGDCU, fundamental para su validez⁴.

Cuando el inversor accede al mercado a través de intermediarios y asesores financieros, se acoge a la protección otorgada a los usuarios de servicios financieros⁵. No obstante, **no todos los usuarios de servicios financieros son inversores**. En este sentido, autores como BLANCO SÁNCHEZ, diferencian entre el régimen de protección del inversor y la normativa que resguarda al usuario de servicios financieros, y PULIDO BEGINES distingue entre las normas de protección general para todos los consumidores y aquellas específicamente diseñadas para salvaguardar al consumidor de servicios financieros⁶.

De forma más específica, la normativa sectorial del mercado de valores recoge al inversor como "**cliente**", diferenciando entre el **cliente potencial**, que ha mantenido contacto con la entidad para informarse sobre un producto o servicio para una posible contratación, y el **cliente en sentido estricto**, cuya relación con la entidad financiera es más duradera y basada en la confianza.

Finalmente, el inversor en sentido estricto hace referencia al **cliente que contrata alguno de los servicios o actividades de inversión** definidos en el actual artículo 125 de la LMVSI. Con anterioridad a la LMVSI, MiFID I define **cliente**⁷ como "toda **persona física o jurídica** a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares".

⁴ Posado, S. C. (2022). *Usura y abusividad de los contratos de crédito: tarjetas revolving* (TFG, Universidad de Valladolid). <https://uvadoc.uva.es/handle/10324/57534>

⁵ Díez Blanco, M. (2024). *Deberes de información y transparencia en las entidades financieras: Especial referencia a la contratación de fondos de inversión* (TFG, Universidad de Valladolid), p. 21.

⁶ Pulido Begines, J.L. (2013). "El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MIFID", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 130, Ed. digital.

⁷ Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/CE (art. 4, apartado 10).

En el mismo artículo, MiFID establece una clasificación de clientes. Por un lado, los **clientes profesionales** son aquellos que, debido a su experiencia, conocimientos y cualificación, tienen la capacidad de tomar decisiones de inversión de forma autónoma y evaluar adecuadamente los riesgos asociados. Por otro lado, los **clientes minoristas** se definen por exclusión, abarcando a aquellos que no cumplen con los requisitos necesarios para ser considerados profesionales⁸. Este último grupo es el principal objeto de la protección reforzada prevista en la normativa, como se desarrollará a continuación.

2.1 MiFID I

En relación con la protección del cliente minorista, la normativa impone a las ESI la **obligación de proporcionar a sus clientes información más reglada y detallada** sobre la naturaleza de los servicios que prestan, las características de los instrumentos financieros ofrecidos y los costes asociados a las operaciones. Asimismo, dicha información, incluidas las comunicaciones publicitarias, debe presentarse de manera **clara, imparcial y no engañosa**, garantizando que los clientes comprendan la complejidad y el nivel de riesgo de los productos financieros disponibles. Las ESI deben **operar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad**, priorizando siempre el mejor interés de sus clientes (art. 19 MiFID I).

Para **aumentar la transparencia del mercado**, en el ámbito de la pre-negociación, se exige la divulgación de los precios de compra y venta, así como la profundidad de las posiciones de negociación (art. 29 MiFID I). Tras la ejecución de las operaciones, las empresas deben publicar información como el precio, volumen y horario de las transacciones (art. 30 MiFID I). Estas obligaciones se aplican tanto a los SMN como a las empresas de inversión que realicen operaciones en acciones admitidas en mercados regulados fuera de dichos mercados (art. 28 MiFID I). Además, los internalizadores sistemáticos tienen la obligación de publicar cotizaciones en firme para determinadas acciones (art. 27 MiFID I).

⁸ Blanco Sánchez, M. J. (2021). *El deber de información en la contratación de instrumentos financieros en los mercados: Especial referencia a los productos derivados*. Thomson Reuters Aranzadi, p. 186.

Asimismo, las ESI que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros admitidos a cotización en un mercado regulado deben **notificar a la autoridad competente** con la máxima brevedad posible y, en todo caso, antes de que finalice el siguiente día hábil (art. 25 MiFID I).

En segundo término, como se ha expuesto previamente, se establece la **obligación de clasificar** a los clientes en diferentes categorías: **minoristas, profesionales y contrapartes elegibles**⁹. Esta clasificación se realiza en función de si el cliente cuenta con la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar decisiones de inversión de manera autónoma y valorar adecuadamente los riesgos asociados, con el fin de ajustar el nivel de protección a sus conocimientos y competencias financieras¹⁰. Para ello, establece la obligación para las ESI de **realizar una evaluación** de conveniencia y de idoneidad.

La **idoneidad** se evalúa cuando la entidad preste **asesoramiento en materia de inversiones o gestione carteras**. Debe recabarse información sobre los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente, así como sobre su situación financiera y sus objetivos de inversión, con el propósito de recomendarle los productos y servicios que mejor se ajusten a su perfil.

Cuando las empresas de inversión presten **servicios distintos** del asesoramiento en inversiones o la gestión de carteras, estarán obligadas a realizar una **evaluación de conveniencia** del producto o servicio ofrecido. Para ello, deberán recabar información del cliente sobre sus conocimientos y experiencia en la materia y, en caso de determinar que el producto o servicio no es adecuado, advertírselo expresamente. Sin embargo, esta obligación no será exigible cuando el servicio se limite exclusivamente a la ejecución, recepción o transmisión de órdenes sobre instrumentos financieros no complejos y se preste a iniciativa del cliente. En estos supuestos, la empresa deberá informar al cliente de que la ausencia de dicha evaluación conlleva una menor protección para sus intereses.

⁹ Son las entidades del art. 24 con las que las ESI pueden operar bajo un régimen de menor protección al cliente, ya que son sofisticadas y tienen la capacidad de comprender y gestionar los riesgos financieros por sí mismas, por ejemplo: entidades de crédito, compañías de seguros, fondos de pensiones, gobiernos nacionales y sus organismos competentes, bancos centrales, etc.

¹⁰ En virtud de lo dispuesto en los artículos 4 y 24 de la Directiva 2004/39/CE, así como en su Anexo II.

En tercer lugar, las ESI deben llevar un **registro de todos los servicios y operaciones que realicen**, de forma que la autoridad competente pueda supervisar el cumplimiento de los requisitos previstos en la presente Directiva, así como las obligaciones para con sus clientes (art. 13 MiFID I).

Adicionalmente, se establece que los Estados miembros deben exigir a las ESI que apliquen medidas efectivas para cumplir con la **obligación de “ejecución óptima”**, es decir, que se ejecuten las órdenes en las condiciones más favorables para los clientes. Esto implica garantizar la transparencia y el acceso al mercado, así como la demostración – cuando el cliente lo solicite– de que las órdenes han sido ejecutadas conforme a la política de ejecución establecida (art. 21 MiFID I).

Asimismo, el artículo 22 establece las normas para la **gestión de órdenes** de clientes, exigiendo la adopción de procedimientos que aseguren una administración **adecuada, equitativa y eficiente**. En este sentido, las empresas de inversión deben implementar protocolos que garanticen la ejecución de las órdenes de manera oportuna, justa y rápida, asegurando en todo momento la primacía del interés del cliente sobre sus propios intereses y los de otros clientes.

Por su parte, el artículo 18 de MiFID I establece que las ESI deben adoptar medidas razonables para **identificar, prevenir y gestionar los conflictos de interés** que puedan surgir entre la entidad y sus clientes o entre diferentes clientes. Si estas medidas no son suficientes para proteger los intereses del cliente, la empresa tiene la obligación de **informarle de forma clara y transparente** sobre la naturaleza o el origen de dichos conflictos **antes de proceder** con cualquier actuación en su nombre.

Asimismo, se deben implementar medidas adecuadas para **salvaguardar los derechos de propiedad de los clientes** sobre los instrumentos financieros y fondos que posean, en particular en caso de insolvencia. Se prohíbe el uso de dichos activos para fines propios sin el consentimiento expreso del cliente (art. 17 MiFID I). Además, se requiere que las ESI **acrediten su adhesión a un sistema de indemnización** para asegurar la compensación de los inversores en caso de quiebra de la empresa (art. 11 MiFID I).

En relación con la regulación de los **agentes vinculados**, las ESI deben asegurarse de que estos cuenten con la **honorabilidad necesaria** y posean los **conocimientos apropiados** en los ámbitos financiero, comercial y profesional, para transmitir correctamente la información a los clientes. La **empresa será completamente responsable** de las actividades de sus agentes vinculados y deberá supervisarlas para garantizar el cumplimiento de la normativa (art. 23 MiFID I).

Por último, aunque la Directiva no obliga a establecer **mecanismos de reclamación y resolución extrajudicial de litigios**, fomenta la cooperación entre organismos públicos y privados para facilitar la resolución extrajudicial de litigios transfronterizos y mejorar la protección de los inversores (art. 53 y considerando 61 de MiFID I).

2.2 MiFID II y MiFIR

La crisis financiera de 2007 evidenció las debilidades en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. En este contexto, MiFID I se actualiza mediante la Directiva 2014/65/UE (en adelante, MiFID II) para incorporar las modificaciones realizadas en el texto a lo largo del tiempo. MiFID II se publica en mayo de 2014 junto con el Reglamento (UE) 600/2014 (*Markets in Financial Instruments Regulation*) conocido como MiFIR. Ambas normativas han sido desarrolladas por más de treinta actos no legislativos, tanto delegados como de ejecución, aprobados por la Comisión.

MiFID II entró en vigor en España el 3 de enero de 2018, destacando la **necesidad de fortalecer el marco regulador** de los mercados financieros para aumentar la transparencia y mejorar la protección de los inversores. Asimismo, el Reglamento (UE) 600/2014 establece que es necesario alcanzar un nivel adecuado de armonización para proporcionar un mayor grado de protección a los inversores y permitir que las ESI ofrezcan sus servicios en toda la Unión Europea, bajo la supervisión del país de origen.

Exponer un análisis exhaustivo de las novedades introducidas excede el alcance de esta investigación, sin embargo, para una mayor comprensión del panorama normativo actual, se realizará una síntesis a continuación.

En términos generales, MiFID II busca **reforzar y ampliar los objetivos de MiFID I** a través de **tres objetivos principales**: (i) asegurar la solidez, transparencia, sistemas de información accesible y libre acceso dentro de la estructura de los mercados, (ii) promover la organización y transparencia de las entidades, y (iii) establecer obligaciones para los originadores y distribuidores de productos financieros, con especial énfasis en el concepto de mercado destinatario.

Por su parte, MiFIR complementa a MiFID II al regular aspectos específicos relacionados con la estructura del mercado, la transparencia y las medidas de intervención, con un enfoque más detallado en áreas como la negociación y la información de productos y posiciones. Ambas normativas conforman un marco regulatorio complementario, en el que MiFID II se ocupa de la conducta empresarial y la organización del mercado, mientras que **MiFIR se centra en la transparencia, la negociación en plataformas reguladas y la intervención en el mercado.**

MiFID I hacía hincapié en la transparencia de las acciones negociadas en mercados regulados y SMN, pero no imponía reglas tan rigurosas para la negociación de deuda. Por su parte, MiFID II **extiende los requisitos de transparencia a una gama más amplia de instrumentos financieros** (bonos, titulizaciones, derivados...). Por ejemplo, el artículo 8 de MiFIR establece los requisitos de transparencia pre-negociación para estos instrumentos, mientras que el artículo 10 detalla los requisitos de transparencia post-negociación. Asimismo, MiFID II clasificó los derechos de emisión como instrumentos financieros, incorporándolos dentro del alcance de las obligaciones de transparencia.

Su objetivo principal es mejorar la visibilidad de las oportunidades de negociación y los precios, favoreciendo una **mejor valoración de los productos** y una **formación de precios más eficiente**, especialmente en mercados menos líquidos y más opacos. Esto se regula en los artículos 6 a 13 de MiFIR, que complementan los objetivos de MiFID II. Además, se requiere que los centros de negociación y los internalizadores sistemáticos publiquen información sobre la calidad de ejecución de las operaciones.

MiFIR equipara la negociación de los certificados de depósito, los fondos cotizados (ETFs, por sus siglas en inglés) y otros instrumentos financieros a la de las acciones admitidas a negociación en mercados regulados, extendiendo a ellos los requisitos de transparencia pre y post negociación aplicables a las acciones negociadas en centros de negociación. El artículo 3 de MiFIR establece los requisitos de transparencia pre-negociación, y el artículo 6 regula los requisitos post-negociación para estos instrumentos.

