

12. IKASGAIA BALOREEN MERKATUKO KONTRATUAK

Laburpena

1. BALOREEN MERKATUKO ZUZENBIDEA
2. BALOREEN MERKATUAK
3. KONTRATUAK MERKATU PRIMARIOAN
4. KONTRATUAK MERKATU SEKUNDARIOAN, BURTSAN
5. BESTE NEGOZIO BATZUK

1. BALOREEN MERKATUKO ZUZENBIDEA

Kreditu-erakundez gain, enpresek finantziazioa lortzeko erabiltzen duten beste bide bat inbertsoreengana jotzea izaten da. Hauek izan daitezke profesionalak ala ez profesionalak, hau da, inbertsiotako zerbitzuak ematen dituzten pertsona juridikoak baina baita ere pertsona fisikoak, aurrezle txikiak. Inbertsoreek sozietateei finantziazioa emateko bidea izaten da kapital sozialean harpidetza egitea (hau da, akzioak harpidetzea, bai sozietate anonimo berriak sortzerakoan, bai lehenagotik sortutako sozietateen kapitala gehitzerakoan) edota sozietateari egindako mailegua adierazten duten tituluak harpidetzea (obligazioak, enpresetako zor-agiriak, e.a.). Lehenengo kasuan inbertsiogilea bazkide bihurtzen da eta bigarreanean, berriz, mailegu-emaille (nahiz eta batzutan bazkide izatera iritsi daiteken, harpidetutako obligazioak akziotan bihurtzeko baldin badira). Finantziazioa emateko modua ere, ikuspegi ekonomiko eta kontabletik begiratuta, desberdina da kasu batean eta bestean. Kapitala harpidetzearen kasuan, finantziazioa baliabide propioak baliatuaz egiten da eta obligazioen kasuan, berriz, besteren baliabideekin.

Harpidetza-mota desberdin hauek bideratzeko zuzenbidean sistema oso bat antolatuta dago erakunde eta arau propioak dituena. Bere helburua da titulu hauek masan igorri ahal izatea (ezinezko bait da banan bana negoziatzea), horretarako beharrezkoak diren informazioak, segurtasuna, sinesgarritasuna

eta likidezia lortzeko aukera bermatuaz (harpidetutako tituluak saltzeko aukera egon behar du, horrela likidezia eskuratu, irabaziak lortu eta beste inbertsio berri gehiago egin ahal izateko).

Horrela, inbertsioak modu masiboan egin ahal izateko, balore negoziagarri batzuk ezartzen dira mota desberdinekoak (akzioak, obligazioak, obligazio bihurtgarriak, e.a.) eta bakoitzarentzako nahitaezkoak diren baldintza batzuk. Balore horiek jaulkitzen dituztenak publikoki zenbait informazio eman behar dute beren nortasun eta kaudimenari buruzkoak, inbertsoreek izango duten obligazio eta irabazi posibleen inguruko ideia bat egin dezaten. Horretaz gain, badira jaulkipenen sinesgarritasuna kalifikatzen dituzten *rating* agentziak. Gainera, inbertsoreek harpidetutako baloreak merkatu sekundariotan saldu ahal izango dituzte (dena den, salmenta errazagoa da batzutan, adibidez, kotizatzen duten akzioen kasuan, baina zailagoa beste batzutan, kotizatzen ez dutenean). Sistema honen funtzionamendua errazteko inbertsio-negoziotan espezializatutako artekariak daude, inbertsio-zerbitzutako enpresak, alegia, beren sinesgarritasuna eta kaudimena kontrolatuta daukatenak. Horretaz gain, sistema finantzieroaren fidagarritasuna bermatzeko, badira beste erakunde batzuk ere, Inbertsioen Berme Fondoa (*Fondo de Garantía de Inversiones*), esate baterako. Honek inbertsiogileei gutxienezko kopuru baten babeska ematen die kudeatzaile edo artekari diren erakundeen kaudimengabezia gertatu ezkeru.

