

Abusos de mercado y especulación en los albores de la bolsa en España y respuesta del legislador (1831-1856)*

Luis Antonio Velasco San Pedro
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad de Valladolid

SUMARIO:

I. INTRODUCCIÓN. II. LOS ORÍGENES DE LA BOLSA EN ESPAÑA. III. ABUSOS DE MERCADO Y ESPECULACIÓN. 1. El auge de las operaciones bursátiles a plazo. 2. El tráfico con proyectos y acciones virtuales. 3. La autocartera *avant la lettre*. 4. Información es poder. IV. LA RESPUESTA DEL LEGISLADOR. 1. El peso de la opinión pública. 2. La prohibición de las operaciones bursátiles a plazo. 3. El endurecimiento de la legislación societaria: prohibición de la emisión de acciones antes de la constitución y exigencia de desembolso mínimo. 4. La prohibición de la pignoración de acciones propias en bancos y sociedades anónimas de crédito. V. ALGUNAS LECCIONES PARA EL PRESENTE. VI. BIBLIOGRAFÍA

I. INTRODUCCIÓN

En la actualidad, la prevención y sanción de los *abusos de mercado* es un tema central en la regulación de los mercados de valores, como medio para asegurar una correcta formación de los precios y la integridad en sus transacciones¹. No se trata, sin embargo, de una problemática moderna ya que estos abusos –el *agiotaje* en su expresión clásica–, de una forma u otra (aquí la inventiva humana no cesa), han sido inherentes al funcionamiento de estos mercados desde los orígenes de las bolsas en la Edad Moderna, incrementando el componente de riesgo que siempre les ha caracterizado, pues, dentro de lo que se puede contratar, no hay casi nada tan volátil e inaprehensible como los valores y demás instrumentos financieros que allí se negocian. Una obra tan temprana como la de José de la Vega, *Confusión de confusiones*, publicada a finales del siglo XVII, cuando estos mercados habían adquirido cierta madurez en algunos países –como era el caso de los Países Bajos, donde se editó–, ya

* Trabajo destinado al *Libro en homenaje al Profesor Ángel Rojo*.

¹ La principal norma en la materia, aplicable en España a día de hoy, es el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado, en cuya exposición de motivos (considerando 2) se señala:

“Un mercado financiero integrado, eficiente y transparente requiere la integridad del mercado. El buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza. El abuso de mercado daña la integridad de los mercados financieros y la confianza del público en los valores y los instrumentos derivados”.

lo advertía cuando se refería, en forma de diálogos, a los *juegos y enredos del negocio de las acciones* en la bolsa de aquellos tiempos².

Pero habrá que esperar hasta la *Gran Depresión* de los años 30 del siglo XX que, si bien fue una crisis económica que se generó en la economía real, tuvo su primera manifestación en la bolsa neoyorquina (el *Crac de 1929*)³, para que hubiera una respuesta legal que trataba de ser completa y sistemática contra estos abusos, en particular respecto al uso de información privilegiada (*insider trading*) –clave de bóveda de toda la arquitectura jurídica en la materia–. Serán pioneros los Estados Unidos con la promulgación de la *Securities Act* y la *Securities and Exchange Act* de 1933 y 1934, respectivamente, que acabarán teniendo una gran influencia en la posterior regulación de los mercados de valores en los demás países (en España habrá que esperar hasta la Ley del mercado de valores de 1988); regulación que no ha dejado de evolucionar hasta nuestros días y que, lamentablemente, no ha sido capaz de evitar todos los abusos, como lo pone de relieve la gran crisis económica de 2007-2008, en la que tuvieron un papel capital determinados instrumentos financieros *tóxicos*, como ciertos derivados y la titulación de hipotecas *subprime*⁴.

Con todo, anteriormente ya se tenía conciencia sobre alguno de estos abusos de mercado o prácticas de agiotaje. Prueba de ello es que no faltan ejemplos de reformas legales puntuales en diversos países tratando de atajarlos, bien de la legislación bursátil, bien de la societaria o de ambas. Precisamente en este trabajo me voy a referir a prácticas especulativas que se produjeron en los albores de nuestra bolsa en el siglo XIX, dentro y fuera de ella, y que estuvieron implicadas o concernidas por la crisis económica de 1847, y a cómo se trató de reaccionar legislativamente contra ellas, partiendo de una previa y total ausencia de normativa específica sobre la materia. Para ello, tras examinar los orígenes de la bolsa en España y su primera regulación (II), expondré cómo se desarrollaron estas conductas abusivas –que, básicamente, se articularon en torno a tres mecanismos: las operaciones a plazo (III, 1), el tráfico sobre acciones de sociedades no constituidas (III, 2) y las pignoraciones de acciones propias bancarias (III, 3)–, y qué medidas jurídicas se adoptaron en aquel momento y épocas inmediatamente posteriores para conjurarlas –prohibición de las operaciones a plazo sobre efectos públicos (IV, 1), prohibición de la emisión de acciones antes de la constitución y exigencia de desembolso mínimo (IV, 2), y prohibición de la pignoración de acciones propias, absoluta para bancos y

² J. DE LA VEGA, *Confusión de confusiones. Dialogos curiosos entre un Philosopho agudo, un Mercader discreto, y un Accionista erudito, Describiendo el negocio de las Acciones, su origen, su ethimologia, su realidad, su juego, y su enredo*, Ámsterdam 1688 [reeditada en castellano con ortografía moderna por Imprenta Borrella, Alicante 2008].

³ Como señala J. K. GALBRAITH, *El crac del 29*, trad. española [Ariel], Barcelona 1976, págs. 135 y s., en referencia a esta crisis y al hundimiento de la bolsa que fue su primera evidencia clara:

“[E]l mercado de valores no es otra cosa que un espejo en el cual se representa –quizás con algo de retraso, como en nuestro caso– una imagen de la subyacente o fundamental y básica situación económica. Y si el sistema económico es causa, el mercado de valores es efecto, y nunca al revés. En 1929 el sistema económico se vio aquejado de serios trastornos, y estos marcaron la dirección de aquél. En su momento estos trastornos se reflejaron violentamente en Wall Street”.

⁴ A. CALVO, “La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch”, en *Revista de Economía Mundial*, núm. 18, 2008, págs. 195 y ss.

relativa para sociedades anónimas de crédito (IV, 3)–. Se cerrará con algunas conclusiones sobre las lecciones que se pueden extraer de aquella época, haciendo honor a la máxima ciceroniana de la historia como maestra de la vida.

II. LOS ORÍGENES DE LA BOLSA EN ESPAÑA

La *Bolsa de Madrid*, creada en 1831, suele considerarse como la primera que existió en España⁵, aunque resaltando que, con anterioridad y desde la Edad Media, ya existían mercados en parte análogos como las lonjas y las casas de contratación⁶.

Hay que matizar este planteamiento. Es cierto que esta bolsa es la única que ha tenido continuidad hasta la actualidad –la *Bolsa de Madrid* todavía existe⁷–, pero no es exacto que fuera la primera en España, ya que hubo al menos otros dos intentos previos⁸. El primero fue la “especie de bolsa o de bolsín” que, reinando Carlos III, se estableció por la Real Cédula de 2 de junio de 1782 que fundó el *Banco de San Carlos*, en cuya regla XXVI se disponía que en este banco

“[S]e podrá elegir sitio sin interrupción de las operaciones interiores del banco, en que puedan concurrir los comerciantes y los corredores desde las once de la mañana, para tratar de sus negociaciones de letras, acciones y demás; porque la publicidad de estas operaciones es el mayor medio de evitar las usuras y monopolios ocultos que emplea la codicia”⁹.

El segundo, más ambicioso, fue la creación de una ya calificada como “bolsa de comercio” en Madrid durante la invasión napoleónica por el rey José Bonaparte; lo que cohonestaba con el programa liberal de su gobierno y su deseo de replicar previas experiencias francesas, en este caso la Bolsa de

⁵ *Ad. ex.*, J. GARRIGUES, *Curso de Derecho Mercantil*, II, 7ª ed. revisada con la colaboración de A. BERCOVITZ [Imprenta Aguirre], Madrid 1976, pág. 58.

⁶ La analogía es que en esos lugares –de los que se conservan todavía bellos edificios en territorios de la antigua Corona de Aragón (Barcelona, Palma, Valencia, Zaragoza)– se reunían los mercaderes o comerciantes para hacer negocios, aunque distaban de lo que fue luego característico de las ulteriores bolsas, como mercados creados y supervisados por la autoridad pública, con monopolio de actuación de agentes mediadores y especializados en valores públicos y privados. Sobre estos antecedentes, véase J. A. TORRENTE, *Historia de la Bolsa de Madrid* [Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid], Madrid 1974, I, págs. 13 y ss.

⁷ Las modernas *bolsas de valores*, entre ellas la de Madrid, son solo en estos momentos una de las modalidades de *mercados regulados* de valores e instrumentos financieros que, a su vez, son una clase de los llamados *centros de negociación*: véanse el artículo 42 y la Disposición Adicional 8ª de la reciente Ley de los mercados de valores y los servicios de inversión de 17 de marzo de 2023

⁸ Se cita incluso un tercero y más antiguo que se remontaría al reinado de Felipe IV y su Premática de 1632, en referencia a su intento de crear un consulado en Madrid, y del que se ha deducido la de una casa de contratación, que sin embargo no se infiere de su contenido, como ha observado después de estudiarla J. A. TORRENTE, *Historia, cit.*, I, págs. 39 y ss.

⁹ *Apud* J. A. TORRENTE, *Historia, cit.*, I, pág. 98, quien emplea la expresión entrecomillada del texto (las citas textuales se hacen con ortografía moderna). Hubo un intenso tráfico especulativo sobre vales reales, emitidos por vez primera por la Real Cédula de 20 de septiembre de 1780, pero al parecer fuera de este espacio (*ibíd.*, págs. 82 y ss.). Sobre los orígenes y la procelosa historia de este Banco, véase C. PETIT, *Historia del Derecho Mercantil* [Marcial Pons], Madrid 2016, págs. 227 y ss.

París¹⁰. Se hizo mediante un Real Decreto de 14 de octubre de 1809¹¹, donde se justificaba en el preámbulo por la importancia de las bolsas

“[P]ara la prosperidad del comercio (...) por los medios con que facilitan la reunión de las luces, la mayor actividad de las operaciones, la constante manutención de la buena fe y el exterminio de las negociaciones clandestinas, reprobadas por las leyes y perjudiciales al interés de la causa pública y crédito nacional”.

Obsérvese la insistencia en la finalidad de la bolsa de dar publicidad a los negocios evitando la “clandestinidad”, también señalada en la iniciativa anterior. Lo que venía a resaltar, aunque de forma intuitiva y sin articular, los peligros hoy bien conocidos asociados a la falta de transparencia, las asimetrías en la información y el tráfico con información privilegiada en los mercados de valores que, como ya se ha dicho, es la pieza fundamental de la actual regulación de los abusos de mercado.