Asimismo, MiFID II formaliza **nuevos tipos de negociación electrónica** que no encajaban completamente en las categorías de mercados regulados o SMN bajo MiFID I. Introduce una nueva categoría de centros de negociación, los **Sistemas Organizados de Contratación** (SOC), para asegurar que toda negociación organizada de instrumentos financieros esté sujeta a una supervisión adecuada y a requisitos de transparencia y no discriminación. Esto cubre vacíos legales y garantiza un funcionamiento ordenado de todos los mercados financieros, tal como se detalla en el Título II, Sección III (artículos 18 a 24) para los mercados regulados, y la Sección IV (artículos 25 a 32) para SMN y SOC.

Respecto a la protección del inversor, si bien ya era un objetivo fundamental de MiFID I, MiFID II introduce **normas de conducta más detalladas**. En los artículos 24 y 25 se introducen novedades significativas en cuanto a la evaluación de idoneidad de los productos y servicios. Por ejemplo, se exige a las ESI que informen sobre el coste de asesoramiento y especificando en una **declaración escrita de idoneidad** de qué manera el asesoramiento proporcionado se ajusta a las preferencias, necesidades y características del cliente minorista.

Asimismo, se encuentran **requisitos más estrictos sobre la información** que debe recabarse del cliente y sobre las obligaciones de los originadores y distribuidores de productos y servicios financieros. Si bien en MiFID I se establecía la obligación de evaluar la situación financiera, **MiFID II introduce la obligación explícita de evaluar la capacidad del cliente para soportar pérdidas** derivadas de las inversiones. Se exige evaluar la **tolerancia al riesgo** del cliente.

Concretamente, respecto a la **información sobre asesoramiento**, el artículo 24.4 de MiFID II establece que las entidades deben informar a los clientes antes de prestar asesoramiento sobre si este es independiente o no, sobre si se basa en un análisis general o restringido de los instrumentos financieros, y si se limitan a instrumentos emitidos por entidades que mantengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión. En cuanto a la **gestión de carteras** (art. 24.8 MiFID II), también se prohíben los pagos de terceros, permitiendo solo beneficios no monetarios menores.

En este ámbito, otro aspecto relevante es la **regulación de los incentivos y comisiones**. Se prohíbe que las empresas de estos sectores acepten comisiones o beneficios de terceros, excepto aquellos beneficios no monetarios menores que no perjudiquen la calidad del servicio (art. 24.9 MiFID II). Este tipo de prohibición no estaba explícitamente presente en MiFID I.

En cuanto al proceso de aprobación de instrumentos financieros, los artículos 16 y 24 de MiFID II establecen que las ESI deben mantener, gestionar y revisar un proceso para aprobarlos antes de su comercialización, asegurando que se identifique un **mercado destinatario**¹¹ (concepto introducido también por MiFID II) adecuado a la categoría del cliente, evaluando los riesgos pertinentes y manteniendo una estrategia de distribución coherente con lo anterior.

También se exige a las empresas **asegurar y demostrar que los asesores tienen los conocimientos y las competencias necesarios**, siendo los Estados miembros los encargados de publicar los criterios utilizados para evaluarlos. En este sentido, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) debe elaborar directrices para evaluar instrumentos financieros complejos, no complejos, y depósitos estructurados.

Asimismo, se **amplía el alcance de los instrumentos financieros** para incluir ciertos derivados sobre materias primas y otros instrumentos negociados de manera comparable a los tradicionales. En línea con la mayor protección del inversor, establece **límites a las posiciones en derivados sobre materias primas** para prevenir abusos de mercado y garantizar su estabilidad (artículo 69.2 MiFID II).

¹¹ El mercado destinatario es el grupo específico de clientes finales dentro de una categoría determinada (minoristas o profesionales) para los cuales un instrumento financiero ha sido diseñado.

En este sentido, se exige a las autoridades competentes fijar dichos límites para evitar distorsiones en la formación de precios y se obliga a los centros de negociación a supervisarlas y gestionarlas (art. 57 MiFID II).

Es relevante también la **limitación a la negociación fuera de mercados organizados** (OTC, por sus siglas en inglés) para reducir el atractivo de las operaciones opacas. El artículo 25 de MiFID II exige que las ESI adopten todas las medidas necesarias para obtener el mejor resultado posible para sus clientes, considerando factores como el precio, los costes, la rapidez y la probabilidad de ejecución.

La Directiva **otorga a las autoridades de supervisión competencias necesarias** para realizar sus funciones de manera más efectiva, fomentando la convergencia en la supervisión a nivel europeo (art. 69 MiFID II). Por ejemplo, se introduce el **registro de conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas** relacionadas con órdenes de clientes (art. 16.7 MiFID II), incluyendo aquellas que puedan dar lugar a operaciones, incluso si no se concretan. Asimismo, se debe **informar al cliente sobre estas grabaciones**, garantizar que las comunicaciones no registrables se realicen en soportes duraderos e impedir que los empleados usen medios no controlados para estas comunicaciones. En este sentido, las autoridades competentes pueden **solicitar estos registros** para supervisión y control (art. 69.2 MiFID II).

Como recoge su artículo 16.3, MiFID II **mejora la regulación de los conflictos de interés** en comparación con MiFID I, adoptando un **enfoque más proactivo** en su prevención y gestión. Mientras MiFID I se centraba en la detección de conflictos (como señala su artículo 18.1), MiFID II exige **medidas para prevenir y gestionar** estos conflictos adecuadamente, en virtud de su artículo 23.1. Además, amplía las fuentes de conflicto, incluyendo los incentivos de terceros y la remuneración de las empresas de inversión (art. 24.9 MiFID II).

Asimismo, se **refuerza la obligación de ejecución óptima** al prohibir recibir beneficios por dirigir órdenes de clientes a centros de negociación que infrinjan las normas sobre conflictos e incentivos (art. 27.2 MiFID II). Esto asegura que las decisiones se tomen en los mejores intereses del cliente, vinculando de forma más clara la ejecución óptima con las normas de conflicto de interés, a diferencia de MiFID I (art. 21 MiFID I).

Finalmente, MiFID II tiene como objetivo la **reducción de la discrecionalidad de los Estados miembros**, tal como se establece en el Considerando (38), mediante la creación de un "código normativo único" que favorezca una competencia equitativa y minimice el arbitraje regulatorio. En este sentido, el Considerando (7) subraya que el objetivo principal de la Directiva es la armonización de las disposiciones nacionales en aspectos esenciales como la autorización, la protección del inversor y el régimen sancionador, permitiendo únicamente ajustes en la normativa cuando sean estrictamente necesarios y justificados.

3. INTERVENCIÓN ADMINISTRATIVA EN EL MERCADO DE VALORES

Una vez expuesto el marco regulatorio del que deriva la legislación aplicable en el ordenamiento jurídico español en materia de protección del inversor en el mercado de valores, se procederá a analizar de qué forma interviene la Administración para garantizar el cumplimiento efectivo de dicha normativa.

El artículo 128.2 CE reconoce la **iniciativa pública** en la actividad económica en los siguientes términos: “mediante ley se podrá reservar al sector público recursos o servicios esenciales, especialmente en caso de monopolio y asimismo acordar la intervención de empresas cuando así lo exigiere el interés general”.

La **regulación** constituye la expresión más significativa del intervencionismo. En un sentido amplio, abarca toda la actuación del Estado en su relación con la sociedad. En un sentido más acotado, se refiere a la ordenación y garantía de los derechos económicos y sociales¹². Estrictamente hablando, no es una actividad meramente administrativa, ya que está reservada a la ley (art. 53 CE) y no introduce nuevas técnicas jurídico-administrativas, sino que adapta los principios y mecanismos tradicionales de la arquitectura administrativa a las nuevas necesidades¹³.

¹² Muñoz Machado, S. (2011). *Tratado de derecho administrativo y derecho público general* (Vol. IV). Iustel, p. 500.

¹³ Laguna de Paz, J. C. (2019). *Derecho administrativo económico*. Aranzadi, pp. 74-75.

En palabras de LAGUNA DE PAZ la regulación es el “conjunto de actuaciones públicas a través de las que se ordena el ejercicio de la iniciativa privada, con la finalidad de proteger los derechos de terceros, evitar la producción de daños y promover el interés general supliendo fallos de mercado y ejerciendo una función redistributiva” (2019, p.73). El concepto aglutina una vertiente *normativa* y una *ejecutiva*, por lo que comporta la utilización de **poderes de distinto signo**: normativos, de ordenación, de supervisión y control, de resolución de controversias y sancionador¹⁴.

La regulación se fundamenta en la **función social del Derecho**, que impone límites a la propiedad privada y a la libertad de empresa. Un ejemplo de ello es la exigencia de títulos administrativos habilitantes para acceder al mercado, aspecto que se abordará más adelante¹⁵.

En cuanto a su **finalidad**, la regulación es indispensable para prevenir los daños derivados de ciertas actividades, protegiendo a terceros, a la parte más vulnerable o al interés general. Además, busca garantizar la competencia en el mercado, ordenar aquellas actividades que el mercado no provee de manera eficiente y asegurar la prestación de servicios esenciales¹⁶.

Los **mercados de valores** son entornos institucionalmente organizados que operan bajo un marco normativo estructurado, cuyo objetivo principal es brindar seguridad y garantías a los inversores¹⁷. Se consideran un servicio esencial, que puede calificarse como **servicio económico de interés general** (art. 106.2 TFUE), porque permiten conectar organizadamente a empresas que necesitan financiación no bancaria con inversores, de manera que pueda financiarse la actividad económica y se promueva el crecimiento del país.

¹⁴ Laguna de Paz, J. C. (2019). *Derecho administrativo económico*. Aranzadi, p. 73.

¹⁵ *Ibid.*, pp. 76-79.

¹⁶ *Ibid.*, pp. 80-84.

¹⁷ Ariño Ortiz, G., & Sala Arquer, J. M. (1987). *La bolsa española. Marco institucional*. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, p. 24.

Los servicios de interés general engloban un conjunto de actividades en las que la administración goza de un **título de intervención** que le permite garantizar la realización de tales actividades cuando el mercado resulte incapaz de prestarlas en condiciones aceptables¹⁸.

La consideración del mercado de valores como servicio de interés general (o “la inclusión del mercado de valores dentro de esta categoría de servicios”) se basa en que su desaparición perjudicaría gravemente la economía, como evidenció la crisis financiera de 2007. Asimismo, su estabilidad requiere el control del sistema por parte de la Administración para garantizar transparencia, seguridad jurídica y eficiencia en la asignación de recursos.

Como se abordará más adelante, la legislación española **atribuye a la CNMV** la supervisión del cumplimiento normativo por parte de los actores del mercado, así como la adopción de medidas para proteger a los interesados.

Es importante señalar que la libre circulación de capitales, la globalización económica y la implementación de sistemas electrónicos de negociación han conferido a las actividades en los mercados de valores una marcada **dimensión supranacional**, favoreciendo una creciente **armonización normativa a nivel europeo**¹⁹. En este sentido, destaca la normativa MiFID como esfuerzo de la Unión Europea de armonizar la normativa en materia de mercados de valores y servicios de inversión financiera²⁰.

¹⁸ Laguna de Paz, J. C. (2019). *Derecho administrativo económico*. Aranzadi, p. 76.

¹⁹ Laguna de Paz, J. C. (2018). Supervisión administrativa del mercado de valores. *Revista Española de Derecho Administrativo*, núm. 189.

²⁰ Resulta pertinente hacer una breve referencia a la transposición de MiFID I y MiFID II al ordenamiento jurídico interno. MiFID I se incorporó al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre (que modificó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, como se desarrollará más adelante) y mediante su desarrollo reglamentario en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero. Por su parte, MiFID II ha sido objeto de transposición mediante el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, y el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, principalmente. No obstante, es la Ley 6/2023, de 17 de marzo, la que consolida por fin el marco normativo de los mercados de valores y los servicios de inversión en España.

3.1 CNMV. Antecedentes, régimen jurídico y funciones

La CNMV es una **autoridad administrativa independiente**, un organismo con autonomía funcional reforzada y alto grado de especialización²¹. Tiene competencia en materia de **supervisión e inspección de los mercados de valores** españoles y de la actividad de cuantos intervienen en ellos²² con el objetivo de **garantizar su transparencia, seguridad y eficiencia**, así como la **protección de los inversores**. En el ejercicio de su función, aplica la normativa a los casos concretos, ejerciendo tareas consultivas, ejecutivas, de autorización, de difusión de la información, de inspección, de investigación y de sanción.

Su origen se remonta a la **Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV)**, ya derogada, cuya aprobación supuso una reforma estructural del régimen jurídico de los mercados financieros y un cambio decisivo en el control público del sector. El modelo de la *Securities and Exchange Commission* de Estados Unidos fue el que inspiró su configuración jurídica²³.

La LMV surge a raíz de **cambios determinantes**: los mercados de corros fueron sustituidos por la contratación electrónica, los agentes de cambio y bolsa se transformaron en agencias y sociedades de valores y mediante anotaciones en cuenta comenzó a elaborarse un sistema de registro.