Ikus daiteken bezala, baloreen merkatu-sistemari sinesgarritasuna eta ziurtasuna emateak egitura konplexu bat eskatzen du. Espainian *Ley 24/2988, de 28 de julio, del mercado de valores* (LMV) izan zen baloreen merkatuko zuzenbidea modernizatu zuena, Europar Batasuneko arauetara egokituaz. Gerora, lege honen garapenerako erreglamendu ugari izan da. Araudi konplexu hau oinarritzko printzipio batzuren gainean eraikia dago. Printzipio horiek dira: *i)* merkatu-askatasuna (baloreen kontratazioan prezioak eskaria eta eskaintzaren arabera finkatzen dira); *ii)* inbertsorearen informazioa eta merkatuaren gardentasuna (baloreen jaulkitzaileek zenbait informazio emateko obligazioa daukate inbertsoreek eskuratu nahi dituzten tituluei buruz eta titulu hauen sozietateei buruz); *iii)* inbertsoreen babeska (horretarako eratu zen *Fondo de Garantía de Inversiones* eta bereiztu ziren inbertsore profesionalak eta xehekakoak edo kontsumitzaileak, LMV 78 art.e.o.) eta *iv)* inbertsoreen arteko berdintasuna (debekatuta dago informazio pribilegiatuaz baliatzea baloreak kontratatzeko, *insider trading*).

Lege honek ekarri zuen modernizazioaren zeinu bat *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) sortzea izan zen. Erakunde publiko hau administrazio publikoarekiko independentea da eta baloreen merkatuko eragiketak eta bertan parte hartzen duten pertsona fisiko eta juridikoak ikuskatzen ditu. Hauen arau-urrapenak zigortzeko ahalmena dauka eta baita ere urrapen horiek oso larriak direnean Ekonomia eta Ogasun Ministerioari santzioak proposatzekoa. Horretaz gain, erreglamenduak egiteko boterea eta aholkularitza eta informaziorako ahalmena ere baditu.

Legeak (LMV) badu atal oso bat merkatu honetan jarduten dutenen jokabidezko araei buruzkoa (*Título VII, Normas de conducta*), erreglamendu bidez ere garatu izan dena eta, oro har, fede onaren kontrakoak diren jokabideak salatzen dituena (KZ 7.1 art.). Bertan honako arau-multzo hauek bereizi daitezke:

- a) Inbertsio-zerbitzuetako enpresei, kreditu-erakundeei eta baloreen inguruan aginduak jaso edo betetzen edo aholku ematen jarduten duten bestelako erakundeei zuzenduriko arauak. Hauek batez ere kontratugintzan izan beharreko arretari buruzko arauak dira. Beren helburu nagusiak dira kotizazioen garapen artifiziala sahiestea eta informazio pribilegiatuaz baliatzea galeraztea (LMV 79, 80 eta 83 art.).
- b) Balore-jaulkitzaileei zuzenduriko arauak. Hauek CNMV delakoari zenbait informazio jakinarazteko obligazioa ezartzen diete, honek informazioa aztertu ondoren merkatura zabal dezan (LMV 82 eta 83 bis art.).
- c) Baloreen merkatuan erlazionatzen diren edo jarduten duten pertsonen zuzenduriko arauak (LMV 81 eta 83 quater art.). Arau hauek debekatu egiten dute *insider trading* delakoa edo infomazio pribilegiatuaz abusu egitea.

2. BALOREEN MERKATUAK

Baloreen merkatuak ezagutu ahal izateko, lehendabizi baloreak edo balore negoziagarriak zer diren argitu behar da. Legeak (LMV) ez du kontzeptuaren definiziorik ematen, hori erreglamendu bidez egin da (RD 1310/2005 3 art.). Horrela, bere deitura edozein izanda ere, balore negoziagarria da ondaretar edukia duen eskubide bat, bere egitura juridikoa eta transmititzeko moduagatik, merkatu finantziario baten objektu izan daitekena modu orokor eta

inbertsonalean. Balore negoziagarrien adibiderik argiena akzioak eta obligazioak dira. Gainera, esan behar da gaur egun balore negoziagarriak ez direla titulu bidez adierazten, kontutako oharpen bidez baizik.

Baloreen merkatuan hiru subjektu-mota desberdinek hartzen dute parte: jaulkitzaileek, inbertsoreek eta artekariek.