En este Real Decreto se contenía una primera e incipiente regulación de la bolsa, en la que destacaba su gobierno por un síndico y cuatro adjuntos “todos electos con nuestra real aprobación entre los comerciantes y banqueros de opinión y crédito más recomendado” (artículo II); el establecimiento de un sistema público de negociación con fijación de cambios al final de cada día que se publicarían (artículo VII) y la reserva a los “corredores numerarios de cambios”, con el carácter de fedatarios (artículo VI), de la autorización para “intervenir exclusivamente en todas las negociaciones de papel, ventas de especies metálicas, y demás mercaderías, efectos públicos y de comercio” (artículo XII), estableciéndose además una *prohibición de autoentrada* de estos corredores (artículo XI)¹².

La regulación se completó con un Reglamento aprobado por Real Decreto de 20 de julio de 1810¹³, que desarrolló de manera más pormenorizada el régimen de gobierno y funcionamiento de la bolsa y de su sistema de negociación [curiosamente se prohibía anunciar “en alta voz el precio de efecto alguno o hacer señal que contribuya a que baje o suba dicho precio” (artículo XI) –lo que luego fue la característica de la *contratación por corros*, que se ha mantenido hasta el llamado *mercado continuo*–], y el estatuto profesional de los corredores (derechos y obligaciones, incompatibilidades y régimen disciplinario), matizando, no obstante, que los comerciantes podrían actuar por sí mismos en la bolsa siempre que lo hicieran por cuenta propia (artículo XIV). En cuanto a las operaciones que podrían realizarse en bolsa, el Reglamento solo contemplaba *operaciones al contado*, al señalarse que “todos los negocios que se hagan en la bolsa deberán cumplirse en el término de 24 horas, pasadas las cuales tendrá

¹⁰ Sobre la legislación económica de José Bonaparte y su significación liberal, véase el muy interesante trabajo de A. ROJO, “José Bonaparte (1808-1831) y la legislación mercantil e industrial española”, en *RDM* nº 143-144, 1977, págs. 121 y ss.

¹¹ *Gaceta de Madrid* de 24.10.1809.

¹² Esta normativa recoge vagamente algunos de los aspectos contenidos en el *Code de commerce* francés de 1807, al que seguidamente se hace referencia en el texto, y que probablemente sirvió de inspiración.

¹³ *Gaceta de Madrid* de 25.10.1810. El texto del este Real Decreto y del anteriormente citado se reproducen en el apéndice del trabajo de A. ROJO, “José Bonaparte”, *cit.*, págs. 175 y ss., quien además sintetiza sus disposiciones en las págs. 150 y ss.

derecho cualquiera de los contratantes para pedir su cumplimiento con costas y perjuicios, si se le hubieren irrogado” (artículo XXII).

Esta bolsa, pese a lo que se da a entender por algún autor¹⁴, llegó a funcionar efectivamente desde su inauguración el 28 de enero de 1810 hasta al menos el 21 de diciembre de 1811, fecha en se publicaron en la *Gaceta de Madrid* sus últimos cambios¹⁵ (esto es, unos dos años), pero no llegó a tener continuidad probablemente por las circunstancias propias de la Guerra de la Independencia (aunque los franceses no fueron derrotados completamente hasta 1813) y la falta de respaldo social de ese reinado, considerado como una usurpación, salvo para una minoría de *afrancesados*¹⁶. No he encontrado referencia a posibles abusos de mercado durante su funcionamiento, aunque quienes la han estudiado manifiestan su sospecha de que las cotizaciones de los valores públicos se sostuvieran artificialmente por el gobierno¹⁷.

En el que sería el Código de comercio de 1829 la contratación en bolsa no se llegó a contemplar, ni en el proyecto elaborado por la comisión regia¹⁸, ni en el que finalmente se aprobó por Fernando VII¹⁹, obra, al menos nominalmente, de Pedro Sainz de Andino²⁰, antiguo afrancesado que tras pasar por el purgatorio de un obligado exilio en Francia, logró la protección de su Ministro de Hacienda, López Ballesteros²¹. La cuestión no deja de chocar puesto que el antecedente del *Code de commerce* francés de 1807 que, en partes importantes de su articulado sirvió de inspiración al español –como en el tema próximo de las

¹⁴ J. A. TORRENTE, *Historia, cit.*, I, pág. 107.

¹⁵ A. ROJO, “José Bonaparte”, *cit.*, págs. 159 y ss. y J. A. ALEJANDRE, “Marco histórico de la creación de la Bolsa de Madrid”, en *RDBB*, nº 3, 1981, pág. 547.

¹⁶ Siempre quedará en el aire si a España le habría ido mejor con esa nueva dinastía, que con la de los Borbones, con reyes y reinas manifiestamente mejorables, por decirlo en términos suaves (a Suecia le ha ido razonablemente bien con la dinastía de los Bernadotte, cuyo primer monarca fue nada menos que mariscal de Napoleón, aunque bien es cierto que fue elegido por su parlamento con aprobación de Napoleón, y no impuesto unilateralmente por este –con el “beneplácito” de Carlos IV y el futuro Fernando VII–, como sucedió con su hermano José en España).

¹⁷ A. ROJO y J. A. ALEJANDRE, *obs y lugs. últ. cits.*

¹⁸ Este texto, largamente perdido, fue rescatado en la obra de J. RUBIO, *Sainz de Andino y la codificación* [Consejo Superior de Investigaciones Científicas], Madrid 1950, págs. 235 y ss.

¹⁹ Restaurado Fernando VII hubo un proyecto de edificio de bolsa de 1819, del que da cuenta J. A. TORRENTE, *Historia, cit.*, I, págs. 112 y s.

²⁰ Además de las influencias en su texto, ya conocidas, recibidas de las Ordenanzas de Bilbao y del *Code de Commerce* francés, Carlos Petit ha demostrado la apropiación que hizo Sainz de Andino de unas *non natas* Ordenanzas del Consulado de Málaga: C. PETIT, *Historia, cit.*, págs. 367 y ss.

²¹ De Ballesteros se señala por R. CARR, *España 1808-2008*, ed. revisada y actualizada por J. P. FUSI [Ariel], Barcelona 2012, pág. 134, que “[a]un sin ser él un liberal, sentía fuertes simpatías por la mentalidad moderna de los afrancesados, cuya capacidad reconocía, y estaba dispuesto a prescindir del pasado liberal en el nombramiento del ministerio de su cartera”, cosa que, como se acaba de indicar, demostró con el propio Sainz de Andino.

Hace una interesante evocación de las características de ambos personajes, explicativa de las razones que les llevaron a colaborar en la codificación y en la subsecuente legislación mercantil que se produjo en aquellos años, J. A. ALEJANDRE, “Marco”, *cit.*, págs. 540 y ss.

sociedades anónimas²² (las bolsas son mercados especializados en valores, condición que tienen las acciones)–, sí incluía una regulación, aunque mínima, al respecto, en su libro I, título V, artículos 71 y ss., y en la época la *Bolsa de París* era un mercado en funcionamiento²³.

Incrementa esta extrañeza la circunstancia de que antes de la elaboración del Código de comercio, la idea de constituir una bolsa en Madrid, ya se había planteado por el propio López Ballesteros en una memoria ministerial fechada en 1826, influido por las vicisitudes, poco halagüeñas, de la deuda pública española en las bolsas de Londres y París, lo que lastraba la captación de fondos públicos, pero también por el ejemplo de estos y otros mercados similares extranjeros²⁴. Pero esta iniciativa solo se materializará cuando se promulga años después el Real Decreto de 10 de septiembre de 1831 “creando en Madrid una Bolsa de Comercio”²⁵, cuyo redactor fue de nuevo Sainz de Andino, que seguramente también habría debido de conocer la experiencia francesa durante su forzado exilio en Francia.

El texto articulado de esta norma es mucho más amplio que el del antecedente josefino y que el que contenía el *Code de commerce* francés, aunque responde en parte a las grandes líneas de estos precedentes, que se desarrollan con mucho mayor detalle, y se hace sentir la influencia de las diversas normas que, además del *Code*, reglamentaban la bolsa en Francia²⁶. La norma tiene una gran extensión, que contrasta con el laconismo característico de las disposiciones legales de la época, con 144 artículos, sistematizados en cinco títulos: [1] Del establecimiento y objetos de la Bolsa, [2] Del gobierno y policía de la Bolsa, [3] De las reuniones de la Bolsa, y forma en que se deben celebrar, [4] De las operaciones de la Bolsa y sus formas esenciales, y [5] De los Agentes de Cambios.

Como señaló Rubio, los principios de la regulación de la bolsa que allí se establecía eran los siguientes: [1] *Intervención del Estado* en la creación y vigilancia de las bolsas (artículo 10) y designación de los agentes (artículos 63 y ss.); [2] *Libertad de operaciones*, admitiendo operaciones al contado y a plazos (artículos 38 y ss.), y [3] Diferenciación entre las operaciones sobre *efectos*

²² J. RUBIO, *Sainz de Andino*, cit., págs. 157 y ss.

²³ La Bolsa de París, prohibida en 1785 para evitar que en ella se canalizase el auxilio financiero de gobiernos enemigos, fue reestablecida por Napoleón entre 1801 y 1807, y su regulación confirmada en 1816: J. A. ALEJANDRE, “Marco”, cit., pág. 543.

²⁴ J. A. TORRENTE, *Historia*, cit., I, pág. 135; J. A. ALEJANDRE, “Marco”, cit., pág. 545 (apuntando que la elección de Madrid, pese a la menor tradición negociadora que tenía en relación con otras plazas, a ser la sede del gobierno y centro neurálgico de la política del país.

²⁵ *Gaceta de Madrid* de 27 y 29.9 y 1.10.1831

²⁶ Véanse a este respecto las comparaciones que hace J. A. TORRENTE, *Historia*, cit., II, págs. 145 y ss. La explicación habitual que se da a esta circunstancia, ya adelantada en el texto, es el conocimiento que habría tenido Sainz de Andino de su funcionamiento durante su etapa de exilio en Francia: J. A. ALEJANDRE, “Marco”, cit., pág. 543. En todo caso los debió de conocer bien cuando redactó la norma, pues años después en una obra que publica y que es una especie de tratado sobre la bolsa --P. SAINZ DE ANDINO, *Ensayo crítico sobre la contratación de la Bolsa de Comercio y las ventas simuladas de efectos públicos*, Parte primera [Imprenta de Don Vicente de Lalama], Madrid 1845–, expuso pormenorizadamente la historia de la Bolsa de París y su normativa (págs. 101 y ss.), y señaló expresamente que “[t]odos estos antecedentes se tuvieron presentes al formarse la Ley de creación de la Bolsa de Madrid” (pág. 106).

públicos y las demás, condicionando las primeras a su celebración en bolsa y por medio de agente oficial, y protegiéndolas con su *irrevindicabilidad* (artículos 6 y 7)²⁷.

En cuanto a los abusos de mercado, debe destacarse, por un lado, que nada se decía específicamente sobre ellos, aunque el preámbulo invocase la *buena fe* en las operaciones como una de las razones para el establecimiento de la bolsa²⁸, y, por otro, la admisión de *operaciones a plazo*, cosa que, como ya vimos, no se contemplaban en el precedente de la bolsa josefina, que exigía el cumplimiento al contado de los negocios concluidos, y que, a la postre, se convirtió en un portillo de entrada que utilizaron los especuladores para sus abusos de mercado. En este sentido, el artículo 38 del Real Decreto señalaba que “[l]as negociaciones que se hagan en la Bolsa, de toda clase de efectos y valores, así como de los metales preciosos podrán contratarse al contado o a plazo”.