En el sistema anterior a la Ley de Mercado de Valores, las Juntas Sindicales de cada colegio de agentes tenían atribuidas las funciones de supervisión y dirección de los mercados. Por su parte, la inspección administrativa de las Bolsas se llevaba a cabo por el Ministerio de Hacienda, ante el que se contemplaba el recurso de alzada y posterior revisión por la jurisdicción contencioso-administrativa de determinadas resoluciones de las Juntas²⁴.

²¹ Laguna de Paz, J. C. (2019). *Derecho administrativo económico*. Aranzadi, p. 318.

²² En virtud del art. 18.1 LMVSI.

²³ Rodríguez Herrer, M. E. (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. XVIII, n. 52, p. 15.

²⁴ *Id.*

Su objetivo fue doble: por un lado, abordar los problemas derivados de la normativa española, dispersa y obsoleta, y, por otro, reforzar el mercado de valores ante la inminente consolidación de un mercado de capitales en 1992²⁵.

Sin embargo, la doctrina ha sostenido tradicionalmente que la LMV no estableció un verdadero sistema de protección del inversor, ya que no incorporó un catálogo de derechos específico para estos²⁶.

En este contexto, la **Directiva 93/22/CEE** del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en valores negociables (modificada posteriormente por la **Directiva 95/26/CE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995), representó un hito fundamental al establecer un marco de protección para los inversores basado en el control interno de las empresas de inversión, los derechos de propiedad y otros derechos análogos sobre sus valores²⁷. No obstante, no fue hasta la **Directiva MiFID de 2004**²⁸ cuando se fortaleció significativamente la protección de los inversores, como se desarrollará más adelante.

La LMV ha sido objeto de sucesivas actualizaciones para adaptarse a las exigencias de la Unión Europea, incorporando medidas de protección para los inversores, como reflejan las reformas introducidas por las Leyes 37/1998, 44/2002, 47/2007 y 11/2015. Actualmente, está en vigor la **Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI)**, que establece los principios y bases fundamentales para los mercados de valores.

Esta ley deroga el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) de 2015 y adapta la normativa española a la Directiva 2014/65/UE (MiFID II) y al Reglamento (UE) 600/2014 (MiFIR).

²⁵ Segura, J. (2008). “Introducción y Conferencia Inaugural”. En *Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación. Libro conmemorativo del XX aniversario de la CNMV*, p. 8.

²⁶ Zunzunegui, F. (2006). “Hacia un estatuto del inversor”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, p. 3

²⁷ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, pp.76-77.

²⁸ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

Además, para proporcionar flexibilidad y evitar modificaciones legislativas continuas, el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión se desarrolla reglamentariamente a través del **Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre**, que sustituye al Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero. Asimismo, se regulan los instrumentos financieros, la admisión a negociación y el registro de valores negociables mediante el **Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre**. Por último, el **Real Decreto 815/2023, de 8 de noviembre**, desarrolla la LMVSI en lo relativo a los registros oficiales de la CNMV, la cooperación con otras autoridades y la supervisión de las empresas de servicios de inversión.

En cuanto a su **naturaleza**, la CNMV es un **ente de derecho público** con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada. Actúa con arreglo a lo establecido en la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, y en la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público (art. 16. LMVSI). Asimismo, los contratos que celebre deben ajustarse a las disposiciones de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, y cuenta con autonomía orgánica y funcional, debiendo actuar con plena independencia en el ejercicio de sus funciones (art. 17 LMVSI).

Cabe destacar que las autoridades administrativas independientes están dotadas de **autonomía funcional, de personal y financiera**²⁹. En este sentido, la independencia en el ejercicio de las funciones de supervisión busca evitar que una tarea tan esencial como ésta pueda verse condicionada por los intereses políticos, económicos y sociales del corto plazo³⁰, como se contempla en el artículo 103.1 CE.

No obstante, es relevante aclarar que los **miembros del Consejo** de la CNMV son nombrados por el Gobierno a propuesta del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (art. 24 LMVSI).

²⁹ Laguna de Paz, J. C. (2019). *Derecho administrativo económico*. Aranzadi, p. 331.

³⁰ Sala Arquer, J. M. (1984). “El Estado neutral: contribución al estudio de las Administraciones independientes”, *Revista Española de Derecho Administrativo*, n. 42, p. 401.

Por su parte, el artículo 28 LMVSI establece que la **renovación** del Consejo se realizará de forma parcial cada dos años, garantizando que ningún miembro permanezca en el cargo por más de seis años. Asimismo, dispone que el mandato de la presidencia, vicepresidencia y consejeros designados según el artículo 24.2.c) será de seis años sin posibilidad de reelección.

El **cese** de los miembros del Consejo está sujeto a causas tasadas recogidas en el artículo 29 LMVSI. Finalmente, el artículo 30 LMVSI establece que los miembros del Consejo deben cumplir con el **régimen de incompatibilidades** y control de intereses aplicable a los altos cargos, así como mantener la confidencialidad de la información a la que accedan en el ejercicio de sus funciones.

La CNMV, cuyo **objetivo** es garantizar la **transparencia** de los mercados de valores, el correcto funcionamiento en la **formación de precios** y la **protección de los inversores**, también desempeña un papel clave en la **cooperación con otras autoridades**, tanto a nivel nacional como internacional. Entre estas destacan el Banco de España, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), en virtud del artículo 155 de la LMVSI.

Además, en el ejercicio de sus competencias, la CNMV recibe un volumen significativo de **información sobre los participantes en los mercados**. Esto incluye la verificación previa del cumplimiento de los requisitos para la admisión de valores a negociación, la difusión de información relevante del emisor que pueda afectar a la cotización de sus valores, los datos económico-financieros y de negocio de las entidades con valores admitidos a negociación, la notificación de variaciones en participaciones significativas en el capital de dichas sociedades y la autorización de ofertas públicas de adquisición de valores, entre otros. Toda esta información se encuentra recogida en sus **Registros Oficiales**, de carácter público³¹.

³¹ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, pp.106-107.

Colabora tanto en la supervisión de los mercados financieros, como en la lucha contra el crimen financiero, lo que permite un enfoque coordinado y eficaz en el intercambio de información y en la persecución de delitos financieros transfronterizos. Asimismo, asesora al Gobierno en materias relacionadas con los mercados de valores y eleva anualmente a las Cortes Generales un informe sobre el desarrollo de sus actividades y la situación de los mercados financieros, como dispone el artículo 18 de la LMVSI.

Por último, la CNMV desempeña un papel fundamental en la **promoción de la educación financiera**: impulsa programas y campañas destinadas a mejorar el conocimiento de los ciudadanos sobre los mercados financieros y los productos de inversión, con el objetivo de fomentar decisiones informadas y responsables. Entre sus iniciativas destacan la publicación de guías, la organización de talleres y la divulgación de contenido a través de su página web y redes sociales.

3.2 Régimen de supervisión e inspección de la CNMV

Tras esta primera aproximación a la CNMV, se abordarán, en primer lugar, las facultades de supervisión e inspección y, en segundo término, las entidades y personas sujetas a dicho régimen.

Las **facultades de supervisión e inspección** son funciones públicas de control esenciales para garantizar el correcto funcionamiento del mercado de valores. De acuerdo con el **artículo 234 de la LMVSI**, la CNMV debe disponer de los recursos, la experiencia y la independencia necesarios para ejercer sus funciones de supervisión, investigación y sanción, asegurando que su personal cumple con los criterios de idoneidad. Sus facultades de supervisión e inspección pueden ejercerse **directamente**, en colaboración **con otras autoridades** nacionales o extranjeras, o mediante **solicitud judicial**.

Para el ejercicio de estas competencias, la CNMV puede acceder a documentos y datos relevantes, realizar inspecciones y **requerir información** a cualquier persona implicada en operaciones de mercado. También puede solicitar registros telefónicos con autorización judicial, imponer **embargos** y congelar activos, **suspender temporalmente el ejercicio profesional** de determinadas personas y exigir información a auditores.

Además, está **facultada para suspender o limitar operaciones**, excluir instrumentos financieros de la negociación, restringir posiciones en derivados y ordenar el cese de prácticas contrarias a la normativa. Asimismo, puede adoptar **medidas correctoras**, como exigir informes independientes, apartar administradores y llevar a cabo **investigaciones encubiertas**. En el ámbito de la transparencia, la CNMV tiene la capacidad de **obligar a la divulgación de información** relevante para el mercado y de corregir datos falsos o engañosos.

En **materia de comercialización**, puede suspender o prohibir la venta de productos de inversión minorista que incumplan la normativa. En caso de que se encuentre con oposición en sus inspecciones, deberá solicitar autorización judicial, que deberá otorgarse o denegarse en un plazo máximo de cinco días. Finalmente, la CNMV puede **publicar sus decisiones**, salvo que ello represente un grave riesgo para el mercado o cause un perjuicio desproporcionado.

En cuanto al **ámbito de sujeción al régimen de la CNMV**, el art. 232.1 a) LMVSI enumera **doce sujetos** entre los que se hace referencia tanto a **personas físicas** como jurídicas. Respecto a las primeras, se encuentran las siguientes: agentes de ESI, proveedores de servicios de suministro de datos, asesores de voto y aquellos que tienen condición de miembro de algún centro de negociación o de los sistemas de compensación y liquidación de sus operaciones.

Respecto de las **personas jurídicas**, se encuentran: los organismos rectores de centros de negociación, las entidades de contrapartida y los depositarios centrales de valores, junto con las sociedades que ostenten su control directo o indirecto. También están sujetas las ESI y las empresas de asesoramiento financiero nacionales. Se incluyen las ESI autorizadas en Estados miembros o no miembros de la UE que operen en España, la sociedad gestora del fondo de garantía de inversiones y las entidades responsables de la administración y registro de valores negociables mediante tecnología de registros distribuidos.

Los apartados b) y siguientes amplían los sujetos bajo supervisión de la CNMV, incluyendo **agencias de calificación crediticia** en España y la UE, junto con sus participantes y entidades vinculadas.

También se supervisa a emisores de valores, **entidades de crédito** y sus agentes, así como a sociedades gestoras de inversión colectiva y de entidades de inversión cerrada cuando presten servicios de inversión.

Se supervisa a quienes controlen empresas de inversión en la UE, titulares de participaciones significativas y entidades de **grupos consolidables** y sociedades financieras de cartera, con **especial referencia** a quien pueda infringir reservas de denominación y actividad o realice operaciones sujetas a normativas europeas sobre **ventas en corto, derivados, productos de inversión, índices de referencia y abuso de mercado**.

Es relevante la remisión del artículo 232.1 h) al artículo 255 de la LMVSI, que establece el deber de transparencia de las personas físicas y entidades no financieras involucradas en procesos de consolidación de grupos. Esto evidencia que **la potestad de la CNMV trasciende el ámbito estricto del mercado de valores**, extendiendo su competencia a esferas paralelas del tráfico económico³².

Por último, cabe destacar la remisión del artículo 232.2 LMVSI al Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, que regula el régimen jurídico de las empresas y demás entidades que prestan servicios de inversión. Aunque realizar un análisis exhaustivo de los sujetos citados excede el alcance de esta investigación, conviene detenerse brevemente en las distintas clases de ESI. En este sentido, el art. 128 LMVSI distingue entre Empresas de Asesoramiento Financiero (EAF), Agencias de Valores (AV), Sociedades de Valores (SV) y Sociedades Gestoras de Carteras (SGC).

En primer lugar, las **Empresas de Asesoramiento Financiero** son personas jurídicas que se limitan a proporcionar asesoramiento en materia de inversión (artículo 125.1.g) y ciertos servicios auxiliares (artículo 126.c y e). No pueden tener fondos de clientes ni situarse en posición deudora con ellos, es decir, no ejecutan operaciones en mercados de valores en nombre propio ni de terceros.

³² García Fernández, C. (2024), *Derecho sancionador de la Comisión Nacional del Mercado de Valores* (TFG, Universidad de Oviedo), p. 20.

Por su parte, las Empresas de Asesoramiento Financiero Nacionales (EAFN) son personas físicas o jurídicas que prestan los mismos servicios de inversión y auxiliares que las anteriores, con particularidades establecidas reglamentariamente³³. Por lo tanto, a diferencia de las Agencias y Sociedades de Valores, **las empresas de asesoramiento no son miembros de mercado**, ya que no operan directamente en él.

En cuanto a las **Agencias de Valores**, son ESI cuya estructura jurídica es la de sociedad anónima y deben contar con un capital mínimo de 300.000 o 500.000 euros, dependiendo del alcance de las actividades que pretendan desarrollar. Su actividad principal consiste en la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de compra o venta de valores por cuenta de sus clientes, **no operan por cuenta propia**.