Baloreen jaulkitzaile (*emisor de valores*) esaten zaio merkatu sekundario ofizial batetan edota Europar Batasunean helbidea duen beste merkatu erregulatu batetan negoziatzeko baloreak jaulkitzea onartu izan zaion pertsonari (RD 1310/2005 4 art.). Jaulkitzaileek legezko zenbait baldintza bete behar dituzte (LMV 25.3 art.) eta ez dira sekula pertsona fisikoak izango. Legezko status berezi bat daukate zenbait obligazio ezartzen dizkiena: informazio esanguratsua merkatura zabaltzeko obligazioa (LMV 82.2 art.); merkatuan burutuko den eragiketa bat prestatzen ari den bitartean informazioa isilpean gordetzeko obligazioa (LMV 83 bis art.) edota tituluen jaulkipen-eskaintza publikoa egiterakoan liburuxka bat argitaratzeko obligazioa, esate baterako.

Inbertsorea da jaulkitzailearen kontrapartea, harengandik baloreak eskuratzen dituen subjektua. Honen legezko tratamendua guztiz bestelakoa da. Obligazioak ezarri orde z babes berezia ematen zaio, nolabaiteko egoera ahulagoan dagoelako eta bera delako inbertsioa egiteko arriskua hartzen duena. Dena den, inbertsorea ere baloreen merkatuko subjektua den heinean, merkatu horretako arau berezien menpe aurkitzen da (ad. jokabidezko arauen menpe, LMV 78 art.e.o.). Inbertsoreak babesteko neurrien artean *Fondo de Garantía de Inversiones* delakoa azpimarratu behar da, fondo honetara atsekitutako erakunde baten konkurtsoa gertatuz gero, inbertsore ez profesionalak hari entregatutako dirua berreskuratu ahal izango dutelako neurri batetan (100.000 € inbertsore bakoitzeko). Inbertsoreak izan daitezke profesionalak ala xehekakoak. Profesionalak dira erakunde finantzieroak, erakunde publiko batzuk, maila bateko negozio-bolumena duten enpresariak eta inbertsore instituzionalak (inbertsio kolektiboko erakundeak). Xehekakoak dira, berriz, profesionalak ez direnak. Gainera, hauen bebeserako, inbertsiozko zerbitzuak ematen dituzten erakundeei bezeroa ezagutzeko obligazioa ezartzen die legeak. Erakunde hauek bezeroak arlo finantzieroan duen ezagutza-maila zein den jakin behar dute, bere perfilari dagokion moduko produktuak eskaintzeko. Horretarako bada test berezi bat.

Inbertsio-zerbitzuetako enpresak, berriz, balore-merkatutako artekariak dira. Kreditu-erakundeek ere zerbitzu-mota hauek eman ditzakete beti ere beren estatutuek ahalbidetzen badute eta dagokion baimena lortu ezkeru. Europar Batasuneko edozein estatutan baimendutako enpresek ere Espainian zerbitzu hauek eskaini ditzakete sukurtsal bat irekiaz. Legearen arabera inbertsio-zerbitzuak dira (LMV 63.1 art.): a) hirugarrenen kontura beren aginduak jasotzea eta transmititzea; b) hirugarrenen kontura agindu horiek burutzea; c) norberaren kontura negoziaketa egitea; d) inbertsoreek emandako aginduen arabera beren baloreen kudeaketa diskrezionala eta indibidualizatua egitea; e) artekaritza egitea, jaulkitzaileen kontura, salmentarako eskaintza publikoen jaulkipenak kolokatzeko; f) salmentarako eskaintza publikoak eta jaulkipenak aseguratzea eta g) osagarrizko beste zenbait eragiketa (LMV 63.2 art.). Zerbitzu-sorta zabal hau ikusirik, legeak eta bere erreglamenduek enpresa-mota desberdinak bereizten dituzte bakoitza bere baldintzekin (batez ere kaudimenezko baldintza bereziekin) (LMV 64 art.):

- Baloreen sozietateak. Hauek dira zerbitzu-mota gehien ematen dituztenak, beren kontura edo besteren kontura jardunez.
- Baloreen agentziak. Soilik besteren kontura jardun dezakete eta ezin dute zenbait zerbitzu eman. Ezin dute beren kontura negoziatu, salmentarako eskaintza publikorik eta jaulkipenik aseguru ez eta komisiio-emaleei kreditu edo mailegurik eman ere.
- Kartera-kudeatzaile diren sozietateak. Hauek kudeaketa eta aholkularitza zerbitzuak egiten dituzte.
- Aholkularitza finantzieroa ematen duten enpresak. Beren egitekoa inbertsioari, kapitalaren egiturari eta estrategia industrialari buruzko aholkularitza da. Inbertsiorako txostenak eta analisi finantzieroak egiten dituzte.

