

REVISTA
DE DERECHO
BANCARIO
Y BURSÁTIL

126

AÑO XXXI
ABRIL-JUNIO 2012

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN
BANCARIA Y BURSÁTIL

DIRECTOR
JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

LEX NOVA

Presidente-Fundador

Fernando Sánchez Calero
Catedrático Emérito de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Director

Juan Sánchez-Calero Guilarte
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Consejo Asesor

Manuel Olivencia Ruiz
Catedrático Emérito de Derecho mercantil.
Universidad de Sevilla

Tomás Ramón Fernández Rodríguez
Catedrático de Derecho administrativo.
Universidad Complutense de Madrid

Ángel Rojo Fernández-Río
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Autónoma de Madrid

Jaime Zurita Sáenz de Navarrete
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Alberto Javier Tapia Hermida
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Comité Científico Internacional

Giuseppe B. Portale
Profesor Ordinario di Diritto Commerciale.
Università Cattolica di Milano

Pietro Abbadessa
Profesor Ordinario di Diritto Commerciale.
Università Cattolica del Sacro Cuore

Coordinadora

Mónica Fuentes Naharro
Profesora Contratada Doctor de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Consejo de Redacción

Christi Amesti Mendizábal
Profesora Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Alberto Casado Cerviño
Director General de la Oficina Española
de Patentes y Marcas

Eduardo Cortés García
Profesor Asociado de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Emilio Díaz Ruiz
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Cristóbal Espín Gutiérrez
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

José Luis Fernández Ruiz
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad del País Vasco

Isabel Fernández Torres
Profesora Contratada Doctor de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

José Luis García-Pita y Lastres
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad de La Coruña

Fernando Rodríguez Artigas
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

María Candelas Sánchez Miguel
Profesora Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Antonio Tapia Hermida
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Javier Tirado Suárez
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Los originales y libros para reseñaciones deberán enviarse a la sede de la Revista, en la C/ Quintana, 2, 2.ª planta, 28008 MADRID. (E-mail: rdbb@sanchezcalero.com) a la atención de Mari Carmen Amor.

La versión on line de esta colección, que ha sido seleccionada por el CGPJ para su utilización por los miembros de la carrera judicial, puede consultarse en **portaljuridico.lexnova.es**

© Lex Nova
2012

Lex Nova, S.A.U.

Edificio Lex Nova.
General Solchaga, 3
47008 Valladolid
Tel. 983 457 038
Fax 983 457 224
E-mail: clientes@lexnova.es
www.lexnova.es

Fotocomposición e impresión:

Grafalex, S.L.
Fernández Ladreda, 1
47008 Valladolid

Depósito Legal: VA.680-1999
ISSN: 0211-6138

Printed in Spain - Impreso en España

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

Esta revista no podrá ser reproducida total o parcialmente, ni transmitirse por procedimientos electrónicos, mecánicos, magnéticos o por sistemas de almacenamiento y recuperación informáticos o cualquier otro medio, ni prestarse, alquilarse o cederse su uso de cualquier otra forma, sin el permiso previo, por escrito, del titular o titulares del copyright.

Lex Nova no asume responsabilidad alguna consecutiva de la utilización o no invocación de la información contenida en esta publicación.

Lex Nova no se identifica necesariamente con las opiniones expresadas en las colaboraciones que se reproducen, dejando a la responsabilidad de sus autores los criterios emitidos.

El texto de las resoluciones jurisprudenciales citadas o reproducidas en esta obra tiene como fuente los documentos oficiales distribuidos por el CENDOJ. Esta publicación se limita a transcribirlos total o parcialmente, respetando la literalidad y sentido de los documentos originales.

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- La protección del socio externo en la «operación acordeón». *Luis Hernando Cebría* 7
- Abuso de mercado: una panorámica de su normativa administrativa y penal vigente. *Jesús Ibarra Iragüen y Gonzalo Jiménez-Blanco* 49
- Evaluación de los requisitos para la emisión de las acciones rescatables. *Miguel Ángel Villacorta Hernández* 105
- Presidente ejecutivo y gobierno corporativo de sociedades cotizadas en España: una aproximación al estado de la cuestión al hilo del reciente Libro Verde sobre Gobierno Corporativo de la Unión Europea. *Luis Cazorla González-Serrano* 131

CRÓNICA

- La información exigida a los operadores como valor para la eficiencia del mercado de valores. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 161
- El derecho de información en la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. *Joaquín José Noval Lamas* 215

JURISPRUDENCIA

- La titularidad de la hipoteca flotante. *Henar Álvarez Álvarez* 249
- De nuevo sobre la validez de las cláusulas suelo en los préstamos hipotecarios. *Celia Martínez Escribano* 273

NOTICIAS

1. La protección de los deudores hipotecarios sin recursos: el Real Decreto-ley 6/2012. *Alberto Javier Tapia Hermida* 303
2. Consulta europea: el sector bancario en la sombra. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 306

	Página
3. Novedades en materia de equivalencia entre las NIIF de la Unión Europea y los principios de contabilidad generalmente aceptados de terceros países. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	307
4. Dictamen del Banco Central Europeo sobre las propuestas comunitarias de regulación bancaria. <i>Javier García Alén</i>	310
5. Modificación de la LMV sobre derechos de emisión de gases de efecto invernadero. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	312
6. Adaptación de la regulación financiera española a la nueva estructura de supervisión europea mediante las Autoridades Europeas de Supervisión: Real Decreto-ley 10/2012. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	313
7. Consulta sobre cuentas bancarias en la UE. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> ..	316
8. Grecia y la «acción de oro». <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	316
9. Regulación comunitaria de las ventas en corto y permutas de cobertura por impago: el Reglamento (UE) núm. 236/2012. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	317
10. El escepticismo y la verificación contable. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> ..	321
11. Directrices sobre entornos automatizados de negociación de instrumentos financieros. <i>Javier García Alén</i>	321
12. Directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados sobre medición de riesgos y estimación de la exposición global de ciertos tipos de OICVM estructuradas. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	323
13. TAE inexacta como práctica comercial engañosa pero no necesariamente como cláusula abusiva. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	324
14. Los asesores de voto («proxy advisors»): documento de abril de 2012 sobre su actividad en el mercado de valores español. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	324
15. La dación en pago y la cesión en pago como mecanismo liberatorio de la deuda hipotecaria. <i>María del Pino Domínguez Cabrera</i>	326

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	343
--------------------	-----

RECENSIONES

— Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda. <i>La disciplina de la información prevista por la normativa del mercado de valores: un cauce para la seguridad jurídica del inversor ante la actual crisis económica</i> , por Alberto Javier Tapia Hermida	351
---	-----

ARTÍCULOS

LA PROTECCIÓN DEL SOCIO EXTERNO EN LA «OPERACIÓN ACORDEÓN»^(*)

LUIS HERNANDO CEBRIÁ

*Profesor Asociado de Derecho mercantil
Universidad de Valencia
Abogado*

RESUMEN

La polifuncionalidad de la operación simultánea de reducción y ampliación de capital, pese a encontrar en la reducción por pérdidas y posterior ampliación con aportaciones dinerarias su supuesto paradigmático, exige hacer un esfuerzo exegético para identificar una operación en conjunto y no dos negocios societarios coligados en los que se han de respetar las formalidades legales exigidas para cada uno de ellos. En este marco legal encuentra el socio externo una protección formal de su posición jurídica. Sin embargo, esta modalidad societaria deja cierto margen al socio mayoritario para actuar en interés propio, sobre la apariencia de un beneficio para el interés social. De ahí la necesidad de promover soluciones dogmáticas tuitivas de la posición del socio externo de orden material, en consideración a los intereses concurrentes.

Palabras clave: Operación simultánea de reducción y ampliación de capital, socio externo, socio mayoritario.

ABSTRACT

The multi-functionality of the operation of capital reduction and simultaneous increase, despite of reduction because of losses and subsequent increase by monetary contributions as its paradigmatic case, requires making an exegetical effort to identify a joint operation rather than two co-tied corporate business in which the legal formalities required for each one shall be complied. Within this legal framework the minority shareholder or stockholder maintains a formal protection of its legal position. However, this operation allows a margin for corporate abuse by the controlling shareholder or stockholder in its own interest, on the appearance of a benefit to the corporate interest. Hence the need to promote dogmatic protective solutions of the position of the minority shareholder or stockholder from a material basis, in consideration of the competing interests.

Key words: Simultaneous operation of capital reduction and increase, minority shareholder or stockholder, controlling shareholder or stockholder.

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

1. Planteamiento y evolución de la figura.

- A) La situación del Derecho español.
- B) Breve apunte de Derecho comparado.

2. Caracteres de la reducción y ampliación simultáneas del capital social.

(*) El presente trabajo se enmarca en el Proyecto de Investigación «Crisis económica y Derecho de sociedades», concedido por el Ministerio de Educación y Ciencia (DER 2010-18660), del cual es investigador principal el Prof. Dr. D. José Miguel Embid Irujo.

II. LA POSICIÓN DE LAS PARTES IMPLICADAS EN LA OPERACIÓN ACORDEÓN.

1. Consideraciones previas. La posición de la sociedad y de los acreedores frente a la operación.

2. La posición de la mayoría y del socio externo.

- A) Consideraciones previas. Efectos sobre las acciones y sobre las participaciones sociales.
- B) Riesgo de la minoría y abuso de la mayoría.

III. LA PROTECCIÓN DEL SOCIO EXTERNO.

1. La protección legal del socio externo.

- A) Requisitos de convocatoria y el derecho de información.
- B) La reducción del capital social.
- C) El aumento de capital simultáneo. Su justificación: el informe.
- D) Ejecución del acuerdo de ampliación: el derecho de asunción y de suscripción preferente.

2. Sanciones y responsabilidad.

- A) Nulidad y anulabilidad de la operación.
- B) Responsabilidad de los socios y de los administradores en la reducción.
- C) Responsabilidad en fase de ejecución.

IV. CONSIDERACIONES FINALES.

I. INTRODUCCIÓN

1. Planteamiento y evolución de la figura

A) *La situación del Derecho español*

Una primer aproximación a la operación de reducción y ampliación simultáneos de capital a «golpe de acordeón» («*coup d'accordéon*») puede ser enfocada desde una doble perspectiva; primero, desde el plano de la función económica, como una medida de reestructuración financiera que permita superar una situación de pérdidas; segundo, desde la perspectiva contable y registral, para evitar una eventual causa de disolución de la sociedad [*cf.* art. 363.1.e) RD 10/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital —LSC—]. Para ello, la operación sobre el capital social conlleva dos modificaciones estatutarias autónomas aunque funcionalmente coligadas y condicionadas entre sí (*cf.* arts. 344 y 345 LSC): una reducción hasta cero o por debajo de la cifra mínima del capital legal; seguida, bien de una transformación en otro tipo social, bien de un aumento por un importe que permita, al menos, igualar la cifra mínima del capital social (*cf.* art. 343.1 LSC). *Prima facie*, por lo tanto, la operación acordeón puede comprender situaciones de pérdida parcial del capital social, cuando el valor del patrimonio neto de la empresa caiga por debajo de la cantidad del capital social mínimo exigible; o, en un supuesto de pérdida total del capital, cuando las pérdidas lo absorban totalmente, en cuyo caso el capital desaparecerá, aun cuando sea por un instante. *Ipsa facto*, absorbidas las

pérdidas, a su vez, con la reducción, la inmediata ampliación del capital ha de permitir, al menos, reintegrar el capital mínimo legal de sociedad, desde el punto de vista contable, y resolver la situación de desequilibrio patrimonial, desde el financiero.