Además, pueden gestionar de manera discrecional e individualizada carteras de inversión, ofrecer asesoramiento sobre inversiones en valores negociables u otros instrumentos financieros, mediar en emisiones y ofertas públicas de venta, así como prestar servicios de depósito y administración de valores³⁴. Pueden llevar a cabo los servicios y actividades de inversión contemplados en los artículos 125 y 126 de la LMVSI, salvo las excepciones previstas en los artículos 125.1.c) y f), y 126.b).

En cuanto a las **Sociedades de Valores**, son ESI con forma de sociedad anónima y un capital mínimo de 2.000.000 de euros. **Pueden actuar por cuenta ajena o propia** y están habilitadas para realizar todos los servicios y actividades de inversión y servicios auxiliares previstos en la ley. Por tanto, su principal diferencia respecto a las AV es la capacidad de decisión y el alcance de las actividades que están autorizadas a llevar a cabo.

Por último, las **Sociedades Gestoras de Carteras** únicamente pueden prestar los servicios de inversión previstos en los artículos 125.1.d), relativos a la gestión discrecional e individualizada de carteras, y 125.1.g), referente al asesoramiento en materia de inversión.

³³ El art. 121 del Real Decreto 813/2023 señala las distintas modalidades de asesoras financieras.

³⁴ Definición del Glosario Financiero de la CNMV.

<https://www.cnmv.es/Portal/inversor/glosario?id=0&letra=A&idlng=1&lang=es>

Además, pueden ofrecer ciertos servicios auxiliares, como el análisis financiero (art. 126.c) y el asesoramiento en fusiones y adquisiciones (art. 126.e). No están autorizadas a mantener fondos o valores de clientes, lo que les impide situarse en posición deudora frente a ellos.

3.2.1 Control de acceso al mercado: autorizaciones administrativas

El artículo 38 de la Constitución Española reconoce y protege la **libertad de empresa**. Sin embargo, este derecho no es absoluto ni incondicionado, sino que está sujeto a límites justificados por razones de interés general. En este sentido, el acceso al mercado está supeditado a **controles administrativos previos**, en particular a la obtención de una **autorización** administrativa.

Existen dos aspectos esenciales que deben considerarse en relación con su naturaleza jurídica. En primer lugar, se trata de un **acto administrativo declarativo de derechos**, que reconoce una situación jurídica protegida a su titular³⁵. Esto significa que, si se cumplen los requisitos establecidos en la normativa, el derecho a ejercer la actividad ya preexiste, aunque requiera una declaración previa.

La naturaleza declarativa de la autorización actúa como un mecanismo de **control preventivo** del ejercicio de la iniciativa privada. En un sistema basado en la libertad económica, el derecho a emprender actividades es inherente al ciudadano y no una concesión de la Administración.

Por tanto, si se cumplen las condiciones legales, existe un **derecho subjetivo** a obtener la autorización. No obstante, la autorización es un requisito indispensable para la **licitud** de la actividad sujeta a control preventivo, de modo que su ejercicio sin previa obtención resultaría prohibido.

En segundo lugar, aunque se trata de **actos administrativos reglados y no discrecionales**, la Administración dispone de un amplio margen de apreciación debido a la presencia de numerosos **conceptos jurídicos indeterminados** en la regulación vigente del mercado de valores³⁶.

³⁵ Santamaría Pastor, J. (2016). *Principios de Derecho Administrativo*, Iustel, p. 310.

³⁶ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 203.

Cabe puntualizar que estos conceptos **no comportan potestad discrecional** (referida a decidir la consecuencia jurídica más conveniente para el interés general, fundamentando la decisión en criterios de oportunidad), sino capacidad de apreciación sobre si se está o no en presencia del supuesto de hecho, con la finalidad de aplicar las consecuencias jurídicas establecidas por el legislador.

Esta diferenciación se basa en que los conceptos jurídicos indeterminados se encuentran en el supuesto de hecho, mientras que la discrecionalidad se encuentra en las consecuencias jurídicas. En todo caso, **la resolución administrativa es susceptible de control judicial** (art. 9.3 y 106 CE), limitándose el juez a anular la decisión administrativa (art. 71.2 LJCA): la actuación de la Administración no puede ser suplida por los jueces, que a lo sumo pueden declarar el derecho a obtener la autorización indebidamente denegada que, en todo caso, otorga la Administración en ejecución de la sentencia.

En tercer lugar, en el mercado de valores las autorizaciones concedidas son de funcionamiento, no para operaciones concretas³⁷. Así lo recuerda LAGUNA DE PAZ cuando señala que la autorización no excluye la posibilidad de futuras intervenciones administrativas, pues la normativa va modificándose en función del interés general. El titular de la autorización tiene derecho a ejercer la actividad, pero siempre conforme a la normativa vigente, pudiendo la Administración exigir su adaptación a nuevas regulaciones³⁸.

Por su parte, GARCÍA DE ENTERRÍA y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ señalan que “*son títulos jurídicos que colocan al administrado en una situación impersonal y objetiva, definida abstractamente por las normas en cada caso aplicables y libremente modificables por ellas, una situación negativa, en fin, legal y reglamentaria, cuyo contenido, en doble vertiente, positiva y negativa, (derechos y obligaciones) hay que referir en todo momento a la normativa en vigor*”³⁹.

³⁷ *Ibid.*, p.204.

³⁸ Laguna de Paz, J.C. (2006). *La autorización administrativa*, Civitas, p. 284.

³⁹ García de Enterría, E., & Fernández Rodríguez, T. R. (2015). *Curso de Derecho administrativo*, Tomo II, Civitas, p. 144.

Por tanto, es necesario que el ordenamiento establezca mecanismos para disciplinar las relaciones entre la Administración y el titular de la autorización⁴⁰.

En cuanto acto administrativo, la autorización goza de una **presunción iuris tantum de validez**, por lo que produce efectos desde la fecha en que se dicta, salvo que en ella se disponga otra cosa (art. 39.1 LPAC). Asimismo, las autorizaciones han de ser notificadas y su eficacia puede demorarse por la existencia de condiciones suspensivas.

Generalmente, la exigencia de autorización se aplica en **tres supuestos**: en actividades en las que el **número de operadores está restringido** por una decisión jurídico-pública, en **determinados usos del dominio público** y en actividades que implican **riesgos cualificados**, como es el caso de los mercados de valores. Concretamente, la autorización tiene como finalidad prevenir la generación de daños, impidiendo el inicio de la actividad si no se cumplen los requisitos normativos que garantizan la protección de los inversores⁴¹.

Una vez introducido el régimen jurídico de las autorizaciones administrativas en el mercado de valores, a continuación, se expondrán **ejemplos de disposiciones** de control de acceso al mercado en la LMVSI.

El artículo 42.1 define los **centros de negociación** como “sistemas multilaterales autorizados a operar por la CNMV y por las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores, entendidos como todo sistema o dispositivo en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de instrumentos financieros de múltiples terceros, cuyo funcionamiento se debe regir por las disposiciones de esta ley y su normativa de desarrollo”. Ello se refiere a los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (en adelante, **SMN**) y los sistemas organizados de contratación (en adelante, **SOC**).

⁴⁰ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 205.

⁴¹ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi.

El **inicio de la actividad** de los **centros de negociación** está **supeditado a la obtención de una autorización** de la CNMV, en el tiempo y forma que establece el artículo 43 de la LMVSI. Esta exigencia se debe a que conviene que la Administración compruebe que los centros de negociación reúnen los requisitos que el ordenamiento jurídico prevé para garantizar el adecuado ejercicio de sus funciones.

Por su parte, los **mercados regulados** tienen **requisitos más estrictos de acceso**, como recoge el artículo 57 LMVSI (en caso de mercados de ámbito autonómico, la autorización será concedida por la Comunidad Autónoma con competencias en la materia).

Dichos requisitos son: (i) designar un organismo rector, (ii) presentar el proyecto de estatutos sociales del organismo rector, (iii) elaborar un programa de actividades, (iv) elaborar un proyecto de normas internas de funcionamiento con el contenido mínimo que se determine reglamentariamente relativo, entre otras cuestiones, a las reglas aplicables a la negociación, al régimen de garantías, clases de operaciones y medidas de carácter organizativo y (v) los demás requisitos que reglamentariamente se establezcan.

En cuanto a las **empresas de servicios de inversión**, su creación también está sujeta a la obtención de la autorización de la CNMV (art. 131 LMVSI). Se trata de empresas que actúan de intermediarios en la contratación de productos financieros, sin asumir los riesgos asociados a las inversiones (como insolvencia o falta de liquidez del emisor), prestando sus servicios a terceros.

También corresponde a la CNMV autorizar a las **Empresas de Asesoramiento Financiero Nacionales** (art. 131.5 LMVSI), conocidas como EAFN. Se trata de una nueva figura introducida LMVSI y les aplica el mismo régimen de autorización que a las ESI: han de ser autorizadas mediante resolución administrativa motivada dentro de los seis meses siguientes de recibir la solicitud o en el momento en que se complete la documentación exigible, permitiendo a la Administración verificar que se respetan las exigencias que establece la normativa, en garantía de los intereses de los inversores. La Ley establece también una serie de requisitos objetivos (art.133 y ss. LMVSI) que comprueba la Administración de manera reglada.

Aunque el régimen de autorización es el mismo para todas las EAFN, **el procedimiento de registro varía según su naturaleza jurídica**. En el caso de las EAFN constituidas como personas jurídicas, deben formalizarse como sociedad mercantil ante notario, inscribirse en el Registro Mercantil y, posteriormente, registrarse en el correspondiente Registro de la CNMV.

Del mismo modo, el régimen de participaciones significativas se mantiene sin cambios en la LMVSI: sigue siendo necesaria la solicitud de no oposición a la CNMV para cualquier adquisición, directa o indirecta, de un 10 % o más de los derechos de voto de una ESI o, en este caso, de una EAFN constituida como persona jurídica⁴².

Las causas por las que la CNMV puede denegar la autorización están tasadas (art. 136 LMVSI). No obstante, estas causas también incluyen conceptos jurídicos indeterminados, lo que otorga un margen de valoración a la Administración. Un ejemplo de ello es el apartado b) de dicho artículo, que permite denegar la autorización "cuando no se haya informado debidamente a la CNMV sobre los accionistas o socios, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, o estos no sean idóneos". Sin embargo, la norma no define de manera exhaustiva qué se entiende por "idoneidad".

3.2.2 Revocación de la autorización administrativa

Desde la perspectiva del inversor minorista adoptada en este trabajo, no solo es relevante la entrada de las ESI en los mercados, sino también la necesidad de asegurar una salida ordenada de aquellas cuya gestión comprometa la seguridad de sus clientes y, en última instancia, la estabilidad del sistema. Dado el impacto de estas medidas administrativas en la **confianza del mercado**, un elemento esencial para su eficiencia, la **revocación de la autorización** adquiere una importancia crucial. Esta decisión responde a los dos pilares que justifican la intervención administrativa en este ámbito: **la eficiencia del mercado y la protección de los inversores**⁴³.

⁴² García Pedroviejo, J., & Hernández, E. (2023). "La nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión: Las empresas de asesoramiento financiero nacionales" (Nota jurídica). Pérez-Llorca.

⁴³ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, pp. 202-203.

La revocación es la **decisión administrativa** por la que se **elimina un acto administrativo previo**. Las entidades cuya autorización ha sido revocada por la CNMV pueden invocar la revisión de oficio⁴⁴ y la aplicación de los límites del art. 110 de la LPAC⁴⁵ para intentar evitar dicha revocación. Esto se debe a que la revisión de oficio, entendida en sentido amplio (artículos 106 a 111 de la LPAC), permite la anulación tanto de actos administrativos favorables como de actos desfavorables.

En este contexto, los actos nulos de pleno derecho (art. 47 LPAC) pueden ser anulados de oficio por la Administración, mientras que los actos anulables, cuando son favorables, requieren una previa declaración de lesividad por parte de la Administración y su posterior anulación por vía judicial (art. 107 LPAC)⁴⁶. Los actos de gravamen, por su parte, pueden ser objeto de revocación (art. 109 LPAC). No obstante, nuestro ordenamiento admite excepcionalmente la revocación de actos favorables, no al amparo de lo dispuesto en la LPAC, sino cuando así lo permita una ley específica.

Como se expondrá a continuación, en los supuestos previstos en la LMVSI, la eliminación del acto administrativo no se basa en su invalidez original, sino en el incumplimiento de las condiciones bajo las cuales fue concedida la autorización, en la caducidad o en la renuncia del título jurídico⁴⁷. Además, al margen de estos procedimientos especiales, la Administración tiene la facultad de eliminar actos administrativos previos por **motivos de oportunidad**, en virtud de la valoración de nuevos criterios de interés público⁴⁸.

Las autorizaciones de los mercados de valores se consideran **acto-condición**, pues su revocación está conectada al **incumplimiento de las condiciones de su otorgamiento**⁴⁹, y es posible, en última instancia, porque así lo permite la ley.