Baloreen merkatuan artekariak funtzio inportante bat betetzen dute bezeroen interesak kudeatuaz, bezeroak beren artean harremanetan jarriaz edota beren kontura kontratu eginez.

3. KONTRATUAK MERKATU PRIMARIOAN

Merkatu primarioa ez da erakunde edo leku fisiko bat. Baloreen eskaintza eta eskaria egiteko modu bat da. Merkatu honetan egiten da balore negoziagarrien lehen harpidetza jaulkitzen direnean, hau da, sortzen direnean. Adibidez,

sozietate anonimo baten kapitala gehitzen denean akzio berriak sortzen dira eta harpidetu egiten dira, lehen aldiz. Ondoren, akzio horiek transmititu ezker, bigarren eskuratze bat dator (gero, agian, hirugarren bat, laugarren bat, e.a.). Ondorengo horri **merkatu sekundarioa** esaten zaio.

Merkatu primarioan egiten den kontratu edo negozio nagusia, noski, jaulkitze-harpidetzea da eta gehieneatan Baloreak Harpidetzeko Eskaintza Publikoaren bitartez egiten da (*Oferta Pública de Suscripción de Valores, OPS*). Honen alboan osagarriak diren beste kontratu batzuk ere egiten dira: jaulkipenaren zuzendaritza, kolokazioa edo aseguru.

Baloreen jaulkipenak ez du aurretiaz baimen administratiborik behar (LMV 25 art.), baina baldintza batzuk bete behar ditu Harpidetzeko Eskaintza Publiko bidez egiten bada eta hauxe da ohikoena. Eskaintza publikoa egiteak esan nahi du, edozein modutan, edozein bidetatik, baloreei buruzko eta eskaintzari buruzko informazio nahikoa ematen dela inbertsore batek balore horiek eskuratu edo harpidetuko dituen erabaki hartu ahal izateko. Horregatik harpidetzarako eskaintza publikoak liburuxka bat argitaratzea eskatzen du (LMV 30 bis art.). Horretaz gain, beste zenbait dokumentu ere eskatzen zaizkio jaulkitzaileari: jaulkitzaileak eta baloreek dagozkien arauak betetzen dituztela ziurtatzea eta ikuskariak aztertutako egoera finantzieroa aurkeztea. Behin liburuxka argitaratu ondoren, baloreak harpidetzeko epea irekiko da eta harpidetza liburuxkan esaten den moduan egingo da. Liburuxkan esandakoa aplikatuko da ere eskaintzen diren baloreak baino eskari gehiago egiten badute inbertsoreek. Kasu hauetarako ohikoak izaten dira proportzionaltasunezko erregelak baina baita ere irizpide kronologikoak edo enkanteak.

Praktikan, baloreen jaulkipenak erakundeetan egiten dira. Erakundeek jaulkipenak aztertu ondoren zenbait zerbitzu eskaintzen dituzte, adibidez, inbertsoreak bilatzea edo baloreen kolokazioa ziurtatzea. Honela, jaulkipenaren alboan, osagarriak diren beste negozio batzuk sortu dira. Horietako bat **jaulkipenaren zuzendaritza** da. honen bitartez jaulkitzaileak aditua den erakunde bati agintzen dio jaulkipena burutzeko beharrezkoak diren urratsak burutzea (merkatuko ikerketak, erakunde ofizialetan beharrezkoak diren tramiteak, e.a.). Behin jaulkipena egin ondoren **kolokazioa** dator, hau da, baloreak harpidetuko dituzten inbertsoreak bilatzea. Hori egiten dute kreditu-erakundeek edo balore-agentziek. Batzutan **jaulkipenaren kolokazioa ziurtatzen duen klausulak** ere ezartzen dira. Kasu horietan kudeatzailea

arduratuko da inbertsoreak bilatzeaz eta aurkitzen ez baditu berak harpidetuko ditu esandako baloreak.