Como reglas a las que debían sujetarse estas *operaciones a plazo*, se establecían las siguientes:

[1] Podían ajustarse puramente y en firme, o bajo condición resolutoria, “dejando a favor del vendedor de los efectos, la prima que se hubiere convenido por indemnización de la rescisión del contrato” (artículo 42).

[2] Podía estipularse “que el comprador tenga la facultad de exigir la entrega de los efectos negociados a su voluntad, aun cuando no haya vencido el plazo que prefije” (artículo 48).

[3] Para la obligatoriedad de las negociaciones a plazo se exigía póliza que se librarían mutuamente los agentes intervinientes, así como una póliza de cada agente con su respectivo comitente para asegurarse (sic) de que la confirman, expresando las circunstancias relevantes (artículos 46 y 47).

[4] En la venta de efectos públicos, el plazo “no podrá exceder de sesenta días, contados desde la fecha del contrato, bajo pena de nulidad” (artículo 43).

[5] Para la validez y eficacia de las operaciones a plazo será suficiente “que se hayan celebrado de buena fe y con intención manifiesta de cumplirlo, lo cual se presumirá de derecho siempre que las partes contratantes se hallaren al tiempo de concertar la negociación, en aptitud y con medios para dar cumplimiento a sus respectivas obligaciones a la época de su vencimiento” (artículo 44).

En consecuencia, se señalaba que “no se invalidará (...) aun cuando resulte que el vendedor de los valores no los tuviere a su disposición en el acto de celebrar la negociación (,) [p]ero si fuere manifiestamente insolvente para poder responder de los resultados de un contrato (...), la obligación se tendrá por ineficaz, y no prestará derecho alguno a los contratantes” (artículo 45)²⁹.

²⁷ J. RUBIO, *Sainz de Andino, cit.*, pág. 177.

²⁸ En línea con lo ya indicado en relación con los precedentes, se señalaba como una de las finalidades del establecimiento de la bolsa “asegurar que en los tratos del giro mercantil la buena fe que es el primer fundamento del crédito y la exacta observancia de las leyes que los rigen y determinan sus efectos y consecuencias”.

²⁹ Se atribuye a José de Salamanca el haber pronunciado en una sesión de bolsa en la que habría tenido una enorme ganancia de 30 millones de reales jugando a la baja de valores

De esta regulación conviene llamar la atención sobre esta última regla, porque tendrá consecuencias en los abusos de mercado que acabarán produciéndose, ya que permitía hacer operaciones sin tener los valores y el dinero de presente³⁰, lo que obviamente era un incentivo para operar en descubierto, jugando al alza o a la baja de las cotizaciones y, en definitiva, como instrumento coadyuvante para manipular los precios en beneficio propio.

Por otra parte, existía el peligro añadido de que estas operaciones a plazo se hicieran por personas sin solvencia suficiente para hacer frente a las liquidaciones, si el movimiento de la bolsa o del valor elegido para operar no se producía en el sentido que hubieran previsto: al alza o a la baja. Pensemos, por ejemplo, en quien hubiera vendido valores en descubierto a plazo apostado a que el mercado tendría una tendencia bajista, que permitiría la adquisición de los valores a menor precio cuando hubiera que liquidar la operación, con la ganancia de la diferencia. O, en justamente lo contrario, en quien hubiera comprado aplazando el pago del precio (o pidiendo un préstamo para ello), confiando en que los valores subirían en el momento en que tuviera que pagarlos, de manera que vendiéndolos pudiera hacerlo con ganancia. Si no se cumplían estos vaticinios y se carecía de solvencia para cubrir las diferencias³¹, la quiebra estaba asegurada.

El autor de la norma debió de ser consciente de ello, cuando, como se ha visto, fiaba la validez y eficacia de las negociaciones a plazo en descubierto a la buena fe, presumiendo que la había si se era solvente, y que si así no fuese la obligación sería ineficaz. Sorprendente disposición que recuerda a la cándida exigencia del artículo 6 de la Constitución de Cádiz, que imponía a los españoles que fueran “justos y benéficos” y que, en todo caso, dejaba a los pies de los caballos a las contrapartes de los insolventes quienes, además, por el propio

públicos, la frase “perdono a tutti”, ante las dificultades para pagarle de sus contrapartes y mientras rompía las correspondientes pólizas: F. HERNÁNDEZ, *José de Salamanca, Marqués de Salamanca, El Montecristo español* [Ediciones Lira], Madrid 1992, págs. 243 y ss., esp. pág. 253 y s. Matizó la realidad de estos supuestos hechos, después de haber examinado la documentación disponible que revelaría que Salamanca jugó siempre al alza de estos valores, aunque también que efectivamente rompió pólizas de vendedores, J. A. TORRENTE, *Salamanca, bolsista romántico* [Taurus], Madrid 1969, págs. 84 y ss.). Si así hubiera sido, de haberse tratado de pólizas de insolventes, podría interpretarse como una aplicación voluntaria y extrajudicial de esta disposición (J. A. TORRENTE, *ibíd.*, pág. 87, consideró, en cambio, que sería una manifestación de la *cláusula a voluntad del comprador*, usual en las pólizas de la época, y que permitía al comprador –en este caso Salamanca– deshacer la operación o renunciar a ella y que, como hemos visto, también permitía el artículo 48 del Real Decreto).

³⁰ P. SAINZ DE ANDINO, *Ensayo, cit.*, pág. 126, años después, tras exponer el régimen de estas operaciones que resultaba de la norma que redactó, se planteará la siguiente pregunta: “¿se debía ni podía hacer una aplicación lata y franca de aquellas reglas generales, o bien, a ejemplo de otras naciones amaestradas ya por la práctica sobre los graves inconvenientes que resultan de hacerse a descubierto las ventas a plazo, exija el buen orden de la misma contratación que se prescribieran medidas restrictivas para ponerla en armonía con las máximas fundamentales del derecho, y con los intereses bien entendidos del Estado y del comercio?”.

³¹ Nada se indicaba en el Real Decreto sobre si se podían liquidar las operaciones por diferencias, o se tendrían que hacer en especie. J.A. TORRENTE, *Salamanca, cit.*, pág. 96, tras examinar diversas pólizas de operaciones sobre deuda pública de Luis José Sartorius (quien llegará a presidir el Consejo de Ministros en la época inmediatamente anterior al Bienio Progresista), llegó a la conclusión de que “pagaba simplemente las diferencias”.

mecanismo de negociación en bolsa con la interposición de agentes no podrían elegir sus contrapartes y, mucho menos, investigar su solvencia.

III. ABUSOS DE MERCADO Y ESPECULACIÓN

Los abusos de mercado y la especulación, dentro y fuera de la bolsa, fueron característicos de los años 40 del siglo XIX español, y aunque estaban propiciados por el cierto renacimiento económico que siguió a la primera Guerra Carlista (finalizada en 1840), y un espíritu capitalista recién estrenado en la España de la época, resultaron sin duda incentivados por la mala o insuficiente regulación preexistente, comenzando por la bursátil, que se acaba de exponer, y continuando por la societaria y bancaria, todas ellas poco atentas ante los fraudes. Como ya he indicado, hay aquí tres ámbitos fundamentales de actuación especulativa de los que se tuvo conciencia en aquel momento: la realización en bolsa de operaciones a plazo, el tráfico de acciones en la fase constitutiva de la sociedad y la pignoración de acciones propias bancarias. A ello habría de añadirse la segura negociación, en todos estos ámbitos, con información privilegiada, pero aún no se tenía la madurez suficiente como para apreciar los peligros de esta operativa. Se examinan a continuación.

1. El auge de las operaciones bursátiles a plazo

La negociación en la *Bolsa de Madrid* a partir de 1840, se centró principalmente en los valores públicos y en las operaciones a plazo. Esta negociación desde el inicio de la década, como señaló Torrente, “fue desarrollándose en proporciones extraordinarias”, quien cita como ejemplos las sesiones de 17 y 30 de diciembre de 1840, y 16 de enero de 1841, en la primera de las cuales se contrató por más de 70 millones de reales, y en la segunda y tercera, solo en relación a fondos públicos al 5 %, por 30 y 31,5 millones de reales, respectivamente³². En el año 1844 llegaron a negociarse en la bolsa 15.000 millones de reales, cifra fabulosa para la época³³.

Entre 1841 y 1843 se produjeron novedades importantes en el sector de la deuda pública española, como fueron la *centralización de la deuda flotante*, mediante la entrega de títulos al 4 %, y el *amortizable al 3 %* para los tenedores de títulos en París y Londres. A ello se añadió en 1844 la conversión en deuda al 3 % de las anticipaciones al gobierno, las libranzas a cargo de las Cajas de Ultramar y la deuda flotante consolidada. Con ello se homogenizaron los valores públicos presentes en el mercado, simplificando su operativa y, por tanto, su negociación, a la vez que se aportaron a la bolsa un gran volumen de nuevos valores, estimado en cerca de 2.000 millones de reales³⁴.

Aunque, como se ha observado, estos valores públicos al 3 % eran más bien “papel mojado”, por la notoria incapacidad de la Hacienda Pública para hacerles frente (incluso al pago de cupones)³⁵, comenzó una fase de febril

³² J. L. TORRENTE, *Salamanca, cit.*, págs. 63 y s.

³³ J. L. TORRENTE, *Historia, cit.*, II, pág. 155.

³⁴ Véase J. L. TORRENTE, *Salamanca, cit.*, pág. 64 y ss.

³⁵ La situación durante todo el siglo XIX, con algunas excepciones que no desmienten la tendencia, será de un déficit crónico en los presupuestos generales del Estado cuya consecuencia principal era “la acumulación de Deuda pública, cuyos intereses pesaban

actividad bursátil, con la élite social entregada al juego de la bolsa, entre ellos buena parte de la clase política y de la alta milicia, incluyendo al General Narváez (que en diversas ocasiones presidirá el Consejo de Ministros) y los Riánsares (la madre de la Reina y su esposo)³⁶, y una lucha enconada entre alcistas y bajistas, puramente especulativa, con unas más que probables maniobras para alterar los cursos³⁷, y, en todo caso, sin ninguna base económica seria, que se saldó, como no podía ser de otra manera, con grandes beneficios pero también con enormes pérdidas, según del lado del que cayera el juego.

Sirvan de ejemplo dos grandes operaciones en las que intervino José de Salamanca, el principal *tiburón financiero* de la época, una de octubre de 1844 y otra de la primavera de 1845, saldadas respectivamente con una gran ganancia (¿30 millones de reales?)³⁸ y una gran pérdida (¿40 millones de reales?) por su parte³⁹. El propio impulsor de la bolsa, López Ballesteros, aun sin llegar a esos niveles, perdió en una operación de este tipo en 1843 prácticamente todo su patrimonio y tuvo que recurrir al crédito de su mujer para poder liquidar las operaciones⁴⁰.