⁴⁴ La revisión de oficio es la posibilidad de la Administración de volver sobre sus propios actos y reglamentos para examinar su legalidad, y modificarlos o anularlos en su caso (STS de 26 de marzo de 1998, RJ 1998, 3316). Se aplica exclusivamente a los supuestos en que concurre un vicio de nulidad de pleno derecho.

⁴⁵ Este artículo establece los límites de la revisión de oficio: “las facultades de revisión (...) no podrán ser ejercidas cuando por prescripción de acciones, por el tiempo transcurrido o por otras circunstancias, su ejercicio resulte contrario a la equidad, a la buena fe, al derecho de los particulares o a las leyes”.

⁴⁶ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 205.

⁴⁷ SAN de 9 de octubre de 2013 y 26 de octubre de 2012.

⁴⁸ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 206.

⁴⁹ *Id.*

Asimismo, en el contexto de la supervisión continua de las entidades que operan en este mercado, la Administración está facultada para adoptar medidas como la revocación de la autorización en caso de determinadas **infracciones muy graves**, lo que se justifica en la necesidad de preservar la integridad del mercado y garantizar la protección de los intereses de los inversores, como señala la SAN de 22 de octubre de 2012⁵⁰.

El artículo 140 LMVSI regula las causas de revocación, pero no especifica si se trata de una potestad reglada o discrecional. Aunque la expresión “podrá revocarse” sugiere cierta discrecionalidad, la Administración revoca solo en caso de **verificar** alguno de los supuestos contemplados en el precepto, ya que se trata de una medida que afecta gravemente a la entidad y al sistema financiero.

Si bien existe cierto margen de valoración sobre la gravedad de la situación, **no se trata de discrecionalidad** plena⁵¹, es otro reflejo más del uso de conceptos jurídicos indeterminados en los supuestos de hecho de las normas del ámbito financiero. En cualquier caso, la revocación debe estar especialmente motivada en virtud del art. 35.1 LPAC.

En cuanto a las causas de revocación, la **renuncia** aparece recogida en el art. 140.1.b) LMVSI: “La autorización concedida (...) podrá revocarse” si su titular “renuncia expresamente a la autorización, independientemente de que se transforme en otra entidad o acuerde su disolución”. El procedimiento se enmarca en lo dispuesto por la LPAC (art. 140.3 LMVSI) y, como garantía procedimental general, destaca la audiencia a la entidad interesada.

El sujeto autorizado titular puede renunciar a su derecho porque **las autorizaciones son actos favorables**⁵².

⁵⁰ “Estos hechos (suspensión de pagos y concurso de acreedores) impiden, como se ha señalado reiteradamente, el desenvolvimiento normal de la entidad en el ámbito financiero. La continuidad operativa de la entidad supondría trasladar los efectos de las incertidumbres al resto de agentes del sistema (otros intermediarios, depositarios de valores, etc.) y a los inversores, lo que dañaría la integridad del mercado y la protección de los inversores, principios fundamentales destacados por la Ley del Mercado de Valores que deben ser preservados en todo momento. Por ello, procede revocar la autorización para prestar servicios de inversión en su día concedida para la Agencia” (FJ 4º).

⁵¹ García de Enterría, E. & Fernández, T.R. (2015). *Curso de Derecho Administrativo*, Tomo I, Civitas.

⁵² Laguna de Paz, J.C. (2006). *La autorización administrativa*, Civitas, p. 329.

No obstante, la CNMV, al tramitar la renuncia, considera las implicaciones para el interés general, ya que la cesación de la actividad puede suponer consecuencias perjudiciales para este (así sucede, por ejemplo, si afecta negativamente a la estabilidad del mercado, a la liquidez de determinados instrumentos financieros, a la protección de los inversores, etc.).

En este sentido, aunque no se requiere un periodo de información pública en el artículo 140 LMVSI, la CNMV puede acordarlo amparándose en el artículo 83.1 LPAC. Esto permitiría identificar a los afectados por la renuncia de la autorización, facilitaría la recopilación de opiniones para evaluar el impacto en el interés general y reforzaría la transparencia del proceso, de forma que los interesados puedan examinar el expediente y presentar alegaciones. De hecho, la cesación de la actividad por parte del sujeto autorizado, sin la previa aceptación de la Administración, puede ser fuente de responsabilidad para su titular⁵³.

Es preciso señalar que la revocación por renuncia **no tiene naturaleza sancionadora**. En consecuencia, la renuncia no impide la eventual tramitación del correspondiente procedimiento sancionador, si hubiera indicios de una conducta infractora, ni exime de las responsabilidades derivadas de las infracciones cometidas durante la vigencia del título jurídico⁵⁴. En este sentido, es común que las empresas invoquen el principio penal *non bis in idem* para evitar ser sancionadas por infracciones cometidas durante su vigencia. En cualquier caso, la jurisprudencia es unánime⁵⁵ en cuanto a que la revocación por renuncia es una **decisión exclusiva de la entidad**, no de la Administración⁵⁶.

⁵³ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 208.

⁵⁴ La SAN del 12 de febrero de 2007, recuerda: “No cabe confundir la revocación de una autorización por renuncia expresa a la misma del interesado que la revocación como medida sancionadora acordada por la Administración en el ejercicio de la potestad disciplinaria. La ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores establece en su artículo 73.2 que la autorización concedida a una empresa de inversión puede ser revocada por renuncia expresa de la misma a la autorización, mientras que, por otro lado, y dentro del Título VIII, Capítulo II, dedicado a las infracciones y sanciones, el artículo 102, letra d) LMV, prevé la revocación de la autorización como sanción por falta muy grave”.

⁵⁵ Véase la SAN de 16 de octubre de 2006: “La baja a iniciativa propia del registro de SGIC de la demandante no tiene efectos retroactivos ni opera como una causa de exoneración de responsabilidad y, por ello, no impide a la CNMV la sanción de las infracciones que hubieran sido cometidas cuando la recurrente actuaba como Entidad Gestora. Lo contrario sería la legitimación de una vía para eludir el cumplimiento de la ley”.

⁵⁶ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 207.

En línea con la idea de autorización como acto-condición, destaca el tiempo como condición necesaria. En este sentido, el art.140.1 a) LMVSI establece que “La autorización concedida (...) podrá revocarse” si su titular “**no da comienzo o interrumpe de hecho las actividades autorizadas** en los términos que reglamentariamente se determinen en cada caso, o si **durante un año no realiza ninguna actividad** o realiza **un volumen** de actividad **inferior al normal** que reglamentariamente se determine”.

Por su parte, el artículo 140.1 c) LMVSI establece como causa de revocación el **incumplimiento sobrevenido de los requisitos** de obtención de la autorización. Nuevamente, es un concepto jurídico indeterminado que otorga un margen de apreciación a la Administración. El precepto contempla la posibilidad de anular un acto administrativo favorable sin necesidad de recurrir a los procedimientos especiales y restringidos regulados en el artículo 106 y siguientes de la Ley 39/2015. Los incumplimientos a los que alude la norma se refieren a circunstancias surgidas tras la concesión de la autorización, no a aquellas preexistentes y conocidas por la Administración en ese momento.

Dado que la autorización es un acto administrativo favorable, su revocación no puede basarse en incumplimientos normativos previos sin vulnerar el principio de intangibilidad de estos actos⁵⁷. Si fue concedida indebidamente, la vía adecuada es la revisión de oficio conforme a los artículos 106 y 107 de la Ley 39/2015.

El incumplimiento sobrevenido de los requisitos exigidos para la concesión de la autorización es una causa de revocación porque representa una condición implícita en la propia naturaleza del acto autorizante (acto-condición)⁵⁸. Esto implica que la eficacia del acto autorizante está sujeta al mantenimiento de los requisitos que motivaron su concesión, de modo que su desaparición conlleva su ineficacia.

⁵⁷ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 211.

⁵⁸ STS de 6 de junio de 1988: “no nos encontramos ante un supuesto normal de ejercicio por la administración de potestades sancionadoras en sentido estricto, sino del ejercicio de la potestad de control que a la administración le corresponde en materia de servicios públicos o de actividades privadas objeto de intervención que de alguna manera ejercen funciones públicas”. (RJ 1988, 4594).

Asimismo, la STS de 28 de septiembre de 2005 recuerda que la revocación de una autorización administrativa no siempre constituye una sanción, ya que puede ser una mera aplicación del ordenamiento jurídico cuando se basa en el incumplimiento de los requisitos exigidos para su concesión⁵⁹.

Se señala que dicha distinción es clave, pues mientras la sanción exige dolo o culpa y un procedimiento sancionador específico, **la revocación opera como una condición resolutoria incorporada al título habilitante**, de modo que, ante un incumplimiento grave, la consecuencia jurídica es su extinción.

Así, las autorizaciones que regulan el ejercicio de una actividad otorgan al titular un estatus jurídico determinado, cuya pérdida no responde a una pena, sino a la constatación objetiva del incumplimiento de un requisito que condicionaba el otorgamiento, siempre garantizando el derecho de defensa mediante el trámite de audiencia.

El Tribunal Constitucional destaca que la noción de sanción administrativa debe definirse en función del carácter represivo de la medida⁶⁰. En este sentido, en la STC 276/2000, de 16 de noviembre, señala que la función represiva, retributiva o de castigo es lo que diferencia a la sanción administrativa de otras resoluciones que, aunque restrinjan derechos individuales, persiguen fines distintos, como incentivar el cumplimiento normativo, disuadir eventuales infracciones o resarcimiento por incumplimientos ya cometidos⁶¹.

⁵⁹ Ello determina que, además de acordarse la revocación, pueda iniciarse un procedimiento sancionador si existen indicios de infracción y que dicho procedimiento finalice, en su caso, con la imposición de la correspondiente sanción.

⁶⁰ Por ejemplo, la STC 132/2001, de 8 de junio, ha establecido que la suspensión temporal de una licencia de auto-taxi constituye una sanción administrativa. Esto se debe a que se trata de una decisión administrativa con finalidad represiva y limitativa de derechos, basada en una valoración negativa de la conducta del titular de la licencia (en este caso, por portar facturas falsas). Además, la suspensión no está condicionada a la corrección de la conducta del afectado, sino que se impone por un periodo fijo de tres meses, con independencia de su comportamiento durante ese tiempo, lo que refuerza su carácter esencialmente represivo.

⁶¹ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 211.

Cabe cuestionar si los **incumplimientos** que conducen a la revocación son excesivamente indeterminados, por ejemplo, **en cuanto a la idoneidad**⁶² de administradores y directivos de las ESI. La condena de un miembro no conlleva automáticamente la revocación, dado su carácter excepcional (art. 140.2 LMVSI). En su lugar, el incumplimiento del requisito de idoneidad puede dar lugar a su suspensión o cese definitivo, ya que la exigencia de honorabilidad tiene un fin preventivo, no sancionador.

Es decir, la CNMV puede requerir la suspensión o cese si existen motivos de falta de honorabilidad, conocimiento o capacidad de buen gobierno (permitiendo su subsanación) para evitar que personas cuya idoneidad sea cuestionable ejerzan funciones que puedan poner en riesgo la estabilidad y seguridad del interés general⁶³. Con todo, en este caso la revocación de la autorización debería eludirse mediante la inmediata sustitución del directivo, siempre que ni el resto del Consejo de Administración ni la entidad tengan responsabilidad o implicación en los hechos⁶⁴.

En relación con el “incumplimiento grave y sistemático de las disposiciones relativas a las condiciones de funcionamiento” previsto en el artículo 140.1 c) LMVSI como causa de revocación de la autorización, resulta necesario realizar algunas precisiones.

El incumplimiento de obligaciones puede referirse tanto a las condiciones de ejercicio, en cuyo caso debería aparecer recogida en el supuesto anterior, como a una infracción que exigiría la tramitación de un procedimiento sancionador previo para que la revocación operase como sanción⁶⁵. Como señaló LINDE PANIAGUA⁶⁶: “Que un mismo resultado (la revocación de la autorización) sea consecuencia de los mismos hechos y, sin embargo, se pueda sustanciar en procedimientos distintos, es de todo punto contrario al principio de legalidad sancionadora que rige nuestro sistema jurídico, del que se deduce que el sistema de garantías de los ciudadanos no puede ser el resultado de la libre elección de la Administración”.

⁶² Exigiendo reconocida honorabilidad, honestidad e integridad en virtud de los arts. 43.1.a, 90.c y 163.1.a) de la LMVSI.

⁶³ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 212.

⁶⁴ *Ibid.*, p. 213.

⁶⁵ *Id.*

⁶⁶ Linde Paniagua, E. (2007). *Parte especial del Derecho Administrativo, La intervención de la Administración en la sociedad*, Colex, p. 284.