Zuzenbideak ez du kontratu guzti hauentzako arau berezirik, baina badira zenbait arau aplikagarri direnak hauetan garrantzitsuak diren elementurentzat. Aipatzekoa da jaulkipena zuzentzen duen erakundeari ezartzen zaion obligazioa. Honek liburuxkan adierazi behar du bertan ematen den informazioa egiaztatu duela eta kalitatezkoa eta nahikoa dela, hau da, ez duela inbertsorearentzat garrantzitsua den gertakari edo daturik ezkututzen. Horrela, zuzendaritzaz arduratzen den erakundeak erantzukizun nabarmena hartzen du, erantzukizun zibila, alegia, liburuxkak esanguratsuak ezkutatu balitu. Dena den, erantzukizun honetatik kanpo geratuko dira kontu-ikuskaritzari dagozkion datuak.

Azkenik, aipatu behar da tituluen jaulkipen bat egiten denean ohikoa dela *rating* agentzia bat kontratatzea tituluak, jaulkitzailea eta bere kaudimena kalifikatzeko. Kalifikazioarekin aditzera eman nahi da jaulkitzaileak zer nolako aukera duen titulu horietan adierazitako konpromezuak betetzeko.

4. KONTRATUAK MERKATU SEKUNDARIOAN, BURTSAN

Merkatu sekundarioak dira jada harpidetuak izan diren tituluak birsaltzen direneko merkatuak. Merkatu sekundario ofizial desberdinak daude, legez araututakoak (ad. kontuan ohartutako zor publikoarena, etorkizunekoak eta aukerakoak, errenta finkoko zenbait titulu), baina garrantzitsuena baloreen burtsa da. Burtsan balore eta tresna finantziero ugari kotizatzen dute (ad. akzioak), beti ere CNMV erakundearen onespenearekin (LMV 46 art.).

Espanian burtsan kontratu egiteko bi eredu bereizten dira. Esanguratsuen 'jarraiango merkatua' da (*mercado continuo*). Bertan artekari bakoitzak erosi eta saltzeko dituen aginduak sistema informatikoan sartzen ditu, Espainia osorako eta merkatuaren funtzionamenduko ordutegi osorako. Hala ere bada 'ahozko merkatua' esaten zaiona (*de viva voz*). Kasu honetan negozioak ahoz egiten dira, nahiz eta gero idatziz jaso eta titulu-mota bakoitzerako ordutegi bat dago. 1988 arte hauxe zen ohikoena, baina gaur egun merkatu honek duen negozio-bolumena oso txikia da. Jarraiango merkatua bakarra da Espainia

osorako, baina honen alboan ahozko merkatuak ere mantentzen dira, Madrid, Barcelona, Bilbo eta Valenciako burtsak, alegia.

Burtsan bi kontratu-mota dira nagusi, komisioa eta salerosketa, ondoren aztertuko ditugunak. **Komisio-kontratua** denboran salerosketa-kontratuaren aurretik egiten da. Hala da, baloreak erostea edo saltzea nahi duenak gehienetan artekari batengana jo behar du, hiritar arruntek ezin bait dute zuzenean merkatu sekundariora jo. Noski, posible da bi partikularren artean zuzenean kontratu-egitea. Baina kasu horretan ere artekariarengana jotzen da negozioa behar bezala erregistratu dezan. Arrazoi hartzea esaten zaio (*toma de razón*). Hemen artekariak ez du artekari edo komisio-hartzaile moduan jarduten, negozio pribatuaren erregistroa egiten du soilik, hau da, burtsan balioa izan dezan, formaltasun bat betetzen du.

Burtsan erosteko edo saltzeko egiten den mandatu edo komisioak berezitasun propioak ditu (nahiz eta subsidiarioki mandatuaren eta komisioaren arauak aplikagarri zaizkion). Berezitasunak honako hauek dira:

- Nahitaezkoa da komisioa onartzea. Burtsako kideek erosteko edo saltzeko agindua onartzeko obligazioa daukate (LMV 39 art. Onarpen hau agindu-emaileak bere obligazioak bete ahal izango dituela kreditatzearen baldintzarekin ematea ahalbidetzen du).
- Artekariak bere izenean jarduten du. Nahiz eta bezeroaren kontura aritu, bere izenean jarduten du salerosketako obligazioen erantzule artekaria bera izatea nahi delako, hau da, nortasuna eta kaudimena kontrolatuta daukan subjektu bat. Ondorioz, tituluen entrega saltzaile moduan jardun duenari eskatuko zaio eta ordainketa erosle bezala agertu denari. Hau horrela izanik, artekariak beste norbaiten kontura jarduteak ez du inolako garrantzirik kontrapartearentzako. Berarekin juridikoki obligatua geratuko dena merkatuko kide den artekaria izango da eta ez honen bezeroa.
- Artekariak bermezko komisio-hartzaile moduan jarduten du. Legearen arabera (LMV 41 art.), baloreen merkatu sekundario ofizialetako kide hauek besteren kontura burututako negoziotan, komisio-emaileen aurrean erantzungo dute baloreen entrega egiteaz eta dagokion prezioa ordaintzeaz. Hau da, komisio-hartzaileak bermatu egiten dio komisio-emaileari hirugarrenak bere obligazioa beteko duela. Hirugarrenak bere obligazioak exekutatu ez balitu, komisio-hartzaileak egin beharko luke bere fondo propioekin eta gero hari berreskatzeko eskubidea izango du.

Komisio-hartzaileak, ordea, ez du bermatzen eman zaion agindua exekutatu duenik, hau da, kontraparte bat aurkitu duenik.

- Posible da komisio-hartzailearen 'autosarrera' eta 'aginduak aplikatzea'. Printzipioz komisio-hartzaileak ezin du komisioaren exekuzio-kontratuan sartu, kontraparte izan. Ezin du saltzea eskatu zaiona erosi edota erostea eskatu zaiona saldu (autosarrera). Hau horrela da, bestela komisio-emaiaren interesa defendatu ordez bere interes propioa defendatuko lukelako. Baina komisio-kontratuko erregela orokor honi salbuespena egin ohi zaio burtsaren munduan, bi baldintza bete ezker. Lehenengo baldintza da komisio-hartzaileak berak eskaintzen dituen prezio eta baldintza hobeto eskainiko dituen hirugarren baten bila aritzea eta ez topatzea. Bigarren baldintza da komisio-emaiak autosarrera onartzea (LMV 40 art.).

Erregela hauez gain, baloreen merkatuko araudiak zenbait informazio emateko obligazioak eta eragiketen dokumentazioaren inguruko obligazioak ezartzen ditu. Kontratu egin aurretik, komisio-hartzaileak aplikatuko dituen tarifak jakinarazi behar dizkie bezero posibleei. Gero, kontratuaren perfektutze-fasean, komisio-emaiaren aginduak artxibatu egin behar ditu. Gainera, burutzen dituen eragiketen erregistro-liburu bat eraman behar du. Azkenik esan, komisio-hartzaileak beti komisio-emaiaren interesen alde jardun behar duela, harentzat komenigarrien diren baldintzetan negozioak burutuaz.

Salerosketa kontratuari dagokionez, negozio hau gaur egun eskura (*al contado*) exekutatu da. Kontratu-kideek tituluak eta prezioa entregatzeko obligazioak lehen bait lehen bete behar dituzte. Dena den, praktikan, egunero burutzen diren negozioen kopurua izugarria denez, prestazioak betetzea egun batzuk atzeratu egiten da. Hala ere, tituluen entrega asko erraztu da gaur egun kontu bidez adierazita daudelako (anotaciones en cuenta) eta entrega titularitate-aldaketaren oharpena eginaz gauzatzen delako. Merkatu hauetan mugitzen den negozio-bolumena dela eta, berez, salerosketak ez dira banan bana egiten saltzaile eta eroslearen artean. Merkatuko kide bakoitzak (artekari bakoitzak) burutzen dituen eragiketa guztien konpentsazioa egiten du *Sociedad de Sistemas* deituriko erakundearen bitartez. Kitapena egindakoak ikusiko da zein titulu eta zenbait ditu dituen hartzeko edo zor. Sistema honek badu gainera beste funtzio bat, alegia, tituluen eta diruaren entrega efektiboa egitea kontraparteak bere obligazioak betetzen ez dituenean.