Puede afirmarse, pues, que la «operación acordeón» se compone de dos acuerdos recíprocamente condicionados, que en su conjunto entrañan una modificación social y estatutaria compleja. La Segunda Directiva Comunitaria en materia de sociedades⁽¹⁾, en su artículo 34, admitió que los Estados miembros pudiesen autorizar la reducción del capital a un importe inferior al capital mínimo legal de la sociedad, si hubieran previsto, igualmente, que tal decisión sólo surtiría efectos si fuera seguida de un aumento del capital suscrito que alcanzara, al menos, el mínimo establecido⁽²⁾. La imposición de este condicionamiento de operaciones fue transpuesta a la legislación española⁽³⁾ después de la Reforma de 1989 en el apartado primero del artículo 169 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA, RDL 1564/1989), y luego trasladada al actual artículo 343, apartado primero, LSC⁽⁴⁾. En este orden de cosas, el régimen de la reducción y ampliación simultáneos, en la transposición del artículo 34 de la Segunda Directiva, tan sólo permite adoptar un acuerdo de reducción a cero o por debajo de la cifra legal si simultáneamente se adopta un acuerdo de transformación de la sociedad o un aumento de su capital hasta una cantidad igual o superior al límite legal. Al mismo tiempo, la exigencia registral de la simultánea presentación a inscripción de los acuerdos de reducción y transformación o ampliación, junto, en su caso, con la ejecución del acuerdo de aumento del capital (*vid.* arts. 344 y 345 LSC), refuerza la inmediatividad, isocronía, o condicionamiento recíproco de ambos acuerdos.

Así, en el orden temporal la Junta general puede acordar la reducción y, al mismo tiempo, la ampliación. Esta interpretación resulta ratificada por la redacción del artículo 360 LSC, que establece como causa de disolución de pleno derecho y, a su vez, una responsabilidad de los administradores por las deudas sociales, el transcurso de un año desde la adopción del acuerdo de reducción del capital social por debajo del mínimo legal como consecuencia del cumplimiento de una ley. Todo ello, si no se hubiere inscrito en el Registro Mercantil la transformación o la disolución de la sociedad o el aumento del capital social hasta una cantidad igual o superior al mínimo legal.

B) Breve apunte de Derecho comparado

Al hilo de lo anterior, en Francia, la anterior Ley de sociedades comerciales de 1966⁽⁵⁾, en su artículo 71, y hasta la reforma de 1981, disponía que cuando el capital de una socie-

(1) Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades definidas en el párrafo 2 del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

(2) Artículo 34: «El capital suscrito no podrá ser reducido a un importe inferior al capital mínimo fijado de conformidad con el artículo 6. No obstante, los Estados miembros podrán autorizar tal reducción si tienen previsto igualmente que la decisión de proceder a una reducción sólo surtirá efectos si se ha procedido a un aumento del capital suscrito destinado a poner a éste a un nivel al menos igual al mínimo establecido».

(3) Véase ya antes en el art. 101.c) apartados 5 y 6 del Anteproyecto de 1987.

(4) Véase, con anterioridad, el art. 150.3 de la LSA de 1951.

(5) *Loi n.º 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.*

dad anónima se redujera por debajo del mínimo legal, distinto según si la sociedad recurría al ahorro público, el capital debía ser reintegrado («relévé») a ese límite en el plazo de un año, a no ser que se transformara en otra sociedad⁽⁶⁾. Actualmente el artículo L 224-2 del *Code de sociétés commerciales* francés mantiene únicamente la «condición suspensiva» del acuerdo de reducción al aumento al capital legal mínimo, salvo que la sociedad se transforme en otro tipo social⁽⁷⁾. En su defecto, cualquier interesado podrá solicitar a disolución judicial de la sociedad, salvo que proceda a la regularización del acuerdo⁽⁸⁾. En Italia, por otra parte, el artículo 2447 del *Codice civile*, referido a la «Riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale», exige, en caso de pérdida de más de un tercio del capital que supere el mínimo legal, la convocatoria de una Junta general para deliberar acerca de la reducción de capital y del «aumento contemporáneo» del mismo en una cifra no inferior al mínimo, o bien sobre la transformación en otro tipo social⁽⁹⁾.

Con un tratamiento distinto, el legislador alemán añade dos cautelas en su régimen jurídico. En la línea de lo anterior, el art. 228, párr. 1.º de la *Aktiengesetz* permite reducir el capital por debajo del mínimo legal si éste es recuperado mediante un acuerdo de aumento conjunto⁽¹⁰⁾. Pero, de una parte, impide que sea desembolsado mediante aportaciones no dinerarias; y de otra, siempre que no medie acción de impugnación o de nulidad, exige la

(6) En consecuencia, podía ser reducido por debajo del mínimo legal, pero se planteaba la cuestión de si podía ser reducido a cero. Unos autores exigían que el capital debía subsistir, mientras que otros admitían que la sociedad podía subsistir con capital nulo, puesto que si se aceptaba que se pudiera reducir al franco, igualmente debería poder llevarse a cero. La influencia del artículo 44 de la Proposición de Reglamento sobre la Sociedad Europea llevó a autorizar la reducción total o a cero del capital social, sujeta a la condición suspensiva de un aumento de capital y dio lugar al artículo 71 de la Ley 1162/1981, que además de elevar el mínimo de capital a 1.500.000 y 250.000 francos, respectivamente, incorporó, a su vez, en su párrafo segundo, la siguiente dicción: «*La reducción del capital a una cuantía inferior no puede decidirse más que bajo la condición suspensiva de un aumento del capital destinado a llevarlo a cuantía al menos igual a la mínima legal, a menos que se transforme en otra sociedad. En caso de inobservancia, cualquier interesado puede demandar ante los Tribunales la disolución de la sociedad. Esta no puede ser declarada si el día en que el Tribunal resuelve sobre el fondo ha tenido lugar su regularización.*».

(7) En referencia a la existencia de un capital mínimo en las sociedades anónimas y la exigencia de una condición suspensiva concomitante del capital para su reconstrucción, RICHARD, J., «Réduction à zéro et augmentation de capital jumeles», *Droit des Sociétés*, febrero de 1987, p. 1, y BOIZARD, M., «La réduction du capital social à zéro», *Rev. Soc.*, 1999, p. 735. Téngase en cuenta, además, que el art. L 223-2 del *Code de sociétés commerciales*, en relación con la SARL, no exige un capital mínimo legal.

(8) «*Le capital social doit être de 37 000 € au moins. La réduction du capital social à un montant inférieur ne peut être décidée que sous la condition suspensive d'une augmentation de capital destinée à amener celui-ci à un montant au moins égal au montant prévu à l'alinéa précédent, à moins que la société ne se transforme en société d'une autre forme. En cas d'inobservation des dispositions du présent alinéa, tout intéressé peut demander en justice la dissolution de la société. Cette dissolution ne peut être prononcée si, au jour où le tribunal statue sur le fond, la régularisation a eu lieu. Par dérogation au premier alinéa, le capital des sociétés de rédacteurs de presse est de 300 euros au moins lorsqu'elles sont constituées sous la forme de société anonyme.*».

(9) «*Se, per la perdita di oltre un terzo del capitale, questo si riduce al disotto del minimo stabilito dall'articolo 2327, gli amministratori o il consiglio di gestione e, in caso di loro inerzia, il consiglio di sorveglianza devono senza indugio convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al detto minimo, o la trasformazione della società.*».

(10) A ello se une el sistema simplificado de reducción del capital (*vereinfachte Kapitalherabsetzung*) en los artículos 229 y ss. *Aktiengesetz*, cuando la reducción sea obligatoria, que prescinde del consentimiento de los acreedores, y el descenso del capital por debajo de cero (*Überschuldung*) como causa que impone el cese de la empresa y la apertura del proceso de insolvencia de las personas jurídicas (art. 19 *InsO*).

inscripción de los acuerdos y de la ejecución del aumento en el plazo de seis meses⁽¹¹⁾. A este elenco normativo de Derecho comparado se une el artículo 732 del Código de Obligaciones suizo que, en su apartado quinto, exige que el capital sea simultáneamente reemplazado por, al menos, una cifra que alcance el capital legal mínimo, en cuyo caso debe estar enteramente desembolsada⁽¹²⁾. Desde perspectiva diversa, el artículo 650 de la *Companies Act* inglesa, con carácter general, prevé un procedimiento de transformación de la «Public company» a «Private company» cuando aquella reduzca su capital social por debajo del mínimo legal permitido⁽¹³⁾.

2. Caracteres de la reducción y ampliación simultáneas del capital social

Apuntado el distinto tratamiento concedido a la «operación acordeón» en los regímenes jurídicos de Derecho comparado, se advierte en ellos ciertas cautelas que también encuentran reflejo en la doctrina que tradicionalmente se ha ocupado, incluso con ciertas reticencias, de la aplicación de esta figura⁽¹⁴⁾. Desde un perfil formal, el carácter comple-

(11) «(1) Das Grundkapital kann unter den in § 7 bestimmten Mindestnennbetrag herabgesetzt werden, wenn dieser durch eine Kapitalerhöhung wieder erreicht wird, die zugleich mit der Kapitalherabsetzung beschlossen ist und bei der Sacheinlagen nicht festgesetzt sind. (2) Die Beschlüsse sind nichtig, wenn sie und die Durchführung der Erhöhung nicht binnen sechs Monaten nach der Beschlußfassung in das Handelsregister eingetragen worden sind. Der Lauf der Frist ist gehemmt, solange eine Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage rechtshängig ist. Die Beschlüsse und die Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals sollen nur zusammen in das Handelsregister eingetragen werden».

(12) «Le capital-actions ne peut être réduit à un montant inférieur à 100 000 francs que s'il est simultanément remplacé par un capital nouveau de 100 000 francs au moins, qui doit être entièrement libéré».

(13) «(1) This section applies where the court makes an order confirming a reduction of a public company's capital that has the effect of bringing the nominal value of its allotted share capital below the authorised minimum. (2) The registrar must not register the order unless either— (a) the court so directs, or (b) the company is first re-registered as a private company. (3) Section 651 provides an expedited procedure for re-registration in these circumstances».

(14) Las críticas provenían, de una parte, de la limitación de los derechos de socio al derecho de suscripción preferente, que suponía una traslación del derecho de voto a los accionistas posteriores que participaran en la ampliación; y, por otra, de la desaparición del capital como consecuencia de la reducción para exigir una fórmula de refundación de la sociedad, para la cual se requeriría el consentimiento individual de cada uno de los socios. Así, aun cuando en principio los acuerdos pudieran entenderse válidos y eficaces, por no oponerse a ninguna norma sustantiva de carácter necesario, se había de reconocer el derecho del socio a permanecer en la sociedad, posibilidad que no podía quedar supeditada a un momento posterior, mediante la obligación de efectuar nuevas aportaciones. Criterios acogidos por la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 25 de noviembre de 1985 (número 704, Jurisprudencia civil. Colección legislativa de España. Ministerio de Justicia. Primera Serie. Octubre-Noviembre 1985. Centro de publicaciones de Madrid, 1987, p. 5228 y ss.), que ya señaló que «podría suceder que la pretendida reducción del capital a la nada sirva de instrumento a los socios que formen el grupo de control para desprenderse de una minoría molesta». La doctrina española y de derecho comparado tradicionalmente han visto con reticencias la «operación acordeón» con anterioridad a la admisión desde el Derecho positivo de este mecanismo de reequilibrio patrimonial, por cuanto puede suponer una alteración de la base asociativa de la sociedad. Desde la doctrina, reclamaban la unanimidad para la adopción del acuerdo SACRISTÁN REPRESA M., «Comentario a la STS de 25 de noviembre de 1985», *CCJC*, 1986, n.º 254, p. 3203, pues la falta de consentimiento individual lesionaría el derecho del socio a permanecer en su cualidad de tal mientras subsista la sociedad, y no cabría reducir esa condición sin la conformidad del interesado a la sola titularidad de un derecho de suscripción preferente respecto a determinadas acciones, cuando además para permanecer en la sociedad se encontraría condicionado a la obligación de realizar nuevas aportaciones, de manera que se violaría el par. 1.º del art. 85 que exige la aquiescencia del interesado para toda modificación de estatutos que afecte a la fundamental prestación de los accionistas; y en las sociedades limitadas, LÓPEZ SÁNCHEZ, M.A., «La reducción de capital», en AA. VV., *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Estudio sistemático de la Ley 2/1995*, t. II, ed. McGraw-Hill, Madrid, 1996, p. 866, quien se manifiesta a favor de requerir la unanimidad en aquellos supuestos en los que la opera-

mentario de los dos acuerdos vinculados funcionalmente impone que la validez de la operación exija la concurrencia de los requisitos para la adopción de cada uno de los acuerdos de reducción y ampliación⁽¹⁵⁾.