Todo ello, además, acabaría afectando negativamente al crédito público al extender la imagen de la falta de consistencia real de los valores públicos, sometidos a los embates de la especulación. Paradójicamente lo que se había querido evitar con la constitución de la *Bolsa de Madrid*, que eran los movimientos especulativos de Londres y París sobre la deuda pública española, lejos de conjurarse se había replicado y amplificado.

Una intervención de Pidal, Ministro de la Gobernación en 1844, respondiendo a Salamanca en el Congreso de los Diputados, que había defendido previamente que la caída de los valores públicos en la bolsa se debía no al agio, sino a la mala actuación del gobierno⁴¹, lo puso claramente de relieve:

“Dice el Sr. Salamanca: «Téngase cuenta con el crédito, que el crédito es el que da consistencia a los Gobiernos; que el crédito es el que sostiene la dinastía de Luis Felipe (en Francia), la cual no tiene más apoyo que el de los rentistas.» Pero este argumento es un sofisma muy grande. Es una verdad; los tenedores de rentas públicas, los rentistas, son una garantía para el Estado; pero los jugadores de Bolsa no. Hay una gran diferencia entre los que tienen los fondos públicos, que ciertamente son una garantía para el Estado, y los jugadores de Bolsa, que no están en este caso; estos tienen interés en que haya motivo para que suban y bajen los fondos, porque de este modo esperan tener

gravemente sobre los gastos del presupuesto... Se incurría así en un círculo vicioso: el peso de la Deuda causaba el déficit, y el déficit se financiaba con nueva Deuda”: G. TORTELLA, *El desarrollo de la España contemporánea. Historia económica de los siglos XIX y XX* [Alianza Editorial], Madrid 1994, pág. 154.

³⁶ En ambos casos bajo el manto protector de Salamanca.

³⁷ Como se dirá más adelante, también influyó en esta lucha el uso de información privilegiada sobre determinados acontecimientos políticos, así como la propagación de bulos.

³⁸ Esta operación sería la de *perdono a tutti*, de la que se ha hablado anteriormente.

³⁹ Véase J. L. TORRENTE, *Salamanca, cit.*, págs. 67 y ss.

⁴⁰ Véase J. L. TORRENTE, *Historia, cit.*, II, págs. 99 y ss.

⁴¹ En *Diario de Sesiones de las Cortes. Congreso de los Diputados*, nº 22, de 4.11.1844, págs.259 y ss.

ganancias. Este es, señores, el estado de nuestra Bolsa; nuestra Bolsa se compone más de los jugadores que de los rentistas”

Dice el Sr. Salamanca que cuando se publicaron los decretos en la Gaceta, que fue el día 10 de Octubre, el mismo día en que S. M. cumplió la mayor edad, bajaron los fondos un 2 por 100, y que no hay un país civilizado en el mundo en que, habiendo ocurrido una baja de esta especie, no cayera el Ministerio. Pues en España no sucede eso; si los que procuraron la baja esperaban que cayese el Gabinete, se equivocaron, porque la Bolsa de España significa poca cosa; no es el termómetro del crédito, sino de la más o menos intriga para alterar el valor de los fondos. Recordemos, señores, que hace cosa de siete meses que bajaron los fondos un 7 ó un 8 por 100; y en un país bien asentado, en un país en que la Bolsa fuera el termómetro del crédito, si bajaran los fondos un 7 por 100, no solamente caería el Ministerio, sino que pudieran sobrevenir otras cosas; pero eso es en un país donde se tiene el convencimiento de que la Bolsa es verdadero termómetro del crédito.

No sucede así en España (...)”⁴².

El legislador no podía seguir tolerando esta situación y, ante la impotencia de hacer frente directamente a la manipulación de las cotizaciones, acabará prohibiendo estas operaciones a plazo cuando versen sobre efectos públicos.

2. El tráfico con proyectos y acciones virtuales

La especulación afectó también a nuevos proyectos empresariales, en muchos casos quiméricos, que también por aquellos años se presentaban al público en forma de futuras y fabulosas sociedades anónimas, de prometedores beneficios y segura ganancia para quienes compraran las nuevas acciones, ofrecidas ya al tráfico incluso antes de su constitución formal.

El escenario favorito de estas especulaciones, fue el de los *ferrocarriles*. A comienzo de la década de 1840 estos eran totalmente inexistentes en España, a diferencia de lo que ya ocurría en otros países, que ya contaban con líneas considerables (Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia...), y era ciertamente un sector percibido en aquellos momentos como signo de progreso de las naciones y con grandes perspectivas de futuro. En 1844 se dará a conocer el llamado *Informe Subercase* –de carácter técnico elaborado por una comisión de ingenieros a instancias del gobierno–, que servirá de base a la Real Orden de 31 de diciembre de 1844⁴³, que es la primera regulación general para la construcción de ferrocarriles que se dictó en España. En esta orden, aunque se establecían de forma razonable los requisitos técnicos a los que tendrían que ajustarse en el futuro dichas solicitudes –salvo el discutible “ancho ibérico”, que aislará los ferrocarriles de España y Portugal del resto de los ferrocarriles europeos a través de Francia–, se recogerá una sorprendente disposición que permitía exonerar discrecionalmente de los mismos, durante un término de 12 a 18 meses, a quienes a juicio del gobierno fueran “sujetos de conocido arraigo y

⁴² En *Diario de Sesiones de las Cortes. Congreso de los Diputados*, nº 22, de 4.11.1844, pág. 262. Reproduce también esta intervención J. L. TORRENTE, *Salamanca, cit.*, pág. 82, aunque modificada por haberla obtenido probablemente de otra fuente.

⁴³ *Gaceta de Madrid* de 19.1.1845.

ofrezcan además las garantías que el Gobierno estime suficientes (...) reservándoles entretanto la preferencia sobre otras propuestas”⁴⁴.

A partir de este momento, y seguramente por estas facilidades, las solicitudes de nuevos ferrocarriles se incrementaron exponencialmente de manera que hasta julio de 1846 se habían ya otorgado 25 *concesiones provisionales*, 22 de las cuales nunca fueron ejecutadas y solo una estaba concluida al final de la década: el ferrocarril de Barcelona a Mataró, de algo menos de 50 km, inaugurado en 1848⁴⁵.

La mayor parte de estas concesiones se hicieron a extranjeros o empresas participadas por ellos⁴⁶, probablemente por suponérseles su *expertise* en el sector al proceder de los países con líneas construidas y en funcionamiento, pero en algún caso se otorgaron a personas influyentes carentes de toda experiencia en la materia como fue el caso del ya mencionado José de Salamanca, un especulador nato, que obtendría varias concesiones y/o participaría en las sociedades concesionarias⁴⁷.

Este mecanismo, unida a la circunstancia de que en la época, en el marco de las escuetas disposiciones del Código de comercio de 1829, que nada preveía al respecto, se podían captar inversores para futuras sociedades anónimas sin ningún tipo de garantías (lo que luego fue la *fundación sucesiva* o por suscripción pública de sociedades anónimas) y traficar con las acciones antes de la constitución, debió de alentar seguramente operaciones puramente especulativas, que nunca se llevaron a cabo, con el perjuicio de los correspondientes incautos, aunque, como ya he señalado en otro momento, habría que investigarlo⁴⁸.

Como revela la tramitación de lo que sería más tarde la Ley de sociedades anónimas de 1848, la captación de fondos para proyectos de sociedades anónimas y el tráfico de acciones previo a la constitución formal, afectó también a otros sectores distintos de los ferrocarriles⁴⁹, convirtiéndose en un mecanismo frecuente de especulación, sobre proyectos más o menos fantasiosos. En este

⁴⁴ Sobre estas cuestiones me remito a mi trabajo L.A. VELASCO, “La Ley General de Ferrocarriles de 1855 y la política de su fomento: el éxito de un fracaso”, en MARTÍNEZ LLORENTE/ RUIZ (coord.), *La historia y el Derecho de España: visiones y pareceres. Homenaje al Dr. Emiliano González Díez* [Dykinson], Madrid 2022, págs. 597 y ss., con mayores detalles y referencias bibliográficas y documentales.

⁴⁵ F. WAIS, *Historia general de los ferrocarriles españoles (1830-1941)* [Editora Nacional], Madrid 1967, pág. 34; G. TORTELLA, *Los orígenes del capitalismo en España. Banca, Industria y Ferrocarriles en el siglo XIX*, 3ª ed. [Tecnos], Madrid 1995, pág. 168.

⁴⁶ F. WAIS, *Historia, cit.*, pág. 34.

⁴⁷ F. WAIS, *Historia, cit.*, págs. 68, 75 y 84 y s. Precisamente las primeras acciones de compañías de ferrocarriles que cotizaron en bolsa fueron las de la línea (todavía en construcción) del ferrocarril de Madrid a Aranjuez, promovida por Salamanca: J. A. TORRENTE, *Historia, cit.*, II, pág. 135.

⁴⁸ Un ejemplo de una probable especulación con acciones de la compañía del ferrocarril de Langreo (sobre el que se proyectaba la larga sombra de los Riánsares) en F. WAIS, *Historia, cit.*, págs. 75 y s.

⁴⁹ Por ejemplo, el de las explotaciones mineras que, tras anuncios de filones fabulosos, luego en muchos casos se mostraban improductivas: J. A. TORRENTE, *Historia, cit.*, II, págs. 141 y ss.

sentido, es muy revelador un informe que realizó la Comisión del Senado correspondiente (presidida por Sainz de Andino), donde se señaló lo siguiente:

“En efecto, el abuso ha existido, no precisamente por la negociación de las acciones al portador, sino favorecido por los nombres de las personas que se colocaban al frente de las Sociedades proyectadas.

Era el interés principal de los autores de tales proyectos atraer para la realización de sus designios los nombres de personas respetables; y cuanto más alta fuese su categoría y más puros y limpios de tacha esos nombres, tanto más seguro era el éxito del agiotaje único fin que se proponían en tales empresas. Pocas veces se calculaba en ellas la naturaleza del negocio, los medios de llevarlo a cabo, las utilidades presumibles de su dirección acertada, ningún examen, en fin, del objeto ostensible para el cual se creaba la Sociedad.

El examen se reducía a informarse de las personas que figuraban al frente de las empresas, y por la habilidad que se les suponía en los medios de hacer subir el precio de las acciones, y por la calidad de los demás individuos a quienes se colocaba como por adorno en las Juntas de gobierno, por esos datos establecían el curso que habría de darse y el valor que en corto plazo deberían adquirir las acciones”⁵⁰.

De nuevo el legislador no podía seguir tolerando esta situación y su respuesta se producirá, precisamente, mediante la promulgación de la nueva Ley de sociedades anónimas de 1848, que endurecerá considerablemente su disciplina jurídica y dificultará estas maniobras.

3. La autocartera *avant la lettre*

Otro ámbito de la especulación se produjo en el sector bancario y tuvo que ver con la operativa sobre acciones propias. Los *negocios sobre acciones propias* son especialmente peligrosos. Por lo que ahora interesa, afectan negativamente a la solvencia de las sociedades que los practican, pudiendo desactivar la cierta garantía que representa para los acreedores sociales el capital social, si se realizan con cargo al patrimonio vinculado; pueden utilizarse para sostener artificialmente las cotizaciones de las propias acciones –es decir, ser un abuso de mercado– y, en fin, pueden afectar a la igualdad entre los accionistas, si se realizan de forma discriminatoria, y son un campo abonado para el uso de información privilegiada⁵¹.