Esan bezala, salerosketak eskura egiten dira (*al contado*) eta ez epeka (*a plazo*). Baina epekako efektua lortzea posible da erosleak edo saltzaileak eragiketa burutzeko kreditua eskatzen dutenean. Horrela, kreditu-hartzaileak zorpekoarekin (*al descubierto*) jardun dezake ordaindu beharreko dirurik izan gabe (eroslea bada) edo entregatu beharreko titulurik izan gabe (saltzailea bada). Kredituarekin negozioa eskura egiten da, kreditu-hartzaileak ordainketa edo tituluen entrega eskura egiten du mailegatutako balore edo diruari esker. Gero balore edo ditu horiek kreditu-emaleari itzuli beharko dizkio itundutako baldintzetan eta epean. Burtsan inbertsore denaren logikaren arabera, balore baten kotizazioaren igoera aurriztatu duenean, berehalaxe erosi egingo du horretarako kreditua eskatuaz eta saldu egingo du prezioa igotakoan. Horrela diru nahikoa eskuratuko du mailegua itzultzeko eta irabazia lortzeko. Alderantziz, inbertsoreak ikusten duenean titulu batzuren kotizazioa jeitsi egingo dela tituluak saldu egingo ditu, berak dituenak eta maileguan eskatutakoak ere. Gero, mailegu-emaleari itzultzeko momentua iristen denean erosi egingo ditu merkeago hari itzultzeko. Noski, bere aurriztatuak beteten ez badira galerak izango ditu edo galerak 'estali' beharko ditu (cobertura) beste kreditu berri bat eskatuaz.

5. BESTE NEGOZIO BATZUK

Eskuratzeko eskaintza publikoa (*Oferta Pública de Adquisición, OPA*) plazaratu egiten da merkatu osoak ezagutu dezan. Gerta daiteke inbertsore batek sozietate anonimo batetako akzioak erostea modu partikularrean saldu nahi dituzten bazkideei. Baina posible da ere iragarpen bat egitea akzio kopuru bat (handi xamarra) erosteko prest dagoela adieraziaz. Horrela, bazkide guztiek izango dute informazioa eta nahi dutenek akzioak saldu ahal izango dituzte baldintza berdinetan. Horrelako eskaintza hauek legez araututa daude eta, are gehiago, kasu batzuetan, burtsan kotizatzen duten sozietateetako akzioak eskuratzeko eskaintza publiko bidez egitea ezinbestekoa da (LMV 60, 61 art.). Arrazoi nagusia publizitatea ematea da saltzaileek aukera berdinak izan ditzaten. Akzioak eskuratu nahi dituenak eskaintza publiko egin ezker, akziodunek prezio eta baldintza berean saltzeko aukera berberak izango dituzte eta saldu nahi diren akzioak erosi nahi direnak baino ugariago badira, saltzaileen artean proportzionalki banatuko dira.

Eskuratzeko eskaintza publikoari buruzko arauak oinarritzat hartzen duten eredia sozietate baten kontrola daukan erakundeak egiten duena da. Kasu honetan eskaintza akziodun guztiei helarazi behar zaie eta baita ere akzioen harpidetza ahalbidetzen duten tituluak dituztenei. Oro har uste da kontrol hori baduela sozietate batetan botuen %30 izatera iristen diren akzio-multzoa daukanak (RD 1066/2007, 4.1 art.). Kopuru hori zehazteko kontuan hartzen dira ez bakarrik erakundeak berak sozietatean dituen akzioak, baita erakundearen talde bereko beste batzuek dituztenak eta berekin modu kontzertatuan jardungo duten pertsonenak ere (RD 1066/2007, 5 art.). Ikus daitekeen bezala, oinarritzat hartzen den eskuratzeko eskaintza publiko hau sozietate baten gehiengoa edo kontrola duen bazkideak egiten duena da, gutxiengoa duten bazkideei beren akzioak saltzeko aukera emateko. Hemen eskaintzaren prezioa ekitatezkoa izatea eskatzen du araudiak. Ondorioz, ezin du izan eskaintza egiten duenak edo berak kontrolatutako erakundeek azken 12 hilabetetan eskaini izan duten preziorik gorena baino txikiagoa (RD 1066/2007, 9 art.).