En primer lugar, dentro de las diferentes finalidades de la reducción (*vid.* art. 317 LSC)⁽¹⁶⁾, frente a reducciones «voluntarias», la reducción por pérdidas, que deviene obligatoria en la sociedad anónima, precisa de la existencia de unas pérdidas que hayan mercado considerablemente o incluso «aniquilado» el patrimonio social. En estos casos, la simultaneidad de la operación acordeón, sin solución de continuidad, y el mutuo condicionamiento de la reducción y el aumento de capital, también exigen determinados requisitos en caso de reducción «obligatoria» (*cfr.* arts. 322 y 323 LSC)⁽¹⁷⁾. No obstante, la reducción y ampliación simultáneos de capital no se circunscribe, y aunque sea la práctica más frecuente y su supuesto paradigmático, a la compensación de pérdidas⁽¹⁸⁾. En principio, la «polifuncionalidad» de la operación permite su extensión a otras modalidades y finalidades de la reducción, también «obligatorias» como en el caso de la amortización de acciones o participaciones derivada del ejercicio de un derecho de separación (*vid.* art. 358 LSC), de acciones o participaciones propias dentro de su particular régimen (*vid.* art. 139 LSC) o por la mora de algún accionista en el pago de sus dividendos pasivos cuando no sea posible vender sus acciones (art. 84.2 *in fine* LSC)⁽¹⁹⁾. En estos casos, sin embargo, la amortización previa e imperativa de las acciones o participaciones impide que los socios afectados por ella puedan *ex post* mantener derecho alguno de preferencia fundado sobre dichas acciones o participaciones⁽²⁰⁾. Por lo tanto, el efecto subsiguiente es el au-

ción acordeón se proponga como medida de saneamiento mediante una reducción del capital a cero, por considerar que, con independencia de la acción preferente, el acuerdo implica indirectamente la privación o minoración de la posición de socio en la sociedad, y ello debe realizarse, en todo caso, con su consentimiento.

(15) Así lo exigen las Resoluciones de la Dirección General de los Registros y el Notariado de 28 de abril de 1994 (RJ 1994, 3071), de 16 de enero de 1995 (RJ 1995, 365) y de 23 de febrero de 2000 (RJ 2000, 1082).

(16) La reducción de capital puede tener por finalidad el restablecimiento del equilibrio entre el capital y el patrimonio neto de la sociedad disminuido por consecuencia de pérdidas, la constitución o el incremento de la reserva legal o de las reservas voluntarias, o la devolución del valor de las aportaciones y, en las sociedades anónimas, la condonación de la obligación de realizar las aportaciones pendientes.

(17) En este punto, adquiere una particular relevancia la exigencia de un control de veracidad de la situación patrimonial a fin de constatar la pérdida del capital, para lo cual se exige verificación mediante auditoría previa del balance de base para la reducción, que ha de ser aprobado por la Junta general, documentos ambos que se habrán de incorporar a la escritura pública de la reducción (*cfr.* art. 323 LSC). Por otra parte, en la sociedad limitada, las pérdidas deben haber absorbido todas las reservas, mientras que en la sociedad anónima la única reserva subsistente ha de ser la legal, en la cantidad del 10% del capital social. No obstante, en la operación acordeón, la reducción debe alcanzar a la reserva legal para afectar a la integridad del capital social (*cfr.* art. 322 LSC).

(18) En su caso, la falta de aprobación de la reducción de capital por pérdidas, sin carácter obligatorio para la sociedad limitada (*cfr.* art. 327 LSC), sí es constitutiva de causa de disolución cuando las pérdidas dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior al capital social [*vid.* art. 363.1.e) LSC].

(19) ORTUÑO BAEZA, M.T., *Reducción de capital en la sociedad anónima: (un análisis a la luz del principio de paridad de trato)*, ed. Aranzadi, 2004, pp. 172 y 174.

(20) Como reconoce BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Modificación del capital social: reducción», *La Sociedad de Responsabilidad Limitada* (A. Bercovitz, Coord.), ed. Aranzadi, Pamplona, 1998, pp. 495-533, 533, este derecho de preferencia resulta incompatible con la reducción de capital para la amortización de determinadas participaciones, como en el caso de la separación o exclusión de socios. Critican, ante el riesgo de exclusión de alguno de los socios, la reducción de capital por amortización de acciones impuesta por decisión mayoritaria de la Junta general, SÁNCHEZ RUS, H., «La amortización forzosa de acciones en el Derecho español», *RdS*, n.º 11, 1998, pp. 2205-2239,

mento del capital social, que exige el respeto del derecho de suscripción preferente sobre las nuevas acciones, o el desembolso de la prima en el caso de elevación de las anteriores de los socios hasta entonces existentes⁽²¹⁾.

Dentro de este contexto, la reducción voluntaria por devolución de aportaciones sí que puede llevar a una posterior ampliación de capital que respete el derecho de adquisición o asunción preferente⁽²²⁾. Asimismo, con carácter general, la validez de la denominada operación acordeón exige la concurrencia de los requisitos precisos para la reducción (*cf.* arts. 318 y 319 LSC)⁽²³⁾. En cualquier caso, el espacio natural de aplicación de la operación acordeón será el de la previa existencia de pérdidas que derive, simultáneamente, en la emisión de nuevas acciones o participaciones en que el contravalor sea aportado por los socios en la ejecución de su derecho de asunción o suscripción preferente. También en estos supuestos se advierte una diferente significación e incidencia en la posición jurídica del socio en el caso de una reducción, obligatoria en la sociedad anónima, que imponga que el capital haya de quedar a cero o cuando únicamente lo sitúe por debajo del mínimo legal⁽²⁴⁾. En esta última circunstancia, se ha de reconocer que la operación acordeón permite superar la situación de desequilibrio patrimonial, pero, a su vez, aun cuando el socio afectado no ejercite su derecho de asunción o suscripción preferente, mantiene la condición de socio en la sociedad. No ocurre igual, sin embargo, cuando la sociedad pierda íntegramente su capital, supuesto extremo en el que la operación acordeón, en los términos que se plantea,

p. 208, y DE LA CUESTA RUTE, R., «El aumento y la reducción del capital social», *La reforma de la Ley sociedades anónimas*, dir. A. Rojo, Madrid, 1987, pp. 173-223, p. 211.

(21) SYLVESTRE-TOUVIN, S., *Le coup d'accordéon ou les vicissitudes du capital*, ed. Presses universitaires d'Aix-Marseille, 2003, y GIRIBILA, D., *Droit des sociétés*, 2.^a ed., París, 2003, p. 86, entienden que con la operación acordeón no se autorizan nuevas obligaciones para los socios, sino que únicamente se refleja la realización de un riesgo para el accionista, en cuanto compromete su aportación a las deudas sociales. También, en esta línea, la Sentencia de Casación comercial en el caso «*Association Adam d L'AmY SA*», de 18 de junio de 2002 (*JCP E* 2002, 1556, nota de VIANDIER, A.; *RTD com.* 2002, 496, obs. CHAZAL, J.P. y REINHARD, Y.; *Bull. Joly*, 2002, p. 1221, § 259, nota de SYLVESTRE, S.; *JCP éd. N*, 2002, 1789, nota de HOVASSE, H.; y *Dr. Soc.*, 2003, n.º 72, obs. LEGROS).

(22) Acerca de la utilización de una operación acordeón mediante restitución de aportaciones a los socios, MANZANO ARENAS, R., *Aumento y reducción de capital en Sociedades Anónimas*, ed. CISS, Valencia, 1999, p. 379. Ahora bien, no parece oportuno que se produzca esta disminución del capital con cargo a reservas llevando a la sociedad a una situación de infracapitalización nominal, para luego ampliar el capital como medida de recuperación de su efectividad.

(23) En este sentido, en Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de noviembre de 2003 (RJ 2003, 8298) y en las Resoluciones de la DGRN de 28 de abril de 1994 (RJ 1994, 3071) y 16 de enero de 1995 (RJ 1995, 365). Entre ellos, los requisitos exigibles para la modificación de estatutos, así como la mención en el acuerdo de la Junta de la cifra de reducción del capital, la finalidad, el procedimiento y el plazo de ejecución de la reducción, y, en su caso, la suma que haya de abonarse, si procediera, a los socios; y la publicación del acuerdo en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en la página web de la sociedad o, en su defecto, en un periódico de gran circulación en la provincia en que la sociedad tenga su domicilio.

(24) Así acontece cuando las pérdidas de la sociedad dejen el patrimonio social reducido a una cifra inferior a las dos terceras partes del capital social y transcurra un ejercicio social sin que se recupere el patrimonio neto (*vid.* art. 327 LSC). Cuando, además, las pérdidas superen la mitad del capital social, a no ser que proceda la declaración del concurso y salvo que el capital se reduzca o amplíe en la medida suficiente, la sociedad capitalista incurre en causa de disolución [*vid.* artículo 363.1.e) LSC]. Además, si la reducción sitúa al capital por debajo del mínimo legal, se ha de estar a si se trata, en los términos planteados, de una reducción obligatoria en cumplimiento de una ley, en cuyo caso se aplicará el régimen señalado de la disolución de pleno derecho, o si, alternativamente, tiene un carácter voluntario, y por lo tanto se estará al procedimiento de disolución por causa legal o estatutaria [*vid.* art. 358.2 en relación con los arts. 360.1.b) y 363.1.f) LSC].

puede llevar a que el socio que no quiera o no pueda, dado el carácter capitalista de la institución, participar en ella, resulte excluido *de facto* de la sociedad⁽²⁵⁾. En este sentido, en tanto que el acuerdo de reducción impuesto por graves pérdidas que afectan al patrimonio neto tiene un alcance meramente contable o nominal y no real, se ha de acompañar de un aumento de capital, *sensu contrario*, que alcance, al menos, el límite mínimo del capital legal, en atención a la forma social y que, en consecuencia, ha de ser real y efectivo, y no puramente nominal⁽²⁶⁾. Esta medida ha de permitir que, reducido el capital a cero o por debajo del mínimo legal, se incorporen al capital nuevas aportaciones de modo que se dote a la sociedad del fondo de maniobra suficiente para desarrollar su actividad económica.

Por otra parte, si la «operación acordeón», integrada por los dos acuerdos recíprocamente condicionados, debe ser considerada una modificación social lícita dentro del poder de la mayoría para la modificación de los Estatutos sociales, ciertos requisitos han de ser igualmente atendidos en el acuerdo simultáneo de ampliación⁽²⁷⁾. De un lado, el apartado segundo del artículo 343 LSC exige, en todo caso, el respeto al derecho de asunción o de suscripción preferente de los socios. No obstante, esta norma especial contrasta con la facultad, reconocida a la Junta general, de acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente cuando el interés de la sociedad así lo exija (*cf.* art. 208 LSC). El legislador ha querido, a través de esta garantía específica, sustituir aquellas orientaciones dogmáticas que exigían la unanimidad de los socios por una protección *a posteriori*, que traslada a la ejecución del acuerdo⁽²⁸⁾. De esta manera, dota de funcionalidad a la figura, al tiempo que permite a los accionistas y a los socios mantener su condición y su participa-

(25) Acerca de este riesgo de exclusión y del derecho fundamental del socio a formar parte de la sociedad cuyo capital se desintegra, para no ser excluido, GERMAIN, M., «Le capital de la société commerciale», *L'influence du droit communautaire sur le droit des affaires en France dans la perspective de 1992*, *Revue de Jurisprudence commerciale*, n.º noviembre 1987, p. 28 ss., p. 31. Y en este sentido, CHAZAL, J.P. y REINHARD, Y., «Nota sobre la Sentencia de la Cour de Versailles, de 20 de mayo de 1999», *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*, 2000, p. 962, sustituyen la expresión «coup d'accordéon» por la de «coup de force». Asimismo, acerca de la posibilidad del socio mayoritario de asestar un golpe («battere un colpo»), STANGHELLINI, L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bolonia, 2007, p. 148.

(26) *Vid.* Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de noviembre de 2003 (EDJ2003/146424).