En la época que estamos considerando, la década de los años 40 del siglo XIX, no había conciencia de esos peligros, ni en España ni en ningún otro país, careciéndose totalmente de normas al respecto⁵².

⁵⁰ *Diario de Sesiones de las Cortes. Senado*, nº 18, 22.12.1847, pág. 276, *apud* R. ANSÓN, *La Ley y el Reglamento de 1848 sobre Compañías mercantiles por acciones*, tesis doctoral [Universidad Complutense], Madrid 2015, pág. 86 (<https://eprints.ucm.es/id/eprint/28086/1/T35650.pdf>). En esta obra se reproducen algunos de los interesantes debates parlamentarios a los que dio lugar la Ley de 1848 que, como se verá, pretendía cortar de raíz los abusos que se habían producido en este ámbito, entre ellos las prácticas especulativas.

⁵¹ En relación con estas cuestiones me remito a mi trabajo, L. A. VELASCO, *Negocios con acciones y participaciones propias. Estudios jurídicos* [Lex Nova], Valladolid 2000, págs. 25 y ss.

⁵² Estas normas, con la excepción que luego señalaremos en España de la legislación bancaria en relación con la pignoración de acciones propias, solo comenzaron a desarrollarse, y de

En el caso del *Banco de Isabel II* (constituido en 1844 y uno de cuyos promotores, accionista y directivo era de nuevo José de Salamanca), la ausencia de normativa facilitó que recurriera sistemáticamente a la pignoración de sus propias acciones, como medio de incentivar la suscripción de las que tenía *en cartera*⁵³ y el alza de sus cotizaciones en bolsa. Torrente explica, como ejemplo, una de estas operaciones:

“[E]n febrero de 1845 el Consejo (del *Banco de Isabel II*) propone poner en circulación 4.000 acciones del Banco que quedaban sin suscribir. Salamanca indicó, con su amplio espíritu especulador, que se debía esperar para colocarlas con fuerte prima. Se acordó, en consecuencia, emitir solamente 2.000 acciones al 125 por 100, y fueron solicitadas hasta el 13 de marzo siguiente 21.306 acciones. Los consejeros del Banco habían pedido 2.471 acciones. En definitiva, se aplicó el prorrateo y se emitieron las 4.000 acciones. El negocio era claro: las acciones se emitían al 125 por 100 y el Banco aceptaba la pignoración por todo su valor efectivo, de modo que nadie tenía que desembolsar un solo real. En mayo de 1846 el cambio de pignoración era ya de 180 por 100. No era de extrañar que la cotización de las acciones subiera en Bolsa hasta un 230 por 100”⁵⁴.

El *Banco de San Fernando*, antecedente del actual *Banco de España*, por su parte, desde 1833 comenzó a adquirir en el mercado sus propias acciones para ir las vendiendo con beneficios, operativa que se mantuvo al menos hasta 1844, y que alcanzó niveles considerables (en 1838 poseía 2.889 acciones propias, 3/5 partes de las mismas; en 1844 obtuvo con la venta de acciones propias unos beneficios de 427.080 reales). También prestará sobre sus propias acciones, comenzando con un descuento de la tercera parte de su valor, pero en 1846 pidió igualdad de derechos con el entonces rival *Banco de Isabel II*, y procedió a la pignoración de sus propias acciones obteniendo una ganancia de 427.080 reales⁵⁵.

No mucho después, la deriva especulativa del *Banco de Isabel II*, entre otros aspectos por operaciones de pignoración de sus propias acciones, acabará poniéndolo en una delicada situación⁵⁶, que solo conseguirá superar mediante

manera prohibitiva, a partir de la *Aktienrechtsnovelle* alemana de 1870 (véase mi trabajo L. A. VELASCO, *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones* [Lex Nova], Valladolid 1985, págs. 83 y ss.).

⁵³ Este peligroso mecanismo fue tolerado en España hasta la Ley de sociedades anónimas de 1951, que introdujo el principio de íntegra suscripción del capital, que todavía se mantiene.

⁵⁴ J. A. TORRENTE, *Salamanca, cit.*, pág. 112. Se refiere también a esta operativa G. TORTELLA, *Los orígenes, cit.*, págs. 31 y s.

⁵⁵ J. A. TORRENTE, *Historia, cit.*, II, pág. 177.

⁵⁶ Como señala G. TORTELLA, *Los orígenes, cit.*, pág. 33, a finales de 1846 el banco ingresa en una situación difícil por la competencia con su rival el *Banco de San Fernando*, que llevó a una falta de aceptación recíproca de sus respectivos billetes:

“La cotización de las acciones del Banco de Isabel II, que había ascendido vertiginosamente durante los tres primeros trimestres de 1846 empezó a descender peligrosamente. Este descenso era gravísimo para un banco que tenía buena parte de su activo prestado contra la garantía de sus propias acciones. La crisis financiera iniciada en Inglaterra y Francia a fines de 1846 no hacía sino empeorar la situación”.

su fusión por el tampoco muy boyante *Banco de San Fernando*⁵⁷. En ese momento en la cartera del *Banco de Isabel II* había pignoradas 10.975 acciones del propio banco, y como su capital estaba formado por 20.000 acciones, eso suponía que prácticamente la mitad de su capital estaba pignorado⁵⁸.

La nueva legislación bancaria tomará nota de esta circunstancia, prohibiendo totalmente a los bancos de emisión prestar con la garantía de sus propias acciones y, en el caso de la banca de negocios, lo hará de forma relativa, estableciendo unos requisitos restrictivos para estas operaciones.

4. Información es poder

La operativa especulativa que estamos describiendo, se completaba a buen seguro con el tráfico con información privilegiada, y la difusión interesada de bulos o rumores (los que hoy llamamos *fakes*). Las crónicas de la época indican cómo en ciertas operaciones se actuó con conocimiento privilegiado de que se iban a producir determinados acontecimientos que presumiblemente incidirían significativamente sobre la cotización de determinados valores. Así, por ejemplo, las operaciones sobre deuda pública que se efectuaron por Salamanca en la primavera de 1845 se habrían hecho a la vista de sus informaciones sobre una próxima firma de un Concordato con la Santa Sede, aunque finalmente y de forma inesperada las negociaciones fracasaron, determinando en este caso una gran pérdida para él y sus adláteres (la especulación afortunadamente a veces acaba mal para el especulador)⁵⁹.

En el caso de los ferrocarriles, la captación de los ingentes capitales que fueron precisos, frecuentemente a través de las nuevas sociedades anónimas de crédito, se hizo en gran medida a base de propaganda interesada. Como señaló Tortella

“[A]ntes de que el ferrocarril empezase a funcionar, organizadores y sociedades anónimas de crédito utilizaban todos los medios de propaganda para ensalzar las virtudes de los ferrocarriles en general y para predecir enormes dividendos a los accionistas de su línea en particular. En esto tuvieron frecuentes éxitos; la expectativa de grandes rendimientos estimuló la demanda de acciones ferroviarias con lo cual su cotización aumentó y los promotores pudieron vender sus acciones en el mercado a precios muy por encima de lo que habían pagado originariamente (...) ¡Y todo esto antes de que el ferrocarril hiciera su primer viaje!”⁶⁰.

⁵⁷ La fusión se llevó a cabo en 1847 con el propio Salamanca de Ministro de Hacienda: J. A. TORRENTE, *Historia, cit.*, II, pág. 175 (quien lo califica como “casualidad”) y G. TORTELLA, *Los orígenes, cit.*, pág. 33.

⁵⁸ J. A. TORRENTE, *Historia, cit.*, II, pág. 173, quien también señala que en la cartera del banco estaban pignoradas 5.760 acciones del *Banco de Cádiz* y 7.500 del *Ferrocarril Madrid a Aranjuez* (que casualmente, eso lo digo yo, estaban participados por Salamanca).

⁵⁹ Referencias a este supuesto de nuevo en J. A. TORRENTE, *Salamanca, cit.*, pág. 92 y s. Es la operación ruinosa de la que ya se ha hablado anteriormente. También se ha señalado que la operación de *perdono a tutti* se benefició de información privilegiada sobre el levantamiento de Martín Zurbano en Nájera (F. HERNÁNDEZ, *José de Salamanca, cit.*, págs. 248 y ss.), aunque J.A. TORRENTE, *ibíd.*, págs. 83 y ss., que hizo una investigación bastante exhaustiva, lo niega.

⁶⁰ G. TORTELLA, *Los orígenes, cit.*, págs. 78 y ss.

Pasarán, no obstante, muchos años para que se tome conciencia de este problema, que quedará pendiente en las respuestas del legislador español de la época frente al agiotaje (como en general en las de los demás países). Habrá que esperar más de un siglo para que la Ley del Mercado de Valores de 1988, inspirándose en la legislación norteamericana, haga un primer tratamiento del tráfico con información privilegiada e imponga la obligación de plena transparencia para las sociedades cotizadas.

IV. LA RESPUESTA DEL LEGISLADOR ESPAÑOL

1. El peso de la opinión pública

El siglo XIX español es un siglo de opinión pública, con un gran papel de la prensa escrita, a la que invariablemente se la intenta someter con una férrea censura (de la que escapan, no obstante, algunos medios clandestinos)⁶¹.

La prensa de la época alentaría en ciertos casos la actividad especulativa, como se acaba de apuntar, sobre todo enalteciendo o dando publicidad a determinados proyectos empresariales o difundiendo rumores interesados⁶², pero en otros muchos sirvió de denuncia o de caja de resonancia de sus consecuencias negativas⁶³.

Ello contribuyó a crear un clima de opinión pública contraria a la especulación o el agiotaje, como expresó Sainz de Andino:

“Un clamor universal de reprobación resuena por todas partes contra la contratación de la Bolsa de Madrid, calificándola de agiotaje inmoral, ilícito y funesto, en que se ha consumido y se continúa devorando el patrimonio de gran número de familias honradas, que lloran en la miseria y la desesperación la fácil credulidad de los desgraciados que, seducidos por el atractivo falaz de ganancias exorbitantes, que creían adquirir sin trabajo, se han comprometido en especulaciones sobre los Efectos Públicos, cuyo éxito, además de los riesgos de la suerte, pende de la influencia de combinaciones y manejos que se conciertan, violando los principios de la buena fe y la igualdad de condiciones, que deben regir en todos los contratos legítimos”⁶⁴.

Este clima justificará a la postre el movimiento de reforma de la legislación, que se va plantear en los tres ámbitos ya apuntados anteriormente, que se examinan a continuación.

2. La prohibición de las operaciones bursátiles a plazo

⁶¹ Un interesante análisis de este fenómeno, centrado en la abundante experiencia vallisoletana, en C. ALMUIÑA, *La prensa vallisoletana durante el siglo XIX (1808-1894)* [Institución Cultural Simancas], Valladolid 1977.

⁶² Por hablar de José de Salamanca, este siempre cuidó especialmente sus relaciones con la prensa, promoviendo incluso la fundación de nuevos periódicos: J. A. TORRENTE, *Salamanca*, cit., págs. 46 y ss.