Aipatutakoaz gain, beste bi kasutan ere akzioak eskuratzeko eskaintza publikoa egitea obligatorioa da. Hala da burtsan kotizatzen duen sozietate batek kotizatzeari uztea erabakitzen duenean (RD 1066/2007, 10 art.). Orduan eskuratzeko eskaintza publikoa egin behar da, bazkideek nahi badute beren akzioak sozietateari saldu ahal izateko. Aukera hau ematen zaie bazkideei, kotizatzeari utzi ondoren gehienetan akzioen salmenta zailagoa izaten delako. Bestalde, eskuratzeko eskaintza publikoa egitea obligatorioa da ere kotizatzen duen sozietate batek bere akzio propioak eskuratuaz kapitala murriztea erabakitzen duenean. Orduan ere bere bazkideei eskaintza publikoa egin beharko die (RD 1066/2007, 12 art.).

Eskaintza publikoak zenbait ukanbehar bete behar ditu: publizitatea, eskaintza onartzeko epeak, eskuratuko diren paketeak, e.a. Gainera, eskaintza egiten duenak bere konpromezuak bete ahal izango dituela ikuskatu behar da eskaintza onartzen duten bazkideak babesteko eta merkatuaren funtzionamendu egokia bermatzeko. Hori dela eta prozedura zorrotz bat ezartzen da CNMV erakundearen aurrean honen baimena lortzeko.

Salmentarako eskaintza publikoa (*Oferta Pública de Venta, OPV*) merkatu sekundarioan burutzen den beste eragiketa-mota bat da. Kasu honetan, titulu-kopuru esanguratsu bat duenak saltzeko eskaintzen ditu (LMV 30 bis art., RD-

Ley 5/2005). Eskaintza hau egiten zaio publikoari oro har edota inbertsore-mota batzuri (instituzionalak, partikularrak). Horrela, ezaugarri desberdinak izaten ditu (prezioa, eskuratu beharreko gutxienezko-kopurua, e.a.) zuzentzen zaion publikoaren arabera. Eragiketa-mota hau erabiltzen da, adibidez, enpresa publikoak pribatizatu egiten direnean, bazkide gutxi batzuk kontrolatutako sozietatea burtsara 'ateratzen' denean eta, edozein, kasutan, akzio edo obligazio-kopuru handi baten titularrak saldu nahi dituenen.

Azkenik, **inbertsiotako zerbitzuak** ditugu. Legeak ezartzen du zeintzuk diren (LMV 63.1 art.). Horietako batzuren aipamena egin dugu dagoeneko: bezeroengandik tresna finantzieroei buruzko aginduak jaso eta transmititzea; bezeroen kontura agindu horiek exekutetzea (burtsako komisioa eta salerosketa); norberaren kontura negoziaketa egitea; artekaritza egitea jaulkipenen kolokazioan eta salmentarako eskaintza publikotan eta aseguramentua egitea jaulkipenen harpidetzan eta salmentarako eskaintza publikotan. Aipatu gabe geratu zaigu, ordea, inbertsio-karteren kudeaketa diskrezionala eta indibidualizatua, inbertsoreen emandago aginduen arabera.

Kontratu honen bitartez, inbertsio-zerbitzuetako enpresa bati (edo parekoa den bati) komisio-emaileak mandatua ematen dio bere balore-kartera bat kudeatzeko, diskrezionaltasunez baina aurretiaz finkatutako irizpide batzuren arabera. Komisio-emaileak inbertsio zerbitzuetako enpresak duen ezagutza espezializatuan eta profesionaltasunean konfidantza jartzen du. Kontratu hau ez da soilik aholkularitza-kontratu. Kasu horretan, aholkua jaso ondoren, bezeroak hartzen du inbertsioari buruzko erabakia. Aholkularitza inbertsio-zerbitzuen osagarritzko jardura da, edozein erakundek egin dezakena. Baina balore-karteren kudeaketa inbertsiozko zerbitzu bat da eta, ondorioz, inbertsio-zerbitzuetako enpresek edo horien parekoak direnek soilik egin dezakete. Gainera, bada inbertsio-zerbitzuetako enpresen artean kategoria berezi bat, hain zuzen, jardura honetan aritzen dena. Kartera-kudeaketarako sozietateak dira (*sociedades gestoras de carteras*, LMV 64.1.c, 64.4 art.).