(27) PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia, 1973, p. 236; SACRISTÁN REPRESA, M., «Comentario...», pp. 3204-6; y CABANAS TREJO, R., «La reducción y ampliación simultáneas del capital de las Sociedades anónimas (Estudio de la denominada "operación acordeón" y perspectiva establecida por el Proyecto de reforma y adaptación de 1988)», *RDM*, n.º 187-188, 1988, p. 116. El Tribunal Supremo, en la Sentencia de 16 de mayo de 1967 (número 327, Jurisprudencia civil. Colección legislativa de España. Ministerio de Justicia. Primera Serie. Mayo 1967. Sección de publicaciones de Madrid, 1970, p. 158 y ss.), a pesar de que no entró en el fondo del asunto, admitió el carácter unitario de la operación de reducción y aumento al afirmar que se trata de «dos actos recíprocamente unidos y subordinados..., obedientes a una misma causa». El carácter unitario de la operación es también acogido por la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 9 de mayo de 1991 (RJ 1991, 4003).

(28) Como señala la Resolución de la Dirección General de los Registros y el Notariado de 21 de mayo de 1999 (RJ 1999, 4187), el respeto al derecho de suscripción excluye la unanimidad para acordar una operación acordeón con reducción a cero. En esta línea, CORONADO FERNÁNDEZ, F., «La reducción del capital social en el Proyecto de Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada», *RGD*, 1994, n.º 596, p. 5549; y RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., «Algunas consideraciones sobre la necesidad de consentimiento de los accionistas en la operación de reducción de capital a cero y simultáneo aumento: a propósito de las STS de 12 de junio de 2003 núm. 566/2003 y SAP de Asturias de 12 de abril de 2004 núm. 86/2004», *RdS*, n.º 24, 2005, pp. 353 ss., p. 361. Por otra parte, SEQUEIRA MARTÍN, A., «La reducción y el aumento del capital simultáneos según el artículo 169 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas», *Derecho de Sociedades Anónimas*, coord. Alfonso Ureba, A., Duque Domínguez, J., Estevan Velasco, F.,

ción preexistente en el capital social⁽²⁹⁾. Y ello, desde el reconocimiento de un derecho y no desde la imposición de una obligación⁽³⁰⁾.

Por otro lado, el artículo 295 LSC, en su apartado segundo, exceptúa la regla de la mayoría para exigir la unanimidad cuando el aumento haya de realizarse elevando el valor nominal de las participaciones o de las acciones, y requiere el consentimiento de todos los socios, salvo en el caso de que el aumento se realice íntegramente con cargo a beneficios o reservas que ya figurasen en el último balance aprobado. Esta última posibilidad contrasta con la situación de la sociedad tras la reducción, pero cabe que sea adoptada cuando la reducción obedezca a la devolución de aportaciones o a la condonación de dividendos pasivos, tal y como ha sido antes apuntado. Por último, en las sociedades anónimas, el valor de cada una de las acciones de la sociedad, una vez aumentado el capital, habrá de estar desembolsado en una cuarta parte como mínimo⁽³¹⁾. Respecto del desembolso parcial de las nuevas acciones que, en su caso, se creen, y a diferencia del Derecho suizo, que exige el completo desembolso en la ejecución de la ampliación, ni el Derecho comunitario ni el Derecho interno, dentro de la «polifuncionalidad» de la figura, imponen esta medida. Por lo tanto, en la sociedad anónima se ha de mantener la regla general del desembolso mínimo que permita cubrir una cuarta parte del valor nominal de cada una de las acciones en que se divida el capital social (*vid.* arts. 79 y 296.3 LSC)⁽³²⁾. Esta exigencia, sin embargo, desde una orientación financiera de la operación, ha de compatibilizarse con el caso de reducción para compensar pérdidas. Si bien la ampliación permite superar la situación

García Villaverde, R., y Sánchez Calero, F., Madrid, 1994, pp. 1009-1050, únicamente exige la unanimidad en los casos en que se produzca una reducción voluntaria a cero del capital social.

(29) El respeto al derecho legal de suscripción preferente sustituye anteriores exigencias de consentimiento individual del accionista o del socio, propugnada desde los sectores mercantilistas tradicionales, y su exclusión comportaría, de hecho, una expulsión de los socios que no pueden ejercerlo y, con ello, la lesión de su derecho a participar en el patrimonio resultante de la liquidación. Esta es una cuestión ya de largo tratada entre nuestros Tribunales y jurisconsultos. Así, BELTRÁN SÁNCHEZ, E., «En torno a los requisitos de la “Operación Acordeón”», *RDM*, n.º 199-200, 1991, pp. 75-89, pp. 82-4. Para PÉREZ DE LA CRUZ, A., «La reducción del capital», en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, dir. Uría, Menéndez y Olivencia, t. VII, vol. 3.º, ed. Civitas, Madrid, 1994, p. 190, de no existir el derecho de preferencia la operación acordeón iría dirigida a reducir la posición de los socios minoritarios a la mínima expresión, más que a posibilitar un saneamiento financiero de la sociedad. Como también indica ESPÍN GUTIÉRREZ, C., *La operación de reducción y el aumento del capital simultáneos en la sociedad anónima*, ed. McGraw-Hill, Madrid, 1997, p. 117, son generalizados los recelos entre la doctrina de Derecho comparado hacia la reducción del capital a cero y aumento de capital social, pues se sospecha que en el trasfondo puede pretenderse una expulsión del grupo minoritario.

(30) Al respecto, véase la Resolución de la DGRN de 23 de febrero de 2000 (RJ 2000, 1082). En Francia, en el caso «Usinor», la Sentencia de la casación comercial francesa de 17 de mayo de 1994 (*Dr. Soc.*, jul. 1994, n.º 142, obs. H. LE NABASQUE; *Bull. Joly*, 1994, p. 816, nota de J.J. DAIGRE; y *Rev. Soc.*, 1995, p. 485, nota de S. DANA-DEMARET) y la posterior de 10 de octubre de 2000, en el caso «Demenois» (*Dr. Soc.*, febr. 2001, n.º 20, obs. T. BONNEAU; *Bull. Joly*, 2001, p. 181, nota de P. SCHOLER; *JCP éd. E.*, 2001, p. 85, nota A. VIANDIER; y *JCP* 2001, p. 85, nota de M. KEITA) autoriza una reducción a cero sobre dos premisas: primero, la decisión alternativa de los socios a la disolución de la sociedad legítima la operación acordeón; y segundo, con ella no se crea ninguna obligación nueva para los socios.

(31) Además, dentro de la contraprestación del aumento de capital, el artículo 300 LSC, en su apartado segundo, con carácter general, autoriza que el aumento del capital pueda realizarse con cargo a nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias al patrimonio social, incluida la aportación de créditos contra la sociedad, o con cargo a beneficios o reservas que ya figurasen en el último balance aprobado.

(32) Así se pronuncian las Resoluciones de la DGRN de 26 de marzo (RJ 1992, 2886), de 22 de mayo de 1992 (RJ 1992, 5255) y de 3 de marzo de 1999 (RJ 1999, 2190).

de desequilibrio entre el capital y el patrimonio social, el desembolso parcial puede, sin embargo, resultar insuficiente para insuflar a la sociedad la liquidez necesaria para afrontar posteriores obligaciones con terceros y, con ello, tal insuficiencia puede derivar en un estado de insolvencia que arrastre a la sociedad a una eventual situación concursal (*vid.* art. 361 LSC). Al hilo de lo anterior, se ha de atender, en este punto, a las críticas que actualmente encuentra el capital social como garante de la solvencia empresarial⁽³³⁾.

Desde la perspectiva de las modalidades del aumento, la funcionalidad de la figura autoriza a que la operación acoja la forma del aumento mediante compensación de créditos, como medio para recuperar el equilibrio patrimonial en la sociedad, en cuyo caso deberán cumplirse, igualmente, los particulares requisitos legales para proceder a la ampliación (*vid.* art. 301 LSC)⁽³⁴⁾. Ahora bien, la compensación de créditos no conjuga convenientemente con la exigencia del respeto al derecho de suscripción o asunción preferente de los socios, pudiendo resultar, por lo tanto, incompatible con la operación acordeón. Tampoco dice nada la regulación respecto a la ampliación mediante aportaciones *in natura*, a diferencia del sistema alemán, que prohíbe una operación acordeón sustentada en tales aportaciones (*cf.* art. 228.1 *AktG*). Si bien el régimen legal no contempla el derecho de adquisición preferente en los casos de las aportaciones *in natura* y de la compensación de créditos, el derecho de suscripción o asunción preferente no puede ser excluido de la operación acordeón por la especialidad de la norma que lo recoge, y el carácter imperativo de su dictado (—«en todo caso»—). Por lo tanto, resulta necesario adaptar estas modalidades al derecho preferente del socio, de forma que, cualquier solución ha de partir del principio de paridad de trato de los accionistas y del respeto a los derechos de los socios⁽³⁵⁾. La renuncia individual, el consentimiento unánime de los socios, o el empleo de modalidades de ampliaciones de capital mixtas, alternativas o sucesivas, permiten, en principio, aplicar estos aumentos a la operación acordeón sin merma de los derechos reconocidos a los socios⁽³⁶⁾.

(33) Acerca del actual debate en torno a la funcionalidad del capital social, EMBID IRUJO, J.M., «El presente incierto del Derecho de sociedades», *RDM*, n.º 272, 2009, pp. 453-482, pp. 469-470. Sobre este particular, ALONSO LEDESMA, C., «Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores», *Estudios de Derecho de sociedades y Derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, vol. 1, 2007, pp. 127-158; en la misma obra, ESPÍN GUTIÉRREZ, C., «El capital, el patrimonio neto y la significación patrimonial de las variaciones de capital en la sociedad anónima», pp. 453-498; y ya anteriormente, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Aplicación de resultados y defensa del capital social: de nuevo sobre la crisis (presunta) de la noción de capital social», *RGD*, n.º 622-3, 1996, pp. 8543-8588.

(34) Será necesaria, por lo tanto, en la Sociedad anónima una certificación del auditor de cuentas que acredite que resultan exactos los datos ofrecidos por los administradores en el informe exigido, para todas las sociedades de capital, sobre los créditos en cuestión; créditos a compensar que en la sociedad limitada han de ser «totalmente líquidos y exigibles», mientras que en la sociedad anónima han de tener esta naturaleza, al menos, un 25%, siempre que los restantes venzan en un plazo no superior a cinco años.

(35) Al respecto, diferencia ORTUÑO BAEZA, M.T., *Reducción...*, *cit.*, p. 205 ss., y esp. p. 138, entre la paridad de los derechos o de las posiciones de los socios (*Gleichberechtigung*) y la paridad de tratamiento según sus derechos o según su posición (*Gleichbehandlung*).

(36) ESPÍN GUTIÉRREZ, C., *La operación...*, *cit.*, p. 342. Acerca de su licitud, QUIJANO GONZÁLEZ, J., «Operación acordeón y derecho de suscripción preferente (RDGRN 29 mayo 1995)», *RdS*, n.º 7, 1996, pp. 217 ss., pp. 228-231, y PÉREZ DE LA CRUZ, A., «La reducción...», *cit.*, pp. 169-171. Como precedente, la Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de mayo de 1967, *cit.*, se había referido a la existencia de «un ciclo de actos tendentes a la transmisión de la sociedad anónima como un solo todo a los acreedores ordinarios y a la vez, la eliminación o confiscación de la cualidad de socio de los que integrando una pequeña minoría no unían a esa titularidad la de acreedores de la compañía».