⁶³ Así lo reconoce la obra contemporánea, de P. SAINZ DE ANDINO, *Ensayo*, cit., pág. II, cuando señala que “los órganos de la imprenta periódica han expresado a una voz, y repetidamente, esta severa censura contra el agiotaje de la bolsa”.

⁶⁴ P. SAINZ DE ANDINO, *Ensayo*, cit., págs. II y s.

Un primer campo de actuación se va a centrar en las operaciones bursátiles a plazo, pero en relación solo con los efectos públicos. La alarma social provocada por la operativa a plazo, principalmente sobre la deuda pública, va a provocar que se presente un proyecto de Ley proponiendo, entre otras cuestiones, la prohibición de tales operaciones. Debido a las vicisitudes políticas del momento, el proyecto no llegó a debatirse en las Cortes, pero ante la gravedad del problema, que no podía seguir esperando, el texto se rescató en una Ley provisional de Bolsa que se promulga como Real Decreto el 1 de abril de 1846⁶⁵, en la que se prohíben las operaciones a plazo sobre efectos públicos.

Esta drástica medida se justificará en su exposición de motivos de la siguiente manera:

“Convencida de la necesidad de poner un eficaz remedio a los males que se advierten en las negociaciones de efectos públicos a plazo, que se hacen en la Bolsa de Madrid, dispuse en 23 de Abril próximo pasado que se sometiese a la aprobación de las Cortes un proyecto de ley por el cual se reformaba la que hoy rige en aquellos puntos que la experiencia ha demostrado era preciso alterar para introducir el orden en dicho establecimiento, y para poner a cubierto los intereses generales y particulares, más no habiéndose podido discutir este proyecto en la última legislatura a causa de los muchos asuntos que en ella se ventilaron, y agravándose las funestas consecuencias de los males que se han indicado, con el fin de que no se pierda momento en evitarlas, de conformidad con el parecer del Consejo de Ministros, vengo en mandar que interinamente y hasta la resolución de las Cortes se observe el referido proyecto”.

En este contexto, se establecerán diversas disposiciones para asegurar, no solo la prohibición de las operaciones a plazo, sino su efectividad:

[1] Todas las negociaciones sobre efectos públicos serán al contado (artículo 20), y sin que puedan realizarse sin entregar previamente al agente los correspondientes efectos (artículo 21).

[2] Como efectos públicos se considerarán: “1º. Los que representan créditos contra el Estado y se hallan reconocidos legalmente como negociables. 2º. Los de establecimientos públicos o empresas particulares a quienes se haya concedido privilegio para su creación y circulación. 3º. Los emitidos por los Gobiernos extranjeros, siempre que su negociación se halle autorizada” (artículo 18).

Esta norma supondrá la sumisión al régimen prohibitivo de las operaciones a plazo, no solo de las que tengan por objeto valores de la deuda pública (nacional o extranjera, admitida a negociación), sino también de las que versen sobre acciones de sociedades que tuvieran reconocido este carácter de efectos públicos (por ejemplo, lo tuvieron las acciones del *Banco de San Fernando*).

[3] Los agentes debían entregar “una nota firmada en que se exprese la cantidad, clase y numeración de los efectos negociados, su precio é importe, con los nombres y domicilio del comprador y vendedor”, que debería pasarse asimismo a la junta sindical (artículo 22).

[4] Una vez concertada una negociación sobre efectos públicos, “se publicará enseguida por voz del anunciador de la Bolsa, dándosele para el efecto

⁶⁵ *Gaceta de Madrid* de 6.4.1846.

una nota por la junta sindical que comprenda la cantidad y calidad de los efectos negociados y el precio de la negociación (artículo 23).

[5] “Se prohíben todas las operaciones en efectos públicos a plazo, a prima o que bajo cualquiera otra denominación no se contraten y realicen en la forma prescrita en los artículos 20, 21, 22 y 23” (que se acaban de citar) (artículo 36).

[6] Las operaciones prohibidas se declaran expresamente ilícitas, estableciéndose multas para los infractores, incluidos los agentes –a los que se impondrá además la pena de “privación de oficio” en caso de reincidencia–, y sometiendo al Código penal a los que “cometan engaños o fraudes en cualquier género de contrato” (artículos 37 y 38).

[7] Se declaran inadmisibles en juicio las acciones que se interpongan, incluidas las de indemnización, que procedan de operaciones prohibidas (artículo 39), reconociéndose una excepción específica cuando se reclame judicialmente su cumplimiento o por un título de crédito, en el que no se exprese su causa o se exprese una causa lícita, probando su procedencia de un contrato prohibido (artículo 41).

[8] Finalmente, se declaran nulos “los contratos en que se encubriere alguna operación en efectos públicos ilícita”, sometiendo a los que bajo cualquier concepto hubieren tomado parte en su celebración, a las multas establecidas para estas operaciones (artículo 40).

En una consideración de conjunto, la norma tuvo el acierto de cortar de raíz un panorama especulativo sobre la deuda pública, que provocaba los inconvenientes que ya se han señalado. También acertaba al clarificar el alcance de la prohibición respecto a operaciones encubiertas o en las que se combinasen con títulos de crédito –aquí el legislador parece pensar en que el aplazamiento del precio o la falta de entrega de los valores se garantizase con letras o pagarés–, así como el aparato sancionador que la acompañaba, tanto para los clientes (compradores y vendedores) como para los agentes que intervinieran las operaciones ilícitas.

Sin embargo, la norma adolecía de defectos. El principal es que se centraba en el resultado de la especulación –las operaciones a plazo– y no en su causa –la manipulación interesada de las cotizaciones al alza o a la baja–. Pero aun así se quedaba corta porque no extendía cautelas semejantes en relación con operaciones hechas fuera del mercado bursátil, donde seguramente se siguió operando a plazo⁶⁶, y tampoco respecto a la negociación de otros valores distintos de los públicos, como particularmente acciones de sociedades que no tuvieran reconocido este carácter. Por otro, y en sentido justamente contrario, era excesivamente draconiana cerrando la posibilidad de hacer operaciones a plazo con respaldo; esto es, no en descubierto (sin dinero o títulos).

En todo caso, la reforma se dejó sentir sobre el curso de una bolsa que comenzó a languidecer, también seguramente como consecuencia de la crisis económica que se estaba produciendo ya en España y otros países, por lo que

⁶⁶ Según parece se siguió operando de esta forma fuera de la bolsa: R. ANSÓN, *La Ley, cit.*, pág. 88.

finalmente se decidió suavizar la prohibición de las operaciones a plazo en un posterior Real Decreto de 30 de septiembre de 1847⁶⁷.

En este sentido, en su exposición de motivos, se justificaba la nueva reforma de la siguiente manera:

“El abuso de las operaciones a plazo en la Bolsa de Madrid produjo un anatema contra ellas que alcanzó a la Bolsa misma. De aquí vino el descrédito de la institución y la prohibición absoluta de los contratos a término sobre efectos públicos. Clamores opuestos han llegado después a los oídos de vuestro Gobierno, fundados, ya en las incontestables ventajas que la existencia de la Bolsa procura al comercio, ya en la propagación y funestas consecuencias de un juego oculto, sostenido por mediadores intrusos.

El Gobierno de V. M. deplora los abusos cometidos en las operaciones a plazo; pero ni juzga a propósito las prohibiciones absolutas para extirparlos, ni deja de temer que tales medios ataquen a su vez intereses y aun derechos dignos de ser respetados. Oponer prudentes y eficaces obstáculos a los abusos que siempre introduce el hombre en los actos más lícitos y morales, es lo que, en concepto de vuestros Consejeros responsables, se debe hacer en esta materia; y siguiendo esta máxima el Ministro que suscribe tiene la honra de someter a la aprobación de S. M. algunas reglas que, apartadas de los extremos en que incurrieron las precedentes disposiciones, puedan reanimar las operaciones lícitas, disminuir los fraudes, atenuar la crisis monetaria que abruma la plaza, aumentar el precio de los efectos públicos, y oponer estorbos a los fraudes que en los contratos a plazo se introdujeron hasta ahora.

En estas reglas, Señora, no se confunden las operaciones a plazo, cuya garantía consiste en la mera palabra de los contratantes, con las que se hacen sobre efectos depositados. En cuanto a las primeras, si bien no se pretende aniquilar la obligación moral que producen, no tendrán sin embargo fuerza civil de obligar; circunstancia que calmará en gran manera la propensión al juego, pues que no habrá más garantías para emprenderlo que la probidad y la posibilidad de los contratantes. Respecto de las segundas la garantía es completa, y las operaciones no pasarán nunca de la posibilidad del vendedor”.

El texto articulado de la norma, bastante escueto con solo cuatro artículos, se limitaba a autorizar las “operaciones a plazo sobre efectos públicos”, con fuerza civil de obligar, cuando “se haga el depósito de los efectos, en cuyo caso adquirirán fuerza ejecutiva” (artículo 1), siendo el plazo máximo de las operaciones 50 días (artículo 2) y el día de liquidación “a voluntad” (artículo 3), y los agentes responsables del plazo “cuando hubiese depósito de los efectos” (artículo 4).

Obsérvese que, como se acaba de apuntar, nada se decía respecto a operaciones extrabursátiles y sobre otros valores que no fueran efectos públicos, como las acciones que no tuvieren reconocido este carácter. Es más, la propia exposición de motivos daba a entender que estas operaciones extrabursátiles se podrían emprender incluso con efectos públicos, aunque sin contar con el respaldo de su obligatoriedad, considerándolas como una especie de *gentleman's agreement*⁶⁸. Curiosa manera de (no) resolver el problema.

⁶⁷ *Gaceta de Madrid* de 1.10.1847.

⁶⁸ Este había venido siendo tradicionalmente el ámbito reconocido a las deudas procedentes de juegos o apuestas prohibidos (que posteriormente se recogió en el Código civil de 1889, artículos

Finalmente el proyecto de Ley orgánica de la Bolsa aprobado también provisionalmente por Real Decreto de 8 de febrero de 1854⁶⁹, por la imposibilidad de tramitación parlamentaria⁷⁰, establecerá en su artículo 15 que “[l]as operaciones sobre efectos públicos se podrán hacer al contado o a plazo, pero siempre con la intervención de los agentes”.

En relación con las operaciones a plazo de efectos públicos, se establecerán las siguientes reglas:

[1] Las operaciones a plazo “no excederán de fin del mes en que se verifiquen, o fin del siguiente” (artículo 26).

[2] Para que estas operaciones “tengan fuerza de obligar” se exigía “que existan en poder del vendedor los títulos que se proponga vender, a cuyo efecto entregará al agente nota firmada de su numeración” (artículo 27). La póliza deberá contener la numeración de los títulos, sin la que “no tendrán fuerza alguna en justicia” (artículo 29).

[3] “En estas operaciones el agente no será más que simple intermediario, limitándose su oficio a proponer la operación en nombre de su comitente, quien será el único responsable de la negociación” (artículo 28). Disposición de suma importancia porque en las operaciones al contado, los agentes sí eran garantes de su cumplimiento, al configurarse su comisión como *comisión de garantía* (véase el artículo 16)

[4] “El vendedor no podrá reclamar el cumplimiento de la operación si no presentase los títulos cuya numeración expresa la póliza; pero no le servirá de excepción contra el comprador el no tener o no haber tenido los mismos títulos para eximirse de entregarlos” (artículo 30).