En conclusión, frente a la dificultad de distinguir si la revocación opera como sanción o como consecuencia del incumplimiento de una condición del título, deben aplicarse los mismos criterios diferenciadores entre sanción y otras medidas desfavorables. Si la revocación responde a la comisión de una infracción, debe acordarse previa tramitación del correspondiente procedimiento sancionador; en caso contrario, ha de seguirse el procedimiento específico de revocación por incumplimiento de requisitos previsto en el Mercado de Valores⁶⁷.

La sanción debe cumplir con el principio de legalidad, seguir un procedimiento sancionador, basarse en la existencia de dolo o culpa y estar sujeta a un régimen de prescripción. En cambio, la revocación por incumplimiento de obligaciones esenciales del título administrativo no requiere estos elementos, sino únicamente un acto declarativo que constate el incumplimiento, tras el correspondiente trámite de audiencia que permita la defensa del titular⁶⁸.

Si se opta por la revocación por incumplimiento de requisitos, debe recordarse que la medida afecta a la entidad y se basa en su situación financiera u otros elementos objetivos, sin valorar la culpa o negligencia de sus administradores. No obstante, cuando el incumplimiento es grave y sistemático, la distinción entre condiciones de funcionamiento e infracción es compleja.

En estos casos, debería prevalecer la solución más beneficiosa para el ciudadano, es decir, la tramitación de un procedimiento sancionador con todas las garantías, sin perjuicio de que la revocación pueda adoptarse como medida cautelar, práctica que la CNMV ha seguido en ocasiones, según la jurisprudencia (STS de 5 de julio de 2001)⁶⁹.

⁶⁷ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 214.

⁶⁸ STS, de 28 de septiembre, de 2005 (RJ 2005, 6956).

⁶⁹ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 214.

Cuando el objetivo no es castigar, sino verificar el incumplimiento y el riesgo para el sistema, el procedimiento no es el sancionador sino el de revocación por incumplimiento, porque la prueba se centra en la existencia y calificación jurídica de los hechos, sin necesidad de demostrar culpa o negligencia, bastando con su constatación⁷⁰.

Por su parte, el artículo 140.1 d) LMVSI contempla la revocación de la autorización “si la empresa de servicios de inversión o la persona o entidad es declarada judicialmente en concurso”. En este caso, la revocación de la entidad viene determinada por el **proceso concursal**⁷¹.

La finalidad del legislador en esta causa de revocación es clara: preservar la integridad del sistema ante el riesgo que supone una entidad con insuficiencia de medios.

La jurisprudencia ha señalado que esta revocación procede tanto si la declaración de insolvencia es voluntaria como si es forzosa, sin necesidad de que concurra con otras causas. Así lo establece expresamente la SAN de 22 de octubre de 2012⁷².

Es indiferente que la declaración concursal sea voluntaria o necesaria⁷³. Cabe destacar que la LMVSI prevé que **la CNMV pueda solicitar directamente la declaración de concurso de una entidad** cuando, con base en la información de que dispone, concluya que esta se encuentra en estado de insolvencia, de acuerdo con lo establecido en el texto refundido de la Ley Concursal, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo (art. 141 LMVSI).

Asimismo, es preciso advertir que la revocación de la autorización puede derivar de otros procedimientos. En particular, cabe mencionar la **disolución de ESI** por las causas previstas en la Ley de Sociedades de Capital, en virtud del art. 140.1.g) LMVSI.

⁷⁰ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 215.

⁷¹ Galán López, C. (2016). “El procedimiento de resolución de entidades financieras”, *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes*. Tirant lo Blanch, p. 198.

⁷² “El concurso es una causa de revocación, sin que requiera que esta situación deba ir acompañada de otras para su concurrencia, es más, como establece el artículo 73, solo requiere en su procedimiento de la mera audiencia a la entidad interesada (...). El legislador ha interpretado que las implicaciones de la declaración judicial de concurso de acreedores son tan graves para una empresa de servicios de inversión que para su revocación va a estar a contra la audiencia la entidad interesada” (FJ 7º).

⁷³ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 216

En estos casos, la situación de la empresa no solo conlleva la revocación automática de su autorización para operar, sino que también faculta a la Administración para adoptar medidas de protección a los inversores. Estas pueden incluir el nombramiento de liquidadores, la intervención en las operaciones de liquidación (art. 158.1 LMVSI), la exigencia de garantías específicas o el traspaso de instrumentos financieros y efectivo de los clientes a otra entidad⁷⁴.

Por último, cabe la revocación de la autorización si una empresa de servicios de inversión o una persona física o jurídica considerada **empresa de asesoramiento financiero nacional deja de formar parte del fondo de garantía** de inversiones regulado en el Título VII, en virtud del artículo 140. 1. f) LMVSI.

Atendiendo al artículo 140. 1 e) LMVSI, la revocación no solo se contempla como medida definitiva en la LMVSI. Concretamente, el art. 158 1. b) establece con **carácter excepcional la revocación de la autorización como medida preventiva** “cuando existan razones fundadas y acreditadas de que la influencia ejercida por las personas que poseen una participación significativa en una empresa de servicios de inversión española o una persona jurídica que tenga la consideración de empresa de asesoramiento financiero nacional pueda resultar en detrimento de la gestión sana y prudente de la misma, dañando gravemente su situación financiera”.

No obstante, **la comunicación de participaciones significativas no es equivalente a una solicitud de autorización** a dicha adquisición. La administración posee potestad de veto sobre estas participaciones, no de autorización, en virtud del art. 153 LMVSI. Ello implica que, cuando la CNMV conoce la adquisición de una participación significativa y se ha cumplido el citado deber de comunicación, evaluará la idoneidad de la adquisición propuesta (art 154 LMVSI), previendo el legislador, cuando de tal evaluación resulte un juicio negativo, tanto la suspensión de los derechos vinculados a dicha participación (art. 158 y art. 156 a) LMVSI) como -de forma excepcional- la revocación de la autorización.

⁷⁴ Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, p. 217.

Asimismo, es esencial diferenciar esta medida provisional de la **suspensión de los efectos de la autorización administrativa**, contemplada con carácter total o parcial en el art. 140.4 LMVSI. Ejemplo de ello sería en caso de incumplimiento del deber de comunicación anteriormente expuesto, en virtud del art. 156 b) LMVSI.

Por otro lado, es frecuente que la CNMV, mientras tramita el procedimiento sancionador, establezca la suspensión **como medida cautelar** ante una infracción grave o muy grave (art. 140.5 a) LMVSI) y como consecuencia de una sanción (art. 140.5 e) LMVSI).

Finalmente, la suspensión podrá acordarse mientras se tramita el procedimiento de revocación cuando la entidad haya incumplido sobrevenidamente los requisitos para obtener la autorización o las normas de funcionamiento aplicables de forma grave y sistemática, cuando haya sido declarada en concurso, cuando deje de pertenecer al fondo de garantía de inversiones o cuando haya obtenido la autorización mediante declaraciones falsas o por medios irregulares, en virtud del art. 140.5 b) LMVSI.

En definitiva, la suspensión solo se aplicará si concurre alguna de las causas del art. 140.5 LMVSI y la medida resulta necesaria para garantizar la solvencia de la entidad o la protección de los inversores. Asimismo, su duración **no podrá exceder de un año, prorrogable por otro adicional**, salvo en caso de sanción (art. 140.6 LMVSI). Si la Administración suspende indebidamente los efectos de una autorización, puede derivarse la correspondiente **responsabilidad patrimonial**⁷⁵.

3.2.3 Potestad sancionadora de la CNMV

Exponer un análisis detallado de los supuestos de hecho sancionables recogidos en la LMVSI excede el alcance de este estudio. No obstante, resulta pertinente introducir brevemente algunas disposiciones clave en materia de protección del inversor antes de abordar el procedimiento sancionador de la CNMV.

⁷⁵ Laguna de Paz, J.C. (2006). *La autorización administrativa*. Civitas, p. 283.

Respecto de la **emisión de valores primarios**, no se requiere autorización administrativa previa (art. 34 de la LMVSI). No obstante, según el artículo 3 del Reglamento (UE) 2017/1129, su oferta al público o admisión a cotización en un mercado regulado exige la **publicación de un folleto**, en el que las entidades informan a la CNMV sobre la naturaleza y las implicaciones legales de los valores, salvo en los casos excepcionados por el artículo 35 de la LMVSI. La CNMV es responsable de su aprobación (art. 39 de la LMVSI) y, para reforzar la protección del inversor, ejerce su potestad normativa (art. 22.3 de la LMVSI) revisando y reestructurando la información aportada por los emisores, lo que le permite elaborar una **Guía para el Inversor** conforme al principio de transparencia.

Por su parte, el artículo 293.1 d) de la LMVSI, referido a las "infracciones por incumplimiento de la **obligación de información y protección al inversor**", subraya la importancia de la transparencia de las ESI, basándose en los principios de "actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, y de comunicar información imparcial, clara y no engañosa".

En este sentido, se considera infracción la falta de inscripción en los términos y plazos establecidos por el artículo 210 de la LMVSI, que obliga a las empresas de servicios de inversión y asesoramiento financiero a crear un registro con los acuerdos en los que se **detallan los derechos y obligaciones esenciales tanto de la empresa como del cliente, así como las condiciones** en las que se prestarán los servicios al cliente⁷⁶.

En materia de **protección del inversor frente al abuso de mercado**, el artículo 297 de la LMVSI, en concordancia con el Reglamento (UE) n.º 596/2014, tipifica como infracción el incumplimiento de varias disposiciones clave. Entre ellas, se incluye la prohibición de manipulación del mercado establecida en el artículo 15, el incumplimiento de las obligaciones sobre información privilegiada⁷⁷ recogidas en los artículos 14 y 17,

⁷⁶ El contenido de dichos acuerdos debe cumplir el art. 58 del Reglamento Delegado (UE) n.º 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016.

⁷⁷ Los emisores y participantes del mercado de derechos de emisión deben garantizar la transparencia y correcta divulgación de la información relevante para los inversores. Están obligados a comunicarla al público de forma rápida y accesible, sin fines comerciales, y a mantenerla publicada en su web durante al menos cinco años. Si la revelan a terceros en su actividad profesional, deben asegurarse de su difusión completa e inmediata, ya sea de forma simultánea si es intencional o sin demora si es accidental. Nadie podrá usar, divulgar o incitar al uso de información privilegiada en operaciones de mercado.

así como la falta de implementación de mecanismos, sistemas y procedimientos para prevenir, detectar y notificar órdenes u operaciones sospechosas de abuso de mercado, conforme al artículo 16.

El artículo 298 se refiere al Reglamento (UE) n.º 600/2014, cuyo objetivo es **garantizar la transparencia e integridad en los mercados** de instrumentos financieros. En este contexto, la omisión de la comunicación previa a la CNMV de los datos establecidos en los artículos 26 y 28 del Reglamento constituye una infracción. El artículo 26 obliga a las ESI a informar a las autoridades competentes sobre los detalles de las operaciones con instrumentos financieros, debiendo hacerlo lo más pronto posible, y a más tardar al final del día hábil siguiente a la operación.

Por su parte, el artículo 28 establece que los centros de negociación y otros operadores deben publicar anualmente información sobre la calidad de la ejecución de las operaciones. Asimismo, el artículo 298 tipifica infracciones en cuanto a los requisitos de acceso a centros de negociación, la compensación de derivados OTC, la transparencia pre y post negociación, y las obligaciones de información y almacenamiento de datos, entre otros.

Otra cuestión destacable son las **calificaciones crediticias emitidas por las agencias de rating**. En este ámbito, el artículo 296 LMVSI regula las infracciones referidas a dichas calificaciones conforme a lo establecido en esta ley y en el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009. En particular, sanciona la falta de transparencia y fiabilidad de sus informes, de acuerdo con el artículo 5 bis del citado Reglamento, así como el incumplimiento de la remisión a la CNMV de los datos y documentos exigidos en dicha normativa.

Por su parte, las **ventas en corto**⁷⁸ y las **coberturas por impago** también son aspectos especialmente sensibles en la regulación para la protección del inversor, motivo por el cual el artículo 288 LMVSI tipifica infracciones relacionadas con ambas prácticas.

⁷⁸ En las ventas en corto, un inversor pide prestadas acciones u otros valores para venderlos, anticipando que su precio caerá. Luego, recompra los activos a un precio más bajo para devolverlos al prestamista, obteniendo la diferencia como ganancia. Esta operación implica vender activos no poseídos, lo que conlleva un riesgo considerable si el precio sube en lugar de bajar.

En el caso de las ventas en corto, la normativa permite establecer su prohibición general, independientemente de su naturaleza. Un ejemplo de ello fue la medida adoptada por la CNMV el 12 de marzo de 2020, que prohibió estas operaciones sobre 69 sociedades cotizadas debido a la fuerte caída de los precios provocada por la crisis del COVID-19⁷⁹. En cuanto a las coberturas por impago, la restricción se puede limitar solo a posiciones sintéticas y no respaldadas, que son aquellas en las que un contratante carece de los activos sobre los que está negociando, por ejemplo, los *credit default swaps*⁸⁰.