No se pueden concluir estas consideraciones preliminares sin reseñar, desde la perspectiva económica enlazada a los condicionantes legales, que esta operación, nacida de la práctica empresarial, se configura como una técnica de transmisión de empresas en situación de crisis financiera. La conformación de su operativa, generalmente desde la mayoría, si bien puede asimismo mediar el consenso de la minoría, con renuncia expresa al ejercicio del derecho de suscripción o asunción preferente, tendrá por finalidad permitir a un tercero inversor reflowar la empresa social mediante la asunción o suscripción de las nuevas acciones o participaciones resultantes de la ampliación. A tal efecto, los socios pueden alcanzar acuerdos parasociales con el tercero inversor para dotar de operatividad a esta modificación societaria. Así las cosas, en ocasiones, la realidad empresarial puede demostrar la viabilidad de una empresa que coyunturalmente haya incurrido en importantes pérdidas, o en la que no hayan aflorado, por causas diversas y merced al principio de prudencia valorativa, determinados elementos de su activo, generalmente inmateriales, que tengan un valor real o potencial diferente al que conste en balance. Asimismo, la empresa puede gozar de una cierta relevancia social en el mercado frente a una visión meramente financiera de la entidad (*cf.* 373 LSC). En tales casos, junto con la renuncia a su derecho de preferente suscripción o asunción por todos los socios, se produce lo que se conoce como un «movimiento de vaivén en forma de paso de danza» —«coup d'accordéon»— que generalmente se acompaña del llamado «vals de los dirigentes», dado que el nuevo socio inversor, por lo general, designará nuevos representantes sociales⁽³⁷⁾.

II. LA POSICIÓN DE LAS PARTES IMPLICADAS EN LA OPERACIÓN ACORDEÓN

1. Consideraciones previas. La posición de la sociedad y de los acreedores frente a la operación

A la luz de lo anterior, la adopción de una operación acordeón como medida de financiación o reflowamiento de la empresa social tiene una incidencia positiva en el interés social. Ello excluye la facultad de impugnar el acuerdo por esta causa (*cf.* art. 204 LSC). Tampoco la reducción voluntaria que respete el principio de paridad de trato y de la regla de prorrata (*vid.* arts. 97 y 330 LSC) puede interpretarse como un acuerdo que lesione el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. Esta misma línea argumental se ha de sostener respecto de los acreedores sociales. En la reducción obligatoria, particularmente por consecuencia de pérdidas, sin restitución a los socios, los acreedores carecen de un derecho de oposición al acuerdo de reducción (*vid.* arts. 331, 333 y 335 LSC).

(37) COZIAN, M., VIANDIER, A.; y DEBOISSY, F., *Droit des sociétés*, 20.^a ed., París, 2007, p. 369, se refieren así al «golpe de acordeón», «coup d'accordéon», acompañado del vals de los dirigentes, «valse des dirigeants», cuando una sociedad, ante dificultades financieras, debe abrir su capital a un nuevo socio que se comprometa a realizar las aportaciones necesarias para limpiar el balance, haciendo desaparecer las pérdidas contables, y recapitalizar la sociedad; para ello, en principio, se requiere de una previa renuncia de los socios a su derecho preferente de suscripción. Acerca de la utilización de la operación acordeón para dar entrada a nuevos socios, la Sentencia de Casación comercial en el Caso «Adam C. SA L'Amy», de 18 de junio de 2002 (*cit.*).

No obstante, se ha de admitir, igualmente, que el concierto se pueda producir entre el socio mayoritario, capacitado por sí solo para promover la adopción de los acuerdos necesarios para la reducción y ampliación del capital social, y el socio inversor, en cuyo caso se habría de mantener el derecho del resto de los socios al ejercicio de un derecho de asunción o suscripción preferente, que les permita mantener la proporcionalidad de su participación en el capital social.

Pero es que, además, en todo caso, ante la etiología de la operación, cuando, como resultado de ambos acuerdos, la nueva cifra de capital alcance o supere la existente con anterioridad, aun en los casos de devolución del valor de las aportaciones o la condonación de las aportaciones pendientes, el efecto acordeón, en su conjunto, en nada afecta a la integridad de los créditos de los terceros afectados. Todo ello si se considera al capital social como una cifra de retención patrimonial en tutela de sus derechos. Es más, si el aumento del capital, por las aportaciones efectuadas, excede del anterior, el correlativo incremento del patrimonio social supondrá una garantía añadida para los acreedores. Se cuestiona entonces la necesidad de contemplar, en esta operación condicionada de modificaciones estatutarias del capital, aquellas medidas tuitivas de los intereses de los acreedores sociales. En primer lugar, frente a terceros resultará intrascendente la justificación de la causa o finalidad de la reducción, que ha de constar en la escritura pública que la documente (*cf*: art. 170 RRM), siempre que, en su caso, el patrimonio resulte suficientemente reintegrado con la ampliación de capital subsiguiente⁽³⁸⁾. Por otra parte, frente a la necesidad de publicación del acuerdo de reducción, como garantía del derecho de oposición de los terceros, la neutralidad para los acreedores sociales de la simultánea operación de reducción y aumento de capital social impide, atendiendo a criterios materiales y de jurisprudencia de intereses, que la falta de publicación del acuerdo de reducción dé lugar a que aquéllos puedan impugnar el acuerdo (*cf*: art. 319 LSC)⁽³⁹⁾. Incluso, el mutuo condicionamiento de ambas operaciones permite, en su caso, evitar situaciones de insolvencia patrimonial o la concurrencia de una causa legal de disolución, sirviendo como remedio para mejorar la solvencia de la sociedad, mediante el incremento del capital social y la continuación de su actividad económica. Fuera de lo anterior, los acreedores habrían de concurrir al proceso liquidatorio de la sociedad (art. 385 LSC) o a la masa pasiva del concurso (*cf*: art. 49 Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal)⁽⁴⁰⁾.

2. La posición de la mayoría y del socio externo

A) Consideraciones previas. Efectos sobre las acciones y sobre las participaciones sociales

Frente a las consideraciones anteriores, la operación acordeón generalmente entraña un riesgo de alteración de la posición de los socios. La interrelación de los dos acuerdos

(38) Al respecto, la Resolución de la DGRN de 23 de febrero de 2000 (EDD 2000/1807). Así, para BONARDELL LENZANO, R. y CABANAS TREJO, R., *La reducción del capital social en la sociedad de responsabilidad limitada*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2009, p. 123, a estos efectos, será suficiente la recuperación del importe nominal del capital social.

(39) Desde una perspectiva finalista de la cuestión, las Resoluciones de la DGRN de 28 de abril de 1994 (EDD1994/6542) y 16 de enero de 1995 (EDD1995/447).

(40) Concluye la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 12 de noviembre de 2003 (n.º 1052/2003, rec. 143/1998, EDJ 2003/146424): «*Si esto es así, como es, parece que debemos convenir en que el acuerdo de la Junta y su consecuente ejecución por el Consejo se orienta también a proteger mediante la continuidad de la sociedad a través del simultáneo aumento de capital, el interés de los acreedores que de otra manera habrían de concurrir a la liquidación de una sociedad en bancarota. En consecuencia, desde la perspectiva de protección de los acreedores nada parece que pueda reprocharse al acuerdo que nos ocupa que culminó con la suscripción de todas las acciones cuyo valor nominal asciende a más de 800 millones de pesetas*».

condicionados en modo alguno debe confundir la autonomía formal de tales operaciones con la aprehensión unitaria de la figura. La reducción del capital social, en particular cuando se produzca la reducción a cero, no conlleva una extinción de las acciones o participaciones ni, con ello, imposibilita la consecución del quórum necesario para decidir acerca del aumento de capital. En este punto ha de distinguirse la simultaneidad de la aprobación de ambas operaciones de la separación temporal de un año que se contiene en el caso de disolución de pleno derecho entre el acuerdo de reducción y la transformación o la ampliación, en referencia a la inscripción de la transformación, de la disolución o, en nuestro caso, de la ampliación. Con la reducción a cero, las acciones o participaciones dejan de representar fracción alguna del capital social, pues tal capital no existe, pero, desde el punto de vista de los derechos de socio, se ha de reconocer todavía latente un derecho de suscripción o asunción preferente para concurrir al aumento contemporáneamente acordado⁽⁴¹⁾. Esta apreciación, sin embargo, no concuerda convenientemente con los casos en los cuales los socios renuncien al derecho de suscripción preferente. Con motivo de la reducción a cero, la sociedad no deja de tener un capital social, sino que la reducción únicamente afecta a su efectividad, lo cual se ha de encajar en la correcta separación entre las fase legales de disolución, liquidación y extinción de la sociedad, como períodos independientes; de este modo, la sociedad se podrá extinguir, verbigracia, sin liquidación. Ante tal estado de la cuestión, el socio no pierde su cualidad como tal con la aprobación de la reducción del capital a cero, como tampoco pierde tal condición con la disolución de la sociedad; y aun posteriormente con su extinción, los efectos de la actividad social se prolongan ante la aparición de activos o pasivos sobrevenidos (*cf.* art. 398 y 399 LSC)⁽⁴²⁾.

Se ha de mantener, por lo tanto, la consideración del socio como titular de un conjunto de derechos y obligaciones. El vaciamiento del valor de la acción o de la participación como cuota del patrimonio neto no impide todavía identificar la condición de accionista o socio, si bien sus derechos se hallan restringidos a la situación patrimonial y legal de la sociedad (v.gr., su derecho a la cuota de liquidación). Y entre tales derechos se ha de mantener incólume el derecho de voto en la Junta general. Piénsese, de igual modo, que los socios, que pueden decidir la reactivación de la sociedad disuelta (*cf.* art. 370 LSC), han de poder adoptar una ampliación de capital que permita aumentar el capital en la medida que resulte suficiente [así lo refrenda el art. 363.1.e) LSC]. Todo ello lleva a que el socio mantenga su derecho de voto ante la propuesta de un acuerdo de aumento, así como, de modo

(41) Postura mantenida por la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sec. 10.^a), de 9 de junio de 2001 (EDJ 2001/27520).

(42) Consideran que las acciones no se extinguen con la reducción a cero del capital sino que sus titulares conservan sus derechos y, en particular, el de voto para el acuerdo de aumento del capital y el de suscripción preferente para adquirir las nuevas acciones, PÉREZ DE LA CRUZ, A., *La reducción de capital...*, *cit.*, pp. 232-239; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1973, pp. 108-111; MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., «Pérdida del capital social y continuación de la sociedad anónima», en *Estudios homenaje a Polo*, Madrid, 1981, p. 491 ss.; VICENT CHULIÀ, F., «Concepto, licitud y requisitos de la Operación Acordeón», en *La Ley*, 1986, n.º 111, p. 314 ss.; y CABANAS TREJO, R., «La reducción...», p. 93 ss. Asimismo, en las Sentencias del Tribunal Supremo de 16 de mayo de 1967 y de 25 de noviembre de 1985, comentada por SACRISTÁN REPRESA, M., «Comentario...», *cit.*, p. 3206 ss., y en las Resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 21 de febrero y de 9 de mayo de 1991 (RJ 1991, 4003).

imperativo, el derecho de suscripción o asunción preferente sobre las nuevas acciones o participaciones sociales según el régimen, legal o estatutario, aplicable⁽⁴³⁾.

B) Riesgo de la minoría y abuso de la mayoría

Desde otra perspectiva, ya no interna de la acción o de la participación social, sino externa de la posición del socio en la sociedad, esta operación acordeón añade un riesgo de dilución de la participación social del socio minoritario que se opone al acuerdo favorable de la mayoría (*stock dilution*)⁽⁴⁴⁾. Con el reconocimiento de un derecho de suscripción o asunción preferente se pretende, en última instancia, dotar de operatividad al sistema, sin merma de la posición de estos socios. La operación, por lo tanto, no debe ser utilizada para expulsar al socio de la sociedad, sin justa causa o interés legítimo que ampare su exclusión (dentro de las técnicas del conocido como «Freeze-out»)⁽⁴⁵⁾.