En definitiva, se mantiene la misma actitud permisiva ante las operaciones a plazo sobre efectos públicos que la anterior disposición, aunque morigerada, ya que ahora no se exige el depósito de los efectos, y todo queda fiado, de alguna manera, al vendedor que, bajo su palabra de disponer de los títulos (que deben especificarse en la póliza con su numeración), será el que responderá del cumplimiento de la obligación de entrega. En definitiva, que con esta disposición prácticamente se desanduvo todo el camino que se había iniciado con la tajante prohibición de las operaciones a plazo sobre efectos públicos⁷¹, sin atajarse la raíz del problema que es la manipulación de las cotizaciones.

1798 y 1801) con lo que había aquí una cierta asimilación de la especulación bursátil con este tipo de apuestas.

⁶⁹ *Gaceta de Madrid* de 10 de febrero de 1854.

⁷⁰ Estamos en la antesala de la revolución que produjo el advenimiento del Bienio Progresista, con el retorno de Espartero, en un momento en que el gobierno autoritario de Sartorius, ante la imposibilidad de controlar las cámaras, las había disuelto y gobernaba a base de decretos

⁷¹ J. GARRIGUES, *Curso, cit.*, II, pág. 386, comentando la evolución de la normativa española sobre operaciones bursátiles a plazo, señala que:

“Con este sistema se pretendía distinguir entre las operaciones a plazo hechas con intención de ejecutarlas mediante la entrega en su día de los títulos vendidos y el abono de su precio, y

3. El endurecimiento de la legislación societaria: prohibición de la emisión de acciones antes de la constitución y exigencia de desembolso mínimo

La respuesta más conocida y contundente que se dio por el legislador español de la época, al ambiente de agiotaje del momento, se centró en la profunda reforma del régimen de la sociedad por acciones, que se produjo mediante la Ley de 28 de enero de 1848, “preceptuando que no se pueda constituir ninguna compañía mercantil, cuyo capital en todo o en parte se divida en acciones, sino en virtud de una ley o de un Real decreto, con lo demás que se determina”⁷².

En el entreacto se generó la ya referida crisis económica de 1847 que, como señala Tortella, fue la primera crisis propiamente capitalista que conoció España: “[e]n ella muchas sociedades anónimas suspendieron pagos, algunos ferrocarriles aplazaron sus obras (...) y muchos industriales textiles despidieron a sus obreros”⁷³. Lo que no dejaría de impactar en la mentalidad de los especuladores, nunca hasta entonces sometidos a eventos de este tipo (y que, como hoy se sabe, son cíclicos).

En cualquier caso fue esta crisis económica, más que la especulación o el agiotaje, la que desató el pánico entre la clase política⁷⁴, muy implicada además en España en negocios, y sirvió de justificación para el notable endurecimiento de la legislación sobre sociedades anónimas que supuso aquella Ley que, sin derogar formalmente en este punto al Código de comercio de 1829, lo dejó relegado a norma meramente subsidiaria. Destaca sobre todo que para la constitución de sociedades anónimas, frente al sistema liberal de aquel Código, que solo exigía autorización del Tribunal de Comercio, se exigiera una ley o un real decreto” (artículo 1º), estableciéndose un procedimiento de *autorización gubernativa* si se seguía esa última vía, que obligaba a la formación de un expediente y la consulta del Consejo Real (artículos 6 y 7)⁷⁵. Asimismo, estaba sometida a autorización gubernativa la reforma de los estatutos y reglamentos de la compañía (artículo 11). En el caso de bancos y de compañías cuyo objeto fuera construir “carreteras generales, canales de navegación y

aquellas otras pactadas con el propósito de liquidarlas mediante el simple pago de la diferencia entre el precio convenido y el de cotización el día del vencimiento (*operación a diferencias*). Esta segunda clase de operaciones se estimaba ser un puro contrato de juego encubierto bajo la forma de una venta y, en tal concepto, ineficaz para engendrar acción (cfr. Art. 1.798 del C. c.). Mas en la práctica era casi imposible conocer la verdadera intención de los contratantes, supuesto, además, que la mayoría de las veces se contrata sobre formularios y con intervención de un agente mediador. Era necesario acudir a indicios, como la profesión del dador de la orden, sus medios económicos, etc. Por estas consideraciones se adoptó al fin en España el sistema de libertad, primero en el D.L. de 12 de enero de 1869 y después en el vigente C. de c. de 1885”.

⁷² Colección Legislativa de España, tomo XLIII, primer semestre 1848, nº 48, págs. 51 y ss.

⁷³ G. TORTELLA, *Los orígenes, cit.*, pág. 43.

⁷⁴ No debe olvidarse que 1848 fue un año de revoluciones en Europa, y la fecha en la que aparece el célebre *Manifiesto comunista* de Marx y Engels.

⁷⁵ El artículo 18 de la Ley sometía incluso a este nuevo procedimiento de constitución, a las compañías que ya estuvieran autorizadas con anterioridad, al obligarlas a pedir autorización real en el plazo de dos meses, previo acuerdo de los accionistas de continuación de la mismas.

caminos de hierro”, la norma era aún más rigurosa, ya que en adelante solo podrían constituirse mediante una ley (artículo 2).

Asimismo se imponía que las sociedades anónimas se constituyeran “precisamente para objetos determinados y con un capital proporcionado al fin de su establecimiento” (artículo 5), requisito que se ha interpretado modernamente como la exigencia de una adecuada capitalización tendente a evitar la *infracapitalización* de las sociedades⁷⁶. En ningún caso se podían autorizar las sociedades que se dirigiesen “a monopolizar subsistencias u otros artículos de primera necesidad” (artículo 4). Por otro lado, su objeto social debía ser de “utilidad pública” a juicio del gobierno (artículo 9); requisito que parecía convertir la autorización gubernativa de nuevas sociedades anónimas en *discrecional*.

Por lo que ahora más interesa, la Ley prohibía la emisión de títulos de las acciones antes de la constitución definitiva de la compañía (artículo 12), así como, salvo que la sociedad fuera autorizada a ello por ley, la emisión de billetes, pagarés, abonarés, ni documento alguno al portador bajo sanción de multa (artículo 15)⁷⁷. Asimismo, limitaba el alcance del peligroso expediente de las *acciones en cartera*, al establecer que debía suscribirse (por los accionistas) “una mitad, por lo menos, del capital de la compañía” (artículo 8) y una vez autorizada esta desembolsarse al menos el 25 % (artículo 9).

Estas dos disposiciones, aunque no prohibían formalmente el tráfico sobre acciones antes de la constitución, ni regulaban un proceso de fundación sucesiva, como se hará ulteriormente en España a partir de la Ley de sociedades anónimas de 1951, sí que dificultaban la especulación en el momento constitutivo, al prohibir, por un lado, la emisión de títulos negociables antes de la constitución y, por otro, exigir un desembolso mínimo por parte de los accionistas que, a la vez que los obligaba en el proyecto, aseguraba una cierta consistencia inicial al patrimonio social. Adicionalmente la exigencia como mínimo de una autorización gubernativa, en la que había que tener en cuenta la suficiencia de capital y la utilidad pública del objeto social, podría desactivar, al menos en teoría, la presentación al público de proyectos fantasiosos o quiméricos de sociedades anónimas, como había sucedido en el pasado.

A pesar de su rigor, en algunos aspectos la Ley de 1848 se atenía a los estándares internacionales de la época, donde lo habitual seguía siendo someter la fundación de estas sociedades a autorización gubernativa (sistema del *octroi*)⁷⁸. Por otro lado, era una norma sorprendentemente técnica para la época, que establecía algunas cautelas que llegaron para quedarse, como la prohibición

⁷⁶ A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada* [Real Colegio de España], Bolonia 1973, págs. 40 y s., nota 27. Del examen de algunos expedientes realizado por C. PETIT, *Historia*, cit., pág. 467, se desprende que este aspecto y los conexos de desembolso y reservas, fueron objeto de control efectivo en las autorizaciones gubernativas.

⁷⁷ El artículo 14 señalaba que “[l]as acciones de las compañías establecidas con arreglo a esta ley se cotizarán como valores comunes de comercio, y conforme a las disposiciones prescritas en la ley de Bolsa”, lo cual debe entenderse sin perjuicio de las que tuvieran reconocido el carácter de efectos públicos, a tenor de lo que se indicó anteriormente.

⁷⁸ Véase J. GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades anónimas* [Universidad de Valladolid], Valladolid 1952, págs. 9 y ss.

de emitir acciones antes de la constitución de la sociedad, la exigencia a los accionistas de un desembolso mínimo del 25 % y, si no la prohibición de las peligrosas *acciones en cartera*, como se hará más adelante en las legislaciones modernas, sí al menos establecer un límite a su volumen (como máximo el 50 % del capital nominal).

Sea como fuere, la Ley fue percibida poco después por sus contemporáneos como excesivamente rigurosa, lo que llevará a que en la futura legislación del Bienio Progresista se produzca una cierta desregulación de sus preceptos, al menos en relación con ferrocarriles y banca⁷⁹.

4. La prohibición de la pignoración de acciones propias en bancos y sociedades anónimas de crédito

Durante el Bienio Progresista, se procedió a una reordenación del crédito en España, que se consideraba indispensable para financiar los futuros ferrocarriles y hacer frente de manera coherente y unificada a las diversas solicitudes que se habían presentado para constituir nuevos bancos (después, además, del fiasco que en la década anterior había supuesto el *Banco de Isabel II*).

La primera pieza de esa reordenación bancaria fue la Ley de 28 de enero de 1856, “mandando que el Banco español de San Fernando tome en lo sucesivo el nombre de *Banco de España*, con lo demás que se expresa”⁸⁰, y que en realidad era una norma general que regulaba y fomentaba la creación de nuevos bancos de emisión, muy difícil bajo la Ley de sociedades anónimas de 1848. La Ley fue impulsada por Ramón de Santillán, gobernador del *Banco de San Fernando*, a la vista de que el volumen de emisión de billetes autorizado a este banco se había revelado como insuficiente, y también movido por las numerosas peticiones recibidas en las Cortes para crear nuevos bancos⁸¹. El aspecto más destacable de la ley finalmente aprobada es que rompió el *statu quo* de solo tres bancos de emisión⁸², al permitir el establecimiento en cada localidad de un “establecimiento de emisión, bien sea Banco particular, bien sucursal del de España” (artículo 4.1), y no exigir además una ley para ello⁸³.

Por lo que ahora interesa, se prohibía a todos los bancos de emisión, creados y por crear, que “hicieran préstamos bajo la garantía de sus propias acciones” (artículo 15). Esta prohibición, no obstante, no era realmente nueva porque la precedente Ley de 4 de mayo de 1849, “reorganizando el Banco español de San Fernando”, ya la había anticipado en relación con este banco en

⁷⁹ En este punto me remito de nuevo a mi trabajo L. A. VELASCO, “La Ley general”, *cit.*, págs. 610 y ss.

⁸⁰ *Colección Legislativa de España*, tomo LXVII, primer cuatrimestre de 1856, n. 70, págs. 93 y ss.