Por último, la protección del inversor cobra especial relevancia en el ámbito de las **ofertas públicas de adquisición** (OPA). En este sentido, el artículo 301 LMVSI tipifica infracciones relacionadas con la obligación de notificación previa a la CNMV y al Registro Mercantil.

Dicho artículo sanciona tanto la falta de publicación o remisión a la CNMV de la información y documentación obligatoria en cualquier fase de la OPA, como el suministro de información engañosa, falsa o incompleta sobre la misma. Dentro de estos incumplimientos, resultan especialmente cruciales para el inversor las condiciones relativas al precio de la oferta.

Tras presentar los casos más relevantes en los que la normativa tipifica conductas que ponen en riesgo al inversor, se analizarán los **principios materiales que rigen el procedimiento administrativo sancionador** en el mercado de valores. De acuerdo con la doctrina de CANO CAMPOS, los principios generales aplicables a todo procedimiento administrativo incluyen la reserva de ley, la tipicidad y la legalidad, la prohibición de analogía, la irretroactividad, el non bis in ídem y la proporcionalidad⁸¹.

La **materia sancionadora** en el mercado de valores está **reservada a una norma con rango de Ley**, lo que garantiza el respaldo de las Cortes para determinar el castigo al infractor.

⁷⁹ Comunicación oficial CNMV. (2020). “La CNMV prohíbe temporalmente las ventas en corto sobre acciones de 69 sociedades cotizadas” <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7B031a482c-b537-469d-8c45-b131829d3647%7D>

⁸⁰ García Fernández, C. (2024), *Derecho sancionador de la Comisión Nacional del Mercado de Valores* (TFG, Universidad de Oviedo), p. 13.

⁸¹ Cano Campos, T. (2018). *Claves Prácticas de Derecho Administrativo: Sanciones Administrativas*, Francis Lefebvre, pp. 39-70.

En este sentido, la legislación bursátil ha sido objeto de polémica por el **uso excesivo de normas sancionadoras en blanco**, cuyo desarrollo es más exhaustivo en disposiciones reglamentarias.

En virtud de los principios de tipicidad y legalidad, **solo se consideran antijurídicas aquellas conductas que la ley prevea como tales**. Sin embargo, este requisito enfrenta desafíos debido a la vaguedad de la norma, reflejada en el uso frecuente de conceptos jurídicos indeterminados, y a la complejidad técnica de las operaciones financieras. Sin duda, dotar de mayor rigor al Derecho sancionador sigue siendo una asignatura pendiente para el legislador.

La **prohibición de analogía**, recogida en el artículo 27.5 de la LRJSP, constituye un pilar del Derecho sancionador. Como se desprende del Título IX de la LMVSI, el régimen de supervisión, inspección y sanción debe interpretarse de manera hermenéutico-restrictiva, lo que implica que la CNMV debe aplicar las normas sancionadoras con arreglo al sentido estricto de la ley, sin recurrir a interpretaciones extensivas que perjudiquen al administrado (analogía *in malam partem*), si bien se admite la analogía cuando resulte favorable para este.

También la **irretroactividad** es una idea central en la legislación sancionadora aplicable al mercado de valores. Conforme al artículo 9.3 de la Constitución Española, las normas sancionadoras no pueden aplicarse retroactivamente en perjuicio de los administrados, lo que en principio supondría una ventaja frente al *Ius puniendi* del Estado para los agentes financieros, ya que sus actuaciones no puedan ser castigadas con base en normas posteriores a la comisión de los hechos.

La eficacia de la legislación sancionadora en el ámbito de los mercados de valores se ve afectada por la dilación con la que se aprueban las normas respecto de los hechos que buscan regular. A diferencia de otras ramas del Derecho, el legislador en materia de mercados de valores no destaca por su capacidad de anticipación. La complejidad de los cambios y su constante evolución implica que las reformas normativas tiendan a ser reactivas, surgiendo incluso tras disfunciones graves en el sistema financiero.

Este enfoque limita la efectividad preventiva de la normativa. Eventos financieros inesperados y de gran impacto, como la crisis de 2008 o el caso de Bankia en 2012, son ejemplos claros de esta problemática y del riesgo que supone para la estabilidad del sistema.

El principio de *non bis in idem* implica la **prohibición de castigar más de una vez por unos mismos hechos** en los que se aprecie **identidad de sujeto, hecho y fundamento** (art. 31 LRJSP).

Finalmente, el **principio de proporcionalidad**, que según el artículo 29 de la LRJSP debe aplicarse tanto en la definición legal de las sanciones como en su imposición en cada caso concreto, presenta un carácter más ambiguo.

En el ámbito de la LMVSI, la proporcionalidad de ciertas sanciones administrativas resulta cuestionable, lo que plantea dudas sobre si este principio se aplica con el rigor necesario o si debería interpretarse de manera más estricta para evitar sanciones desmesuradas. No en vano, el análisis jurídico-constitucional de la norma sancionadora desde la perspectiva del principio de proporcionalidad suele limitarse a la simple prohibición del “patente derroche inútil de coacción⁸²” al que con frecuencia alude el Tribunal⁸³.

Ejemplos que ilustran este problema incluyen la imposición de una sanción del 500% del beneficio obtenido por la infracción (art. 312 de la LMVSI), multas de 30 millones de euros (art. 318 de la LMVSI) o incluso sanciones aún más gravosas, como el 5% del importe neto de la cifra de negocios (art. 312 de la LMVSI).

⁸² STC 13/2021, de 28 de enero, relativa a la Ley Orgánica 4/2015, de 30 de marzo, de protección de la seguridad ciudadana (FJ 5).

⁸³ Lascuraín Sánchez, J. A. (1998). “La proporcionalidad de la norma penal”. *Cuadernos de Derecho Público*, 5, p.176

En cuanto a la aplicación del procedimiento administrativo sancionador en el ámbito de la CNMV, el artículo 269 LMVSI establece que se aplicarán la LPAC, la LRJSP, las especialidades de la Ley 10/2014⁸⁴, el Real Decreto 2119/1993 para los sujetos del mercado financiero y las disposiciones contenidas en la propia LMVSI.

En virtud del artículo 270 de la LMVSI, **la CNMV es responsable de la incoación e instrucción de los expedientes**, debiendo notificarlo a las autoridades competentes de otros Estados miembros de la UE cuando las investigaciones afecten a empresas de servicios de inversión. Asimismo, la CNMV **impondrá sanciones de acuerdo con la gravedad de la infracción**, informando al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital sobre las sanciones muy graves y las resoluciones adoptadas.

En caso de infracciones graves o muy graves de entidades de crédito, es necesario contar con un informe del Banco de España. El plazo para resolver y notificar las resoluciones es de **un año**, con posibilidad de extensión. Asimismo, cuando la competencia corresponda a las Comunidades Autónomas, se designarán los órganos competentes conforme a su normativa interna.

El artículo 271 LMVSI establece que **la potestad sancionadora es independiente de los procesos penales**: si se está tramitando un proceso penal por los mismos hechos, el procedimiento administrativo sancionador se suspenderá hasta que haya un fallo judicial firme y, al reanudarse el procedimiento administrativo, la resolución deberá respetar lo que se haya dictado judicialmente. No se puede imponer una sanción administrativa si ya ha habido una sanción penal por los mismos hechos y, si durante el proceso administrativo surgen hechos que puedan ser delito, se informará a los tribunales o al Ministerio Fiscal.

Durante un expediente sancionador, se pueden adoptar medidas provisionales para asegurar la eficacia de la resolución, garantizar el buen fin del procedimiento, evitar los efectos de la infracción y proteger los intereses generales, manteniéndose mientras persista la causa que las originó (art. 272 LMVSI).

⁸⁴ Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Por su parte, el artículo 273 LMVSI permite que el Ministerio de Asuntos Económicos, con informe de la CNMV, **condone o aplaze las multas** a empresas si han cambiado de accionistas, están en concurso o existen circunstancias excepcionales que hagan injusta la sanción. Sin embargo, esta regla no se aplica a los responsables de la infracción ni si la sanción puede ser asumida tras una venta de acciones o resolverse la situación concursal.

Los **criterios para determinar las sanciones aplicables** en caso de infracciones se recogen en el artículo 392 de la LMVSI: la gravedad del daño causado, la responsabilidad del infractor, su solidez financiera, las pérdidas sufridas por terceros, las ganancias obtenidas ilícitamente y la colaboración con la CNMV en la investigación. En el caso de administradores o directivos, se valorará su grado de responsabilidad y antecedentes en la materia.

Por su parte, el artículo 331 LMVSI prevé que, en caso de **infracciones leves**, la CNMV podrá emitir un **requerimiento previo al expediente sancionador**. En este, se otorgará un plazo de 30 días al infractor para corregir la conducta, indemnizar a los inversores afectados si los hubiera y justificar el cumplimiento de estas obligaciones.

El artículo 332 LMVSI establece la obligación de la CNMV de proporcionar anualmente a la AEVM información sobre las infracciones cometidas, las sanciones impuestas y otras medidas administrativas, salvo aquellas de carácter investigativo.

Asimismo, se notificarán a la AEVM y la Autoridad Bancaria Europea (ABE) las sanciones impuestas a entidades financieras, incluyendo los recursos interpuestos y su resultado.

La **CNMV publica en su web oficial las sanciones impuestas**, incluyendo la naturaleza de la infracción, las sanciones aplicadas y la identidad de los responsables. No obstante, cuando la publicación pueda causar un daño desproporcionado, afectar la estabilidad del mercado o comprometer una investigación en curso, se podrá retrasar, anonimizar u omitir la publicación (art. 334 LMVSI). Además, cualquier recurso judicial interpuesto será también publicado junto con su resolución final.

Por su parte, el artículo 336 LMVSI regula la posibilidad de **publicar los acuerdos de inicio de procedimientos sancionadores**. Para ello, la CNMV deberá **evaluar el equilibrio** entre la transparencia del mercado y la protección de los inversores frente al posible perjuicio que pueda generar la divulgación de información sobre los infractores. Las **sanciones por infracciones muy graves y graves se publican en el BOE** una vez sean firmes en vía administrativa (art. 335 de la LMVSI).

4. CONCLUSIONES

MiFID I surge como respuesta a la necesidad de un marco normativo común en la UE que garantice mercados financieros más integrados, competitivos y transparentes. Se observan dos retos a los que hacer frente: por un lado, **fortalecer la protección** del inversor minorista, y, por otro, **fomentar la competencia** eliminando las barreras normativas que favorecían la concentración en mercados regulados.

En ese sentido, el principio subyacente de MiFID I a priori es positivo. Sin embargo, puede intuirse una **contradicción inherente** sobre la que se debe reflexionar: ¿realmente la regulación asegura la protección de todos los inversores, o existe el riesgo de que, en su afán por proteger, se ahogue la libertad de mercado y la innovación financiera?

El mercado de valores, por su naturaleza, debe operar con ciertos niveles de **incertidumbre** y riesgo, ya que son estas características las que permiten la rentabilidad. Sin embargo, la regulación excesiva puede hacer que los inversores se conviertan en víctimas de su propia protección, pues puede llevar a una estandarización excesiva de los productos financieros que limite la variedad y, en última instancia, la rentabilidad. Por eso, la CNMV como autoridad supervisora tiene un **desafío** complicado: **equilibrar la regulación** con la necesidad de **no sofocar el mercado**.

Si bien la intervención pública es fundamental para evitar abusos y fraudes, se debe tener cuidado de no caer en un modelo de **sobrerregulación** que desincentive la inversión o genere barreras de entrada para nuevos actores, por ejemplo: fintechs, neobancos, plataformas de crowdfunding y crowdlending, así como el ecosistema de activos digitales y criptomonedas que se ha desarrollado en los últimos años.

Desde una perspectiva crítica, MiFID I no solo armoniza la regulación de los mercados financieros, sino que también **redefine el concepto de inversor y su grado de protección**. La distinción entre clientes evidencia la complejidad de un marco normativo que busca equilibrar la libertad de mercado con la tutela del inversor. Asimismo, MiFID I estableció principios fundamentales como la transparencia pre y post-negociación, la clasificación de clientes según su conocimiento financiero y la obligación de evaluar la idoneidad y conveniencia de los productos ofrecidos.

No obstante, la realidad demuestra una **tensión constante entre regulación y mercado**, en la que la protección del inversor se refuerza mayoritariamente a medida que se identifican nuevos fallos y retos en el sistema financiero. En este sentido, la crisis de 2007 reveló las **insuficiencias** de MiFID I, dando paso a MiFID II y MiFIR, que han endurecido las exigencias de transparencia y supervisión y han ampliado el ámbito de aplicación a más instrumentos financieros.