No obstante, el carácter capitalista de la institución, frente a otros rasgos personalistas de otras modalidades societarias, dificulta la tutela del socio externo, entendido como aquel que resulta excluido de la esfera de control de la sociedad en virtud del principio mayoritario que rige las Juntas generales (*cf.* arts. 198 a 201 LSC en relación con los arts. 18 LSC y 42 Cdeco). En el caso del recurso a una operación de reducción y transformación simultáneas, el socio minoritario encuentra protección en el derecho de separación o en el principio de separación automática cuando pase a asumir una responsabilidad personal por las deudas sociales (*cf.* art. 15 de la Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles)⁽⁴⁶⁾. Fuera del supuesto de transformación en otro tipo social, en la operación con ampliación de capital mediante la emisión de nuevas acciones o participaciones, sin embargo, el vínculo con la sociedad se supedita al ejercicio del derecho de

(43) Para DESACHÉ, J.M., «Le coup d'accordéon et le sort du créancier bénéficiaire d'un nantissement sur actions», *Bull. Joli*, mayo 1995, p. 377, § 133, y LE CANNU, P., *Droit des sociétés*, 2.ª ed., París, 2003, p. 710, en el plano patrimonial las acciones desaparecen un momento en relación con el capital del cual forman parte, por lo que se ha de atender al fraude que esta operación puede causar sobre los derechos y garantías que recaen sobre estas acciones, que desaparecen, y la necesidad de atender al derecho preferente de suscripción en el aumento de capital como operación indisoluble a la reducción a cero para mantener tales garantías, por cuanto no se produce una nueva constitución de la sociedad.

(44) Con carácter general, al respecto, PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, ed. Civitas, Madrid, 1998, pp. 183-185, y FLAQUERT RIUTORT, J., «La protección de los accionistas en los procedimientos de fusión de sociedades», *CDC*, n.º 10, 1991, pp. 105-171, p. 132. También respecto de la protección de los socios externos al control en modificaciones estructurales dentro del fenómeno de la formación de los grupos de sociedades, EMBID IRUJO, J.M., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, ed. Centro de Publicaciones del Ministerio de Justicia, Madrid, 1987, pp. 34, 93 ss., y 172 ss., y en «Cuestiones generales sobre la tutela de los socios externos», *RGD*, n.º 615, 1995, pp. 1341-1349.

(45) *Vid.* PRIESTER, H.J., «Squeeze out durch Herabsetzung des Stammkapitals auf Null?», *DnotZ Deutsche Notar-Zeitschrift*, 2003, pp. 592-602; DAMMANN, J., «Majority Freezeouts», *University of Texas School of Law, Law & Economics Research Paper Series*, n.º 114, 2007, p. 1-58; y THOMPSON, R.B., «The Shareholder's Cause of Action for Oppression», *Business Lawyer*, vol. 48, 1993, pp. 699-745, p. 703. Para la captación del fenómeno desde nuestro sistema de sociedades, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «Aproximación al estudio de los "squeeze-outs" en el derecho español», *RDBB*, n.º 91, 2003, pp. 7-38.

(46) Esta posibilidad se ha de entender únicamente aplicable a aquellos casos en los que la reducción se produzca por debajo de la cifra mínima legal, de modo que la transformación en otro tipo social permita cumplir con los requerimientos del capital, si bien tampoco se puede descartar la reducción a cero cuando la forma social no precise de capital social.

adquisición preferente. Así las cosas, el principio de conservación de la empresa y el valor superior del interés social se anteponen a la voluntad individual del socio. De esta forma, el correspondiente aumento del capital actúa como vía de remoción la causa de disolución⁽⁴⁷⁾. Pese a ello, el acuerdo de reducción a cero para compensar pérdidas, con el voto favorable del socio mayoritario y el voto en contra de los restantes socios, entraña un riesgo de exclusión *de facto* de la sociedad que únicamente podría ser superado cuando el acuerdo haya sido adoptado por unanimidad. El problema se desplaza entonces al nudo gordiano entre el derecho del socio a permanecer en la sociedad como tal⁽⁴⁸⁾, sin verse obligado a realizar nuevas aportaciones que no quiera o no pueda realizar, y la adopción de una decisión orgánica que pueda, en atención al interés social, permitir la pervivencia de la sociedad y la continuación de la empresa que constituya su objeto⁽⁴⁹⁾.

En este marco, la exigencia de unanimidad para la adopción de los acuerdos conjuntos trasladaría la potestad de la decisión, desde el criterio rector de la mayoría, a una exigencia de unanimidad opuesta a los principios generales de las sociedades de capital, salvo cuando el acuerdo social afecte a la tutela de derechos individuales en el marco del principio de paridad de trato⁽⁵⁰⁾. Configurado en tales términos, el ejercicio de un eventual derecho de veto se habría de encuadrar dentro de las modalidades que puede adoptar la doctrina del «abuso de la minoría», cuando el socio supeditara su voto favorable a la continuación de la sociedad como organización y de su empresa como actividad económica a una compensación económica del socio mayoritario⁽⁵¹⁾. Una pretendida regla de la unanimidad, por lo tanto, también encuentra inconvenientes en el uso abusivo del socio minoritario de su posición, lo cual incluso puede encontrar acomodo en la exigencia de

(47) Como indica FIGA-TALAMANCA, G., *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milán, 1997, p. 243, la inactividad de la Junta general ha de llevar a la disolución de la sociedad.

(48) Cabe citar en esta instancia que la doctrina de los actos propios también encuentra su fundamento último en la protección de la confianza y en el principio de la buena fe, que impone un deber de coherencia y autolimita la libertad de actuación cuando se han creado expectativas razonables y, con base en el artículo 7.1 Cc, determina la nulidad de lo realizado cuando se oponga a los actos que previamente hubieren creado una situación o relación de derecho que no podía ser alterada unilateralmente por quien se hallaba obligado a respetarla (*vid.* al respecto las Sentencias del Tribunal Supremo de 28 de octubre de 2005 [RJ 2005, 8159], de 10 de junio de 1994 [RJ 1994, 5225], de 6 de octubre de 1984 [RJ 1984, 4770], y de 5 de octubre de 1987 [RJ 1987, 6717]).

(49) Como se señala en la Resolución de la DGRN de 19 de mayo de 1995 (RJ 1995, 4097): «*En casos como el presente en que ante una situación de pérdidas que harían obligatoria la disolución de la sociedad artículo 260.1-4.º de la Ley de Sociedades Anónimas se adopta el acuerdo de reducir a cero el capital social y, simultáneamente, el aumento de éste por encima de la cifra mínima legal no se exige el consentimiento individual de los socios, y frente al derecho de éstos a una eventual cuota de liquidación prevalece el interés social en el mantenimiento de la empresa.*»

(50) Cfr. RDGRN de 9 de mayo de 1991 (RJ 1991, 4003).

(51) *Ibidem.* El interés social puede requerir de los socios un voto en un determinado sentido en el punto del orden del día sometido a la Junta general e, incluso, la ausencia o abstención del socio puede determinar la existencia de un perjuicio para la sociedad respecto de todos aquellos acuerdos que sean necesarios para la pervivencia de la sociedad. Acerca de esta problemática, BOIZARD, M., «L'abus de minorité», *Rev. Soc.*, 1988, pp. 365-377, p. 366, y LEPOUTRE, E., «Les sanctions des abus de minorité et de majorité dans les sociétés commerciales», *Droit et Patrimoine*, 1995, p. 68. En este sentido, entre la doctrina italiana, ante un eventual abuso de una minoría de bloqueo a estas decisiones de reducción necesarias para la sociedad, PORTALE, G.B., «“Minoranze di blocco” e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al gouvernement des juges?», *Europa e diritto privato*, 1999, pp. 153-182, p. 175 ss., y NUZZO, A., *L'abuso della minoranza - Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Turín, 2003, p. 214 ss.

un quórum en casos especiales y de mayorías reforzadas requeridas para cada sociedad en concreto (*cf.* arts. 194.3, 200 y 201.3 LSC)⁽⁵²⁾.

Como regla general, el principio mayoritario autoriza al socio que reúna el capital suficiente para que, con sus votos, pueda configurar el interés social, quedando la minoría sometida a la decisión adoptada (*vid.* art. 159.2 LSC), siempre y cuando el acuerdo de la Junta general se ajuste a los límites de la ley, los estatutos y el interés social (*cf.* art. 204 LSC). El socio mayoritario o, en su caso, de control, goza de la facultad de aprobar con su voto las decisiones que sean competencia de la Junta general (*vid.* art. 160 LSC) y, entre ellas, las modificaciones de los estatutos sociales o de las operaciones sobre el capital social⁽⁵³⁾. No obstante, estas decisiones incorporan un riesgo implícito de aminorar la participación en la sociedad de cualquier socio externo o, en última instancia propiciar su exclusión *de facto*⁽⁵⁴⁾.

Con todo, el legislador otorga carta de naturaleza a esta operación y no dispone de un orden de prelación que subordine una operación acordeón a la adopción de otras operaciones societarias que permitan evitar el riesgo de dilución de la participación de los anteriores socios; piénsese, verbigracia, en una simple ampliación de capital que permita reequilibrar el patrimonio social. La adopción de una u otra medida, por lo tanto, implica el ejercicio de una facultad discrecional de la Junta general frente a una eventual causa de disolución de la sociedad. No puede, por ende, el socio disconforme con el criterio mayoritario impugnar la legitimidad de la adopción de una de estas fórmulas en detrimento de otra⁽⁵⁵⁾. De otra parte, nuestro sistema de sociedades de capital no se pronuncia respecto

(52) La Sentencia del Tribunal Supremo alemán (caso *Girmes*), comentada por ALTMEPPEN, H., «Treuepflicht der Minderheitsaktionäre einer AG und Haftung des Stimmrechtsvertreters (Girmes)», *Neue Juristische Wochenschrift (NJW)*, n.º 27, 1995, pp. 1739-1740, encontró que el bloqueo por un socio minoritario del acuerdo de la Junta general de reducción de capital que tenía por finalidad obtener una reestructuración financiera de una sociedad anónima (AG) al borde de la insolvencia, y que finalmente llevó a la sociedad al concurso y a su liquidación, con la desaparición del «valor de la acción», se debía resolver con una indemnización al socio mayoritario por el perjuicio causado. Extienden la «Treuepflicht» a cualquier socio con influencia en la sociedad GUNTZ, P., *Treuebindungen von Minderheitsaktionären (Eine vergleichende Analyse im deutschen und US-amerikanischen Recht, dargestellt am Phänomen der treuwidrigen Artionärsklage)*, ed. Duncker & Humblot, Berlín, 1997, y WERNER, W., «Zur Treuepflicht des Kleinaktionärs», *Festschrift für Johannes Semler*, ed. Walter de Gruyter, Berlín-Nueva York, 1993, pp. 419-437.

(53) Respecto los derechos de voto necesarios para decidir los asuntos que sean competencia de la Junta (*cf.* arts. 198 a 201 LSC), LAMANDINI, M., «Il controllo», *Nozioni e tipo nella legislazione economica*, Milán, 1995, p. 56.

(54) Acerca de la utilización del aumento del capital en perjuicio de la minoría, ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El acuerdo de aumento de capital de la sociedad anónima», en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez* (coord. IGLESIAS PRADA), t. 2, ed. Civitas, 1996, pp. 2239-2391, pp. 2387-8; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente: una aproximación económica*, ed. Civitas, Madrid, 1995, p. 48; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La acción y los derechos del accionista (arts. 47 a 50 LSA)», en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (dirs. URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA), t. IV, vol. 1.º, ed. Civitas, Madrid, 1994, pp. 1-460, p. 237, y en «Principios, casos y conceptos en materia de derecho de asignación gratuita de acciones», en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a Girón Tena*, ed. Civitas, Madrid, 1991, pp. 885-904, p. 891; y DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., *Tutela de la minoría (impugnación de acuerdos lesivos —art. 67 LSA—)*, Valladolid, 1957, p. 95. Asimismo, FERRO-LUZZI, P., «Sul problema degli aumenti di capitale deliberati in danno della minoranza», *Rivista di Diritto Commerciale*, t. II, 1964, pp. 93-109.

(55) En este sentido, la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 12 de julio de 2002 (EDJ 2002/26074), que, en su Fundamento de Derecho Quinto, señala respecto de «la posibilidad de haber transformado la compañía en sociedad de responsabilidad limitada como alternativa al aumento del capital social impuesto por la LSA de 1989», que «no se alcanza a comprender por qué la minoría habría de imponer a la mayoría la transformación de la Socie-

de aquellos supuestos en los que el acuerdo de la Junta general, adoptado con el voto favorable del socio mayoritario o de control con el voto en contra del socio minoritario o externo, se oriente, en última instancia, a lesionar la posición del socio externo al control, aun cuando responda a un pretendido interés social. A la luz del estado actual de la cuestión, el socio mayoritario encuentra, en principio, amparo en el órgano social y en el principio mayoritario para legitimar su influencia decisiva en la Junta general y propiciar la «operación acordeón»⁽⁵⁶⁾.