⁸¹ Así lo señala G. TORTELLA: *Los orígenes*, *cit.*, pág. 51, apoyándose en los escritos del propio Santillán.

⁸² Además del *Banco de San Fernando*, existían en la época el *Banco de Cádiz* y el *Banco de Barcelona*.

⁸³ Véanse G. TORTELLA: *Los orígenes*, *cit.*, págs. 52 y ss. y Y. BLASCO-MARTEL, “Regulación bancaria y bancos provinciales”, en SUDRIÀ/ BLASCO-MARTEL (eds.), *La pluralidad de emisión en España, 1844-1874* [Fundación BBVA], Bilbao 2016, págs. 101 y ss.

su artículo 14⁸⁴, como medio para evitar los abusos que años antes se produjeron con el fusionado *Banco de Isabel II*.

Con la misma fecha, aunque su tramitación parlamentaria fue posterior, se aprobará la Ley de 28 de enero de 1856 “fijando las reglas que deberán observarse para el establecimiento de sociedades anónimas de crédito, y sus atribuciones”⁸⁵, que vino a su vez motivada por diversos proyectos de bancos de negocios presentados en 1855 e inspirados principalmente por grupos rivales de capital francés⁸⁶.

También se establecía en esta Ley una regla sobre los préstamos con garantía de acciones propias, aunque menos exigente que en el caso de los bancos de emisión, ya que, a estas sociedades –en realidad bancos de negocios–, sí se les permitía su realización, con tal de que no excedieran “del 10 por 100 del capital efectivo de la sociedad, del 60 por 100 del valor que estas tengan en la plaza y del término de dos meses” (artículo 4, 7^o.2). En este caso, la norma fue criticada por insuficiente por estimarse que los peligros de estas operaciones eran semejantes en ambos tipos de banca (de emisión y de negocios)⁸⁷.

Nada se dispuso, en cambio, sobre la adquisición de acciones propias, operación que, como se ha dicho, fue practicada al menos por el *Banco de San Fernando*. No obstante, una previa Real Orden de 31 de mayo de 1852, advertía a los directores de las sociedades anónimas –por tanto, no solo de los bancos– que no podían comprar sus propias acciones “sino en virtud de acuerdo de la Junta general, y para poseerlas en común sin desmembrar en lo más mínimo el capital social, para cuya operación no podrán emplearse otros fondos que los procedentes de las ganancias líquidas y repartibles”⁸⁸.

En cualquier caso, estas normas restrictivas para controlar los préstamos con pignoración de acciones propias, fueron sin duda muy adelantadas en el tiempo, y, aunque en el caso de la prohibición absoluta de los préstamos con garantía de acciones propias para los bancos de emisión, fuera quizá excesiva

⁸⁴ *Colección Legislativa de España*, tomo XLXVII, segundo cuatrimestre de 1849, n. 271, págs. 19 y ss.

⁸⁵ *Colección Legislativa de España*, tomo LXVII, primer cuatrimestre de 1856, n. 71, págs. 96 y ss.

⁸⁶ Sobre esta Ley y sus circunstancias, me remito a mi anterior trabajo, L. A. VELASCO, “La Ley de sociedades anónimas de crédito de 1856: el intento fallido de crear una banca de negocios en España”, en *Homenaje al Profesor José María de Eizaguirre* [Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea], Bilbao 2000, págs. 429 y ss.

⁸⁷ Durante la tramitación parlamentaria los diputados opositores (Jaén y Cantero) trataron, sin éxito, que estas operaciones se prohibieran con carácter general a la vista de la experiencia histórica negativa con *el Banco de Isabel II* y como se había hecho con los bancos de emisión en la Ley coetánea. La mayoría (por la voz de Sánchez Silva) se negó a modificar el precepto, arguyendo que los límites establecidos, particularmente que los préstamos solo pudieran ser a corto plazo, conjuraban los peligros (*Diario de Sesiones de las Cortes Constituyentes*, nº 290, de 16.1.1856, págs. 9915 y ss.).

⁸⁸ *Colección Legislativa*, tomo LVI, segundo cuatrimestre de 1852, n. 450, págs. 111 y ss. Aunque carente de rango, la norma estaba sorprendentemente bien orientada, ya que las dos exigencias que establecía forman parte de la arquitectura moderna de regulación de estas operaciones (véase el artículo 146 de la LSC).

cuando no se les prohibía expresamente la *adquisición de acciones propias*, operación sin duda más grave, no dejan de merecer un juicio positivo.

V. ALGUNAS LECCIONES PARA EL PRESENTE

La experiencia histórica en España en la década de los años 40 del siglo XIX con la bolsa y con el tráfico de efectos públicos y acciones, dentro y fuera de la bolsa, no fue muy alentadora. La falta de práctica previa propició una legislación inicial ingenua y desprovista de controles mínimos para prevenir y sancionar lo que hoy llamamos abusos de mercado y, en la época, agiotaje.

La respuesta del legislador introduciendo a partir de mediados de la década de 1840 crecientes controles en la operativa en bolsa y en sociedades anónimas y bancos, merece valoración positiva en cuanto a su laudable finalidad, aunque, como ya se ha dicho, abordaba más los síntomas (las operaciones a plazo), que las causas (la manipulación de las cotizaciones).

No obstante, la respuesta en ciertos aspectos fue tan desproporcionada – seguramente porque se *legisló en caliente*, cosa que nunca es buena–, que hubo que proceder a una cierta desregulación en los años siguientes, particularmente cuando se acerca o se está ya en el Bienio Progresista. Lo que a su vez, por la intensidad de lo desregulado, tuvo otras consecuencias perniciosas como la crisis de las empresas de ferrocarriles, de la nueva banca creada para financiarlos y de la propia economía a partir de 1864⁸⁹, lo que acabó arrumbando a la monarquía de Isabel II en 1868, aunque ello queda ya fuera del objeto de este trabajo.

Para evitar estos vaivenes de la legislación –hay históricamente un círculo vicioso, del que no se acaba de salir, entre regulación-desregulación-neorregulación⁹⁰–, conviene legislar de manera más pausada y proporcionada. Regular en exceso es malo, porque acaba lastrando la actividad económica, pero desregular o liberalizar sin más y sin calibrar debidamente lo que se liberaliza o desregula, puede llegar a producir males todavía mayores. De ello tenemos ejemplos de aquella época, pero también –las lecciones de la historia no acaban de asimilarse– de otras más recientes, como la crisis de 2007, que encontró un caldo de cultivo propicio en la desregulación de las *revoluciones neoconservadoras* de Thatcher y Reagan.

VI. BIBLIOGRAFÍA

ALEJANDRE, J. A., “Marco histórico de la creación de la Bolsa de Madrid”, en *RDBB*, nº 3, 1981, pág. 538 y ss.

ALMUIÑA, C., *La prensa vallisoletana durante el siglo XIX (1808-1894)* [Institución Cultural Simancas], Valladolid 1977.

⁸⁹ Véase G. TORTELLA, *Los orígenes*, *cit.*, págs. 183 y ss.

⁹⁰ Se refiere a este círculo, A. BETANCOR, *Mejorar la Regulación. Una guía de razones y Medios* [Fundación Rafael del Pino-Marcial Pons], Madrid-Barcelona-Buenos Aires 2009, págs. 107 y ss.

- ANSÓN, R., *La Ley y el Reglamento de 1848 sobre Compañías mercantiles por acciones*, tesis doctoral [Universidad Complutense], Madrid 2015, pág. 86 (<https://eprints.ucm.es/id/eprint/28086/1/T35650.pdf>).
- BLASCO-MARTEL, Y., “Regulación bancaria y bancos provinciales”, en SUDRIÀ/BLASCO-MARTEL (eds.), *La pluralidad de emisión en España, 1844-1874* [Fundación BBVA], Bilbao 2016, págs. 101 y ss.
- CALVO, A., “La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch”, en *Revista de Economía Mundial*, núm. 18, 2008, págs. 195 y ss.
- CARR, R., *España 1808-2008*, ed. revisada y actualizada por J. P. FUSI [Ariel], Barcelona 2012.
- DE LA VEGA, J., *Confusión de confusiones. Dialogos curiosos entre un Philosopho agudo, un Mercader discreto, y un Accionista erudito, Describiendo el negocio de las Acciones, su origen, su ethimologia, su realidad, su juego, y su enredo*, Ámsterdam 1688 [reeditada en castellano con ortografía moderna por Imprenta Borrella, Alicante 2008].
- GALBRAITH, J. K., *El crac del 29*, trad. española [Ariel], Barcelona 1976.
- GARRIGUES, J., *Curso de Derecho Mercantil*, II, 7ª ed. revisada con la colaboración de A. BERCOVITZ [Imprenta Aguirre], Madrid 1976.
- GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas* [Universidad de Valladolid], Valladolid 1952.
- HERNÁNDEZ, F., *José de Salamanca, Marqués de Salamanca, El Montecristo español* [Ediciones Lira], Madrid 1992.
- PÉREZ DE LA CRUZ, A., *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada* [Real Colegio de España], Bolonia 1973.
- PETIT, C., *Historia del Derecho Mercantil* [Marcial Pons], Madrid 2016.
- ROJO, A., “José Bonaparte (1808-1831) y la legislación mercantil e industrial española”, en *RDM* nº 143-144, 1977, págs. 121 y ss.
- RUBIO, J., *Sainz de Andino y la codificación* [Consejo Superior de Investigaciones Científicas], Madrid 1950.
- SAINZ DE ANDINO, P., *Ensayo crítico sobre la contratación de la Bolsa de Comercio y las ventas simuladas de efectos públicos*, Parte primera [Imprenta de Don Vicente de Lalama], Madrid 1845.
- TORRENTE, J. A., *Historia de la Bolsa de Madrid* [Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid], tres vol., Madrid 1974.
- TORRENTE, J. A., *Salamanca, bolsista romántico* [Taurus], Madrid 1969.
- TORTELLA, G., *El desarrollo de la España contemporánea. Historia económica de los siglos XIX y XX* [Alianza Editorial], Madrid 1994.
- TORTELLA, G., *Los orígenes del capitalismo en España. Banca, Industria y Ferrocarriles en el siglo XIX*, 3ª ed. [Tecnos], Madrid 1995.
- VELASCO, L. A., “La Ley de sociedades anónimas de crédito de 1856: el intento fallido de crear una banca de negocios en España”, en *Homenaje al*

Profesor José María de Eizaguirre [Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea], Bilbao 2000, págs. 429 y ss.

VELASCO, L. A., *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones* [Lex Nova], Valladolid 1985.

VELASCO, L. A., *Negocios con acciones y participaciones propias. Estudios jurídicos* [Lex Nova], Valladolid 2000.

VELASCO, L.A., “La Ley General de Ferrocarriles de 1855 y la política de su fomento: el éxito de un fracaso”, en MARTÍNEZ LLORENTE/ RUÍZ (coord.), *La historia y el Derecho de España: visiones y pareceres. Homenaje al Dr. Emiliano González Díez* [Dykinson], Madrid 2022, págs. 597 y ss.

WAIS, F., *Historia general de los ferrocarriles españoles (1830-1941)* [Editora Nacional], Madrid 1967.