Se ha observado que MiFID II introduce controles más estrictos sobre los productos financieros y obliga a identificar un "mercado destinatario" antes de su comercialización, exigiendo una **evaluación más exhaustiva del perfil de riesgo** del cliente. Asimismo, **restringe incentivos** y comisiones para evitar conflictos de interés, promoviendo la independencia en el asesoramiento financiero.

En esta línea, cabe formular la pregunta de si la clasificación de los clientes es realmente equitativa al determinar el nivel de protección que reciben los inversores. Sin duda, tiene sentido en términos de proteger al menos experimentado, pero la definición de los conceptos de cliente "profesional" y "minorista" pueden ser ambiguas y, en ocasiones, favorecer a aquellos que ya tienen la capacidad y los recursos para navegar el complejo entorno financiero. Por ejemplo, existe el riesgo de que clientes con conocimientos financieros limitados puedan **ser reclasificados** si cumplen los umbrales cuantitativos, sin comprender plenamente las consecuencias de renunciar a la mayor protección. Asimismo, inversores clasificados como profesionales podrían solicitar ser tratados como minoristas para beneficiarse de una mayor protección regulatoria y también intentar alegar que no comprendían completamente los riesgos de ciertos productos financieros para evitar asumir responsabilidades.

Asimismo, se ha evidenciado que la complejidad normativa, si no se comprende en su totalidad, puede limitar la libertad de elección de los inversores, reduciendo sus posibilidades de aprovechar las ventajas de un mercado competitivo. Por tanto, sigue siendo fundamental el **esfuerzo de la CNMV por sistematizar y clarificar la normativa**, para evitar que una redacción excesivamente densa y técnica dificulte su accesibilidad.

En esta investigación también se ha advertido que la CNMV es un organismo independiente, no obstante, **su grado de autonomía real es cuestionable**. Su dirección es designada por el Gobierno, lo que inevitablemente genera dudas sobre su imparcialidad, especialmente en casos donde la supervisión de empresas con peso político es clave. Para garantizar su independencia real, sería clave revisar su sistema de nombramientos.

Por otra parte, se ha observado que la CNMV posee un **amplio espectro de competencias que le permiten intervenir** de manera exhaustiva en el mercado de valores. Destaca la amplitud de los sujetos bajo su supervisión, que abarca desde emisores de valores hasta sociedades gestoras de inversión, y demuestra la necesidad de garantizar la transparencia y la integridad en todos los niveles del mercado de valores.

En este sentido, la complejidad del marco normativo plantea la pregunta de si la CNMV tiene los recursos suficientes para supervisar eficazmente a todos los actores involucrados, especialmente cuando los mercados son cada vez más globales y dinámicos. En este entorno tan diverso, **la supervisión efectiva requiere una especialización constante**, lo que sin duda es un desafío para una autoridad reguladora que debe abarcar una gran variedad de sectores con sus respectivas normativas.

En cuanto al **control de acceso al mercado**, se ha constatado que el régimen de autorización administrativa de las actividades es una **medida preventiva** que asegura que solo los actores que cumplen con ciertos estándares puedan operar en este sector. Sin embargo, uno de los puntos críticos es la existencia de **conceptos jurídicos indeterminados** en la normativa, como el de "idoneidad".

Aunque estos conceptos son necesarios para proporcionar flexibilidad en la interpretación y aplicación de la normativa, también pueden generar inseguridad jurídica, dado el entorno volátil y de incertidumbre que existe en estos mercados.

Asimismo, se ha observado que **la revocación de una autorización impacta directamente tanto en la estabilidad del sistema financiero como en la protección de los inversores**, lo que subraya su importancia en la regulación del mercado de valores. A pesar de ello, la manera en que se regulan y aplican los procedimientos de revocación y sus límites es algo que merece una atención cuidadosa.

Por otra parte, se ha evidenciado que **la distinción entre revocación como consecuencia de incumplimiento de requisitos y revocación como sanción administrativa es clave**, ya que tiene implicaciones directas sobre los derechos de los involucrados. La revocación no necesariamente debe tener un carácter sancionador, sino más bien correctivo, lo que es comprensible si se considera la necesidad de mantener la estabilidad del mercado y la confianza de los inversores. En este sentido, se ha observado que el principio de oportunidad es fundamental.

No obstante, **algunas revocaciones a veces se perciben como una sanción**, lo cual genera tensiones entre las entidades reguladas, la administración y los inversores, ya que puede no estar del todo claro en qué circunstancias una revocación es preventivamente adecuada y cuándo se convierte en una medida punitiva.

En relación con las medidas cautelares, cabe destacar que la suspensión provisional de la autorización mientras se tramita la revocación es una herramienta útil para mitigar riesgos inmediatos, pero su duración prolongada puede afectar a la solvencia de las entidades.

Por último, la **potestad sancionadora** de la CNMV se presenta como un **instrumento clave para garantizar la transparencia y la integridad** de los mercados de valores. Sin embargo, existen varios aspectos que merecen un análisis crítico. Un problema evidente, por ejemplo, es la **dilación** en la aprobación de normas y su carácter **reactivo**, lo que limita la efectividad de cara a la protección del inversor.

El **principio de proporcionalidad es particularmente relevante** debido a la facultad de la CNMV de imponer sanciones muy elevadas, que pueden llegar a alcanzar el 400% de los beneficios obtenidos de una infracción o hasta 30 millones de euros en multas. Este tipo de sanciones plantea dudas sobre si la normativa está realmente orientada a evitar conductas ilícitas o si se corre el riesgo de que el castigo sea desmesurado en relación con el daño causado.

Otro aspecto fundamental es la **transparencia en la publicación de las sanciones** impuestas. Como se ha expuesto, la LMVSI establece que la CNMV puede retrasar o anonimizar la publicación cuando pueda causar un perjuicio desproporcionado.

Si bien este enfoque pretende **proteger la estabilidad del mercado y no comprometer investigaciones en curso**, también podría dar lugar a situaciones en las que la información relevante no sea difundida con la suficiente claridad, lo que limita la capacidad del mercado para ajustarse rápidamente a las conductas inapropiadas. Es decir, la protección de los intereses del inversor podría verse comprometida si la CNMV opta por ocultar información clave que podría servir para prevenir futuros fraudes o abusos.

Con todo, el análisis de la potestad sancionadora de la CNMV revela una regulación robusta y extensa, diseñada para proteger a los inversores y garantizar la transparencia del mercado. Sin embargo, la **complejidad normativa**, la **falta de anticipación** en la elaboración de leyes y la posible **desproporcionalidad** de las sanciones son puntos débiles que podrían socavar la efectividad del sistema. A medida que los mercados de valores continúan evolucionando, la legislación debe adaptarse rápidamente a nuevas realidades, promoviendo un **equilibrio entre la regulación estricta y la flexibilidad** en la interpretación de la ley para mantener la confianza de los inversores.

BIBLIOGRAFÍA

1) Normativa

Normativa europea

- Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DOCE de 11 de junio de 1993).

- Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995, por la que se modifican las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito, las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida, las Directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión y la Directiva 85/611/CEE, sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) con objeto de reforzar la supervisión prudencial (DOCE de 18 de julio de 1995).

- Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DOUE de 30 de abril de 2004).

- Reglamento (CE) 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia (BOE de 17 de noviembre de 2009).

- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (BOE de 12 de junio de 2014).

- Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión (BOE de 12 de junio de 2014).
- Reglamento (UE) 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) no 648/2012 (BOE de 12 de junio de 2014).
- Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (BOE de 30 de junio de 2017).

Normativa española

- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (BOE de 18 de marzo de 2023).
- Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación (BOE de 14 de abril de 1998).
- Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias (BOE de 30 de noviembre de 2007).
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 29 de julio de 1988).
- Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 17 de noviembre de 1998).
- Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre de 2002).

- Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 20 de diciembre de 2007).
- Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (BOE de 19 de junio de 2015).
- Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión (BOE de 9 de noviembre de 2023).
- Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (BOE de 16 de febrero de 2008).
- Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado (BOE de 9 de noviembre de 2023).
- Real Decreto 815/2023, de 8 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, en relación con los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cooperación con otras autoridades y la supervisión de empresas de servicios de inversión (BOE de 9 de noviembre de 2023).
- Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas (BOE de 2 de octubre de 2015).
- Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público (BOE de 2 de octubre de 2015).

- Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014 (BOE de 9 de noviembre de 2017).
- Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (BOE de 27 de junio de 2014).
- Real Decreto 2119/1993, de 3 diciembre, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros (BOE de 23 de diciembre de 1993).
- Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados (BOE de 16 de octubre de 2010).
- Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y 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 de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores (BOE de 28 de diciembre de 2018).
- 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 (BOE de 29 de septiembre de 2018).

- 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 valores (BOE de 30 de diciembre de 2017).

2) Jurisprudencia

- Sentencia del Tribunal Supremo núm. 695/2005, de 28 de septiembre de 2005.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de julio de 2001, REC 264/99.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 26 de marzo de 1998, RJ 1998, 3316.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de junio de 1988, RJ 1988, 4594.
- Sentencia del Tribunal Constitucional núm. 132/2001, de 8 de junio de 2001.
- Sentencia del Tribunal Constitucional núm. 13/2021, de 28 de enero de 2021 (FJ 5º).
- Sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de octubre de 2012, REC 741/2010 (FJ 4º, FJ7º).

3) Recursos de internet

- Comunicación oficial CNMV. (2020). “La CNMV prohíbe temporalmente las ventas en corto sobre acciones de 69 sociedades cotizadas”
<https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7B031a482c-b537-469d-8c45-b131829d3647%7D>

4) Obras doctrinales

- Belando Garín, B., & Andrés Segovia, B. (2017). *La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor*. Aranzadi, pp. 76-206.
- Blanco Sánchez, M. J. (2021). *El deber de información en la contratación de instrumentos financieros en los mercados: Especial referencia a los productos derivados*. Thomson Reuters Aranzadi, p. 186.
- Cano Campos, T. (2018). *Claves Prácticas de Derecho Administrativo: Sanciones Administrativas*, Francis Lefebvre, pp. 39-70.
- García de Enterría, E., & Fernández Rodríguez, T. R. (2015). *Curso de Derecho administrativo*, Tomo II, Civitas, p. 144.

- Galán López, C. (2016). “El procedimiento de resolución de entidades financieras”, *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes*. Tirant lo Blanch, p. 198.
- Laguna de Paz, J.C. (2006). *La autorización administrativa*, Civitas, pp. 283, 284, 329.
- Laguna de Paz, J. C. (2019). *Derecho administrativo económico*. Aranzadi, pp. 73-76, 318, 331.
- Linde Paniagua, E. (2007). *Parte especial del Derecho Administrativo, La intervención de la Administración en la sociedad*, Colex, p. 284.
- Muñoz Machado, S. (2011). *Tratado de derecho administrativo y derecho público general* (Vol. IV). Iustel, p. 500.
- Santamaría Pastor, J. (2016). *Principios de Derecho Administrativo*, Iustel, p. 310.
- Segura, J. (2008). “Introducción y Conferencia Inaugural”. En *Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación. Libro conmemorativo del XX aniversario de la CNMV*, p. 8.

5) Fuentes complementarias

- Díez Blanco, M. (2024). *Deberes de información y transparencia en las entidades financieras: Especial referencia a la contratación de fondos de inversión* (TFG, Universidad de Valladolid), p. 21.
- García Fernández, C. (2024), *Derecho sancionador de la Comisión Nacional del Mercado de Valores* (TFG, Universidad de Oviedo), pp. 13-20.
- Posado, S. C. (2022). *Usura y abusividad de los contratos de crédito: tarjetas revolving* (TFG, Universidad de Valladolid).
<https://uvadoc.uva.es/handle/10324/57534>

6) Revistas

- Ariño Ortiz, G., & Sala Arquer, J. M. (1987). *La bolsa española. Marco institucional*. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, p. 24.
- García Pedroviejo, J., & Hernández, E. (2023). "La nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión: Las empresas de asesoramiento financiero nacionales" (Nota jurídica). Pérez-Llorca.
- García Santos, M. N. (2007). MiFID: Un nuevo marco de competencia para los mercados de valores. *Revista del Banco de España*. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23071>, p. 43.
- Laguna de Paz, J. C. (2018). Supervisión administrativa del mercado de valores. *Revista Española de Derecho Administrativo*, núm. 189.
- Lascuráin Sánchez, J. A. (1998). "La proporcionalidad de la norma penal". *Cuadernos de Derecho Público*, 5, p. 176
- Pulido Begines, J.L. (2013). "El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MIFID", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 130, Ed. digital.
- Rodríguez Herrer, M. E. (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. XVIII, n. 52, p. 15.
- Sala Arquer, J. M. (1984). "El Estado neutral: contribución al estudio de las Administraciones independientes", *Revista Española de Derecho Administrativo*, n. 42, p. 401
- Zunzunegui, F. (2006). "Hacia un estatuto del inversor", *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, p. 3.