En este contexto se plantea la necesidad de acudir a la doctrina de la buena fe y de la corrección en el ejercicio de los derechos de socio para valorar la sujeción del socio de control al deber de fidelidad frente al resto de sus consocios⁽⁵⁷⁾. De acuerdo con lo anterior, el principio general de la buena fe debe inspirar el comportamiento del socio y debe limitar la discrecionalidad del socio de control para perseguir, en última instancia y mediante la «operación acordeón», la exclusión del socio minoritario, siempre que existan otras alternativas menos onerosas que permitan, igualmente, superar la situación de crisis empresarial⁽⁵⁸⁾. Así, la operación acordeón puede servir de instrumento para que el socio mayoritario pueda diluir la participación minoritaria de forma que el socio externo no pueda ejercitar los específicos derechos que la regulación concede a la minoría. Y aún más, llegados al extremo, la reducción a cero con ampliación simultánea puede actuar como mecanismo a través del cual el socio mayoritario o de control busque desprenderse de una minoría molesta y, de este modo, procure una ruptura unilateral de la relación jurídica que vincula al socio con la sociedad, en contradicción con el carácter, generalmente indefinido, del contrato social⁽⁵⁹⁾. Dentro de este ámbito se ha de situar aquella postura del socio mayoritario que utiliza su posición en la Junta general para obtener cualquier ventaja, esen-

dad anónima en limitada». En esta misma línea, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Navarra (Sec. 3ª), de 11 de junio de 2010 (EDJ 2010/282823), en su Fundamento de Derecho Cuarto, considera frente a que «*La parte actora critica haber acudido a la operación acordeón de reducción de capital a cero, con devolución de aportaciones*», que «*no se puede entrar a valorar si el medio utilizado para alcanzar aquel fin, fue el correcto económicamente o no, siempre que se hayan respetado todos los requisitos legales y estatutarios que la operación requiere, lo cual sí se ha cumplido en el presente caso*»; y la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil (núm. 1) de Málaga, de 13 de marzo de 2006 (JUR\2006\299841), en su Fundamento de Derecho Noveno, concluye que «*nada de lo argumentado por la actora implica que esta reducción a cero, que la misma no justifica, sea más o menos favorable que cualquier otra reducción*».

(56) Critica la regla que impone la necesidad de bien recapitalizar, bien liquidar «*ricapitalize or liquidate*», ENRIQUES, L., y MACEY, J., «*Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*», *Riv. Soc.*, 2002, pp. 87 y 92 y ss., puesto que bajo el pretexto de prevenir la insolvencia no se permite relevar la responsabilidad limitada del socio de control, se autoriza su comportamiento oportunista ante la falta de liquidez de los socios minoritarios para afrontar nuevas inversiones para la recapitalización, y se exige atender a valores de balance no siempre atendibles. Sobre este particular, PRIESTER, H.J., «*Sanieren oder Ausscheiden in der GmbH*», *ZIP*, 2010, p. 497.

(57) Con carácter general, DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., *Tutela de la minoría...*, cit., p. 149, y ALCALÁ DÍAZ, M.A., «*El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital*», *RdS*, n.º 9, 1997, pp. 89-142, p. 115.

(58) En este sentido, la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1.ª), de 2 de noviembre de 1993 (EDJ 1993/9754) se refiere a un «*acreditado abuso de facultades por los socios mayoritarios que contradicen el pacto social y la buena fe que obliga a todos los accionistas y con mayor razón a los que ostentan cargos directivos y cuentan con participación mayoritaria en el capital social, a observar y cumplir conductas que no supongan desviación del interés común de todos los socios*».

(59) FERRARA J.R., *Gli imprenditori e le società*, Milán, 1980, p. 453, se refiere a un ejercicio doloso del voto y contrario al principio de la buena fe. En esta línea, GUERRERA, F., «*Abuso del voto e controllo "di correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*», *Riv. Soc.*, 2002, pp. 181-284.

cialmente social, pero también económica, mediante la cesión de su derecho de suscripción o la transmisión ulterior de su participación, una vez separado del socio molesto⁽⁶⁰⁾. Estas medidas, junto a otras con las que comparten identidad funcional, se pueden enmarcar en lo que la doctrina moderna ha dado en llamar supuestos de opresión de la mayoría frente a la minoría⁽⁶¹⁾. Desde el prisma del plano volitivo del socio y su participación decisiva sobre la adopción de la decisión, mediante el ejercicio de un «control pleno», se han de incluir, en última instancia, aquellos acuerdos adoptados por el «socio tirano», en abuso de las prerrogativas que le concede su posición, con una intención manifiesta de perjudicar el interés legítimo de los socios minoritarios⁽⁶²⁾.

Todo ello demanda que, reconocida la legalidad formal de estas operaciones, se hayan de imponer especiales garantías de protección al socio externo, especialmente en aquellos casos en los que exista un enfrentamiento entre socios, cuya resolución se produzca mediante el uso fraudulento de la operación para excluir a aquél de la sociedad. Aun cuando el derecho de suscripción preferente permite al socio minoritario acudir al aumento, incluso mediante una aportación limitada a una participación o acción, en consideración al valor de emisión, y, a diferencia de una simple ampliación de capital, estas operaciones, por diferentes medios, pueden concluir con su exclusión. En particular, así ocurrirá en los casos en que la Junta general acuerde la reducción a cero con el sustento de los votos del socio de control o mayoritario y se evidencie la falta de una motivación de reducción dentro del interés conjunto de los socios y de la sociedad, con el fin de desligar a alguno o, incluso, a todos los socios, para permitir la entrada de un tercero⁽⁶³⁾. En consecuencia, la posición del socio externo se ha de enmarcar en la significación de la operación en su conjunto, como un todo que excede de las modificaciones de capital consideradas de forma separada⁽⁶⁴⁾.

(60) STEELE, M.T., «Freedom of contract and default contractual duties in Delaware Limited Partnerships and Limited Liability Companies», *American Business Law Journal*, n.º 46, 2009, pp. 221-242, p. 232; ART, R.C., «Shareholder Rights and Remedies in Close Corporations: Oppression, Fiduciary Duties, and Reasonable Expectations», *Journal of Corporate Law*, n.º 28, 2003, pp. 371-416, p. 398; y MILLER, S.K., «The Role of the Court in Balancing Contractual Freedom with the Need for Mandatory Constraints on Opportunistic and Abusive Conduct in the LLC», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, 2004, pp. 1609-1660. Entre nosotros, VÁZQUEZ LÉPINETTE, T., *La protección de las minorías societarias frente a la opresión*, col. Estudios de Derecho Mercantil, ed. Thompson-Civitas, Navarra, 2007, pp. 116-7.

(61) En este punto, TIMM, W., «Zur Sachkontrolle von Mehrheitsentscheidungen im Kapitalgesellschaftsrecht», *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)*, vol. 16, n.º 3, 1987, pp. 403-442, acude a los límites inmanentes de carácter material de la sociedad en la adopción de acuerdos sociales según el principio mayoritario, frente a la regularidad formal del proceso decisorio.

(62) BOIZARD, M., «La réduction...», *cit.*, 1999, p. 735 ss., p. 736, y GODON, L., *Les obligations des associés*, ed. Economica, París, 1999, pp. 73-4, advierten de la necesidad de anteponer el deber de lealtad a cargo de todos los socios ante una posición de dominio o ante un riesgo de utilización maliciosa o en abuso de derecho de la mayoría al proceder a una «operación acordeón». Asimismo, acerca de la utilización de la Junta general como medio instrumental del abuso del derecho de voto de socio mayoritario, MARSCH-BARNER, R., «Treuepflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung», *ZHR*, n.º 157, 1993, 172 ss., y DREHER, M., «Treuepflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Ausübung von Aktionärsstimmrechten durch Bevollmächtigte», *ZHR*, n.º 157, 1993, pp. 150-171.

(63) Supuesto contemplado en la Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de septiembre de 2000 (RJ 2000, 7628).

(64) En palabras de GERMAIN, M., «Le capital...», *cit.*, p. 31, la alternativa consiste en pagar o ser excluido.

III. LA PROTECCIÓN DEL SOCIO EXTERNO

1. La protección legal del socio externo

A) *Requisitos de convocatoria y el derecho de información*

En el actual régimen legal, los socios, ante cualquier modificación de los estatutos sociales, gozan de las garantías formales que establecen los artículos 285 a 290 de la renovada Ley de Sociedades de Capital. De otra parte, la propia regulación contiene reglas especiales de tutela de los socios en los artículos 291 a 294 LSC⁽⁶⁵⁾. En primer lugar, dentro de las distintas medidas de tutela de los socios, como bien es sabido, la convocatoria de la Junta general, en los términos que previene el artículo 287 LSC, debe contener «con la debida claridad, los extremos que hayan de modificarse» y el derecho de los socios a «examinar en el domicilio social el texto íntegro de la modificación propuesta». En tal sentido, corresponde a los administradores y a los socios que efectúen la propuesta redactar el texto íntegro de la modificación estatutaria para su presentación a la Junta general (*cf.* art. 286 LSC). En las sociedades anónimas, de forma añadida, han de aportar un informe justificativo de la propuesta⁽⁶⁶⁾.

En cualquier caso, la ilegalidad de la convocatoria trasciende directamente a los acuerdos adoptados en la junta, sujetándose, por lo tanto, al régimen de nulidad que dispone el artículo 204 LSC⁽⁶⁷⁾. Tanto la falta de claridad y de precisión en el orden del día como la ausencia de la expresión del derecho de información acerca de los documentos que sirvan de soporte a la decisión a adoptar determinan la nulidad de los acuerdos e incluso de la propia constitución de la Junta (v.gr., la falta de mención en la convocatoria de la reducción a cero del capital social)⁽⁶⁸⁾. Tales requisitos de orden formal adquieren todavía una mayor

(65) En unos casos, mediante su aquiescencia a la modificación, cuando entrañe nuevas obligaciones; en otros, mediante votación separada cuando afecte a los derechos de una clase de acciones o de una parte de ellas. Acerca de este punto, ORTUÑO BAEZA, M.T., *Reducción...*, *cit.*, p. 149 ss. Y a todo este entramado se une el derecho de separación reconocido al socio en los casos de sustitución o modificación sustancial del objeto social, de prórroga o reactivación de la sociedad, o de modificación del régimen de transmisión de las participaciones sociales en la sociedad de responsabilidad limitada (art. 346 LSC). En la sociedad anónima, sin embargo, el derecho de separación es sustituido por la concesión de un plazo de tres meses a los accionistas que no hayan votado a favor de la modificación estatutaria consistente en limitar la libre transmisibilidad de las acciones para que puedan libremente enajenarlas, según el artículo 123.1.2.º LSC.

(66) Al respecto, ÁVILA DE LA TORRE, A., *La modificación de estatutos en la sociedad anónima*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2001, p. 337; y, con carácter general, respecto de los asuntos extraordinarios, en relación con el incumplimiento de los administradores de la obligación de difusión de informaciones veraces y exactas, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.T., *El derecho de información del accionista en la Sociedad Anónima*, ed. McGraw-Hill, Madrid, 1999, pp. 289 y 494.

(67) Constituye una línea jurisprudencial consolidada de la Sala 1.ª de nuestro Tribunal Supremo (SSTS de 22 de octubre de 1974 [RJ 1974\3970], 28 de enero de 1984 [RJ 1984\390] y 25 de marzo [RJ 1988\2473] y 15 de julio de 1988 [RJ 1988\5723]), recogida por la Dirección General de los Registros y del Notariado en Resolución de 10 de octubre de 1995 [RJ 1995\7077]), que los anuncios de convocatoria de las Juntas generales han de ser completos y claros, de suerte que incluyan en el orden del día todos los asuntos a tratar y permitan a los socios conocer sin ambigüedades las materias o temas sobre los que la voluntad social haya de pronunciarse.

(68) En particular, sobre la necesidad de incluir en la convocatoria la reducción a cero del capital social, las Resoluciones de la DGRN de 14 de marzo de 2005 (RJ 2005, 1969) y de 18 de mayo de 2001 (RJ 2001, 4798) y la Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de septiembre de 2000 (RJ 2000, 7628).

trascendencia cuando el acuerdo social que se pretenda adoptar, como en el caso de una reducción o ampliación simultáneas de capital, sea susceptible de alterar la posición jurídica del socio en la sociedad⁽⁶⁹⁾. Pero, además, como un supuesto añadido a las exigencias formales y contradictorio con el principio de buena fe y el deber de fidelidad de los socios, nuestra práctica judicial ha reconocido aquella conducta del socio mayoritario tendente a evitar la presencia del socio externo en la Junta general. Así ocurrirá cuando, a través de su influencia en el órgano de administración, la sociedad varíe la práctica usual de comunicación mediante notificación personal al socio y acuda a medios públicos como forma de convocatoria de la Junta general (*cf.* art. 173 LSC)⁽⁷⁰⁾.

En una segunda instancia, los derechos de información en la convocatoria se trasladan a la celebración de la Junta general⁽⁷¹⁾. Las técnicas legislativas empleadas en los artículos 196 y 197 LSC para la sociedad limitada y para la sociedad anónima, que comparten soluciones comunes, exigen que el socio consiga la información precisa acerca de los puntos que formen parte del orden del día⁽⁷²⁾. Como es bien sabido, el carácter instrumental de este derecho respecto del ejercicio del derecho de voto permite que el socio pueda solicitar cualquier informe o aclaración para obtener un correcto conocimiento, lo más exacto posible, acerca de los asuntos que se traten en la Junta. Esta facultad, por otra parte, requiere de la preceptiva solicitud de su ejercicio por parte del socio, ya en forma escrita, cuando lo pida antes de la celebración de la reunión, ya verbalmente, cuando se efectúe durante la misma. Sólo cuando el ejercicio del derecho no obtenga satisfacción por el órgano de administración, salvo en los casos de denegación autorizada en atención al interés social, el carácter esencial, inderogable e irrenunciable del derecho, conllevará la nulidad de los acuerdos de la Junta⁽⁷³⁾. Lo anterior, a su vez, se ha de relacionar con la facultad de la

(69) Sobre la necesidad de atender a la trascendencia de la decisión de la Junta general para exigir una determinada extensión del derecho de información, la Sentencia del Tribunal Supremo de 26 de marzo de 2001 (EDJ2001/2328) en relación con aquellos acuerdos que sean *«importantes sobre el desenvolvimiento y actuaciones de la sociedad, como es el caso presente»*, y la Sentencia de 16 de diciembre de 2002 (EDJ2002/55368), que exige que *«ha de atenderse a la mayor o menor complejidad de las cuestiones suscitadas al ejercitar el derecho»*.

(70) Esta medida, tendente a evitar la presencia del socio en la Junta general, no solo conculca su derecho de asistencia, sino también otros derechos tales como el derecho de voto, o el de impugnación de acuerdos anulables, de especial relevancia cuando la operación acordeón sea utilizada por el socio mayoritario en abuso de su posición jurídica. Así, en las Sentencias del Tribunal Supremo de 5 de marzo de 2009 (RJ 2009, 1629; comentada por MARÍN DE LA BÁRCENA, F., «Opresión de la minoría: STS de 5 de marzo de 2009», *RdS*, n.º 34, 2010-1, pp. 331-346), de 25 de septiembre de 2003 (RJ 2003, 7004) y de 2 de mayo de 1984 (RJ 1984, 2392).

(71) También sobre la necesidad de someter la cuestión a la Junta general como medio para que los accionistas puedan adoptar una decisión informada y oportunamente motivada, en particular, de aquellos que no tengan vinculación alguna con los administradores de la empresa social, DE LUCA, N., «Riduzione del capitale ed interessi protetti. Un'analisi comparatistica», *Riv. Dir. Civ.*, n.º 6, 2010, pp. 559-615, p. 569.

(72) Acerca del ámbito del derecho de información del socio en la sociedad de responsabilidad limitada, PULIDO BEGINES, J.L., *El derecho de información del socio en la sociedad de responsabilidad limitada (arts. 51 y 86 LSRL)*, ed. Tecnos, Madrid, 1998; ROMERO FERNÁNDEZ, J.A., «Novedades del derecho de información del socio en sentido estricto en la LSRL sobre el artículo 112 LSA», en *Homenaje en memoria de Joaquín Lanzas y de Luis Selva*, vol. I, 1998, pp. 659-694; y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «El derecho de información en la sociedad de responsabilidad limitada», en *Homenaje Duque*, *cit.*, vol. I, pp. 119-144.

(73) La configuración del derecho de información del socio, como un derecho esencial, inderogable, e irrenunciable, entre otras, es resaltada en las Sentencias del Tribunal Supremo de 29 de julio de 2004 (EDJ2004/116283), de 26 de septiembre de 2001 (EDJ2001/29047), de 9 de diciembre de 1996 (EDJ1996/9125) y de 22 de septiembre de 1992 (EDJ1992/9034), y cuyo carácter instrumental del derecho de voto, según Sentencias del Alto Tribunal de 22 de

minoría de solicitar información sin posibilidad de restricción alguna (arts. 196.3 y 197.4 LSC)⁽⁷⁴⁾. De esta forma, el sistema tiende a equiparar el acceso de la información del socio minoritario con el que efectivamente puede obtener el mayoritario⁽⁷⁵⁾.

B) La reducción del capital social

I. El balance de la reducción

Junto a los requisitos anteriores, en tutela de los socios, principalmente de los socios externos al control, se ha de unir, aun cuando el artículo 343 LSC no lo expresa literalmente, y dado que su apreciación como operación simultánea no desdibuja la autonomía conceptual de los acuerdos de reducción y aumento, pese a su simultaneidad, la necesidad de atender a los requisitos específicos prevenidos para cada uno de ellos⁽⁷⁶⁾. Además de la constancia expresa de la finalidad, la reducción de capital para compensar pérdidas⁽⁷⁷⁾ precisará de la acreditación de su presupuesto justificativo mediante un balance aprobado por la Junta general, que sirva de base de la operación, y que habrá de ser previamente verificado por auditor (*cf.*: arts. 323 LSC y 171.2 RRM)⁽⁷⁸⁾. Además, para su validez, dicho balance debe hacer referencia a una fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo de la Junta general⁽⁷⁹⁾. Esta medida actúa de garantía de los socios, particularmente de los socios externos, ante la incidencia que las incorrecciones en los

mayo de 2002 (EDJ2002/14760) y de 12 de noviembre de 2003 (EDJ2003/146424), determina que su incumplimiento se sancione con la nulidad de la Junta, tal y como se pronuncian las Sentencias del Tribunal Supremo de 13 de febrero de 2006 (EDJ2006/15967), de 9 de diciembre de 1999 (EDJ1999/40433), de 9 de diciembre de 1996 (EDJ1996/9125), y de 23 de octubre de 1987 (EDJ1987/7640).

(74) El deber del administrador de dar información al socio se excepciona cuando el órgano de administración en la sociedad limitada o el presidente de la Junta en la anónima considere que la publicidad perjudica al «interés social»; pero, no obstante, no cabe restricción al respecto cuando la solicitud de información sea demandada, al menos, por una minoría que represente un 25% del capital social.

(75) Al respecto, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.T., *El derecho...*, *cit.*, p. 221. No obstante, este mecanismo de «excepción a la excepción» resulta criticado por la doctrina, que aboga por anteponer el «interés social» a cualquier eventual situación de conflicto con el socio que, por cualquier medio, tenga intereses con personas o en entidades que concurren en el mercado con la sociedad, o que demande datos que excedan de la información estrictamente «necesaria» para el ejercicio de su derecho de voto. *Vid.*, por todos, GARRIGUES, J., «El derecho de información del accionista en la Ley de Sociedades Anónimas», *Homenaje a D. Nicolás Pérez Serrano*, t. II, Madrid, 1959, pp. 481 ss., p. 485, y en «Problemas actuales de la sociedad anónima», *Hacia un nuevo Derecho Mercantil*, Madrid, 1971, pp. 173 ss., p. 174. En este mismo sentido, la Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de octubre de 2005 (EDJ2005/165834).

(76) Así se manifiesta la Resolución de la DGRN de 16 de enero de 1995 (RJ 1995/365). Esta exigencia, por otra parte, resulta también extensiva a la segunda modificación estatutaria, la de ampliación del capital cuando el aumento se haga con cargo a reservas, figura que, como ha sido apuntado, no se adapta *causa materiae* a la operación acordeón (*cf.*: art. 303.2 LSC).

(77) También en el caso de reducción para dotar la reserva legal, por la remisión efectuada por el art. 328 LSC.

(78) Tales exigencias son destacadas en las Resoluciones de la DGRN de 23 de febrero de 2000 (EDD 2000/1807), de 23 de marzo de 2000 (EDD 2000/1807) y de 9 de mayo de 1991 (RJ 1991, 4003).

(79) Lo anterior ha de permitir la utilización del balance de las cuentas anuales como tal, siempre que se redacte dentro del plazo indicado para la aprobación por la Junta general. Acerca de la nulidad de una operación de reducción y aumento de capital sobre la base de un balance «no actualizado» dentro de los seis meses anteriores a la Junta, también la Sentencia de casación italiana de 2 de abril de 2007 (n. 8221).

datos ofrecidos por el balance puede tener en la justificación misma de la operación⁽⁸⁰⁾. A este fin, la reforma operada en la regulación contable por la Ley 16/2007, de 4 de julio⁽⁸¹⁾, además de introducir modificaciones en las estructuras de las cuentas, muestra, todavía más, la necesidad de atender al valor «razonable», especialmente de activos y pasivos financieros, como medio para obtener la imagen fiel del patrimonio de la sociedad (*vid.* art. 38 bis Cdeco.)⁽⁸²⁾.

Con respeto a los principios de contabilidad generalmente aceptados⁽⁸³⁾, las cuentas anuales han de ser redactadas con claridad y mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa (*vid.* art. 34.2 Cdeco.). Sin embargo, en este punto, la exigencia de un balance que sirva de base para la operación de reducción únicamente ha de entenderse referido al conocimiento por el socio del patrimonio y de la situación financiera de la sociedad; no obstante, la relevancia de la operación exige que se efectúe con las mismas garantías y, al menos, con el mismo contenido a efectos informativos que el exigible para el balance de las cuentas anuales⁽⁸⁴⁾. La información contenida en el balance, en comunión con la conjunción de intereses que concurren en la sociedad, exige que el socio disponga, en la formación de su voluntad en la Junta general y en aras a la transparencia de las operaciones contables, de la información económico-financiera necesaria y suficiente. Esta información, objetiva, comprensible, relevante, fiable y comparable con anteriores ejercicios, y oportuna en relación con la operación a la que sirva de soporte en cuanto a la utilidad de la información suministrada, ha de alumbrar el principio de «imagen fiel», como corolario de la aplicación sistemática y regular de principios contables, a fin de expresar la realidad económica de las transacciones realizadas⁽⁸⁵⁾.

Con este objeto, el apartado tercero del artículo 34 del Código de Comercio, en aquellos supuestos en que la aplicación de las disposiciones legales no sea suficiente para mostrar la imagen fiel, exige que se incorporen en la memoria las «informaciones complemen-

(80) Concluyen también la nulidad del acuerdo adoptado sobre la base de un balance falso, que exagera las pérdidas, por tratarse de una regla que tutela la integridad del capital, NOBILI, R., y SPOLIDORO, M.S., «La riduzione di capitale», *Trattato Colombo-Portale*, vol. 6, Turín, 1993, p. 321; CALVOSA, L., «Riduzione del capitale sociale», *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, ed. Giuffrè, Milán, 2003, p. 851-897, p. 876; y JAEGER, P.G., «Violazione del principio di chiarezza e invalidità della delibera di approvazione del bilancio. (Considerazioni sul diritto all'informazione degli azionisti —Cass. 21 febbraio 2000, n. 27—)», *Giur. Comm.*, 2000, t. II, p. 73.

(81) Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.

(82) La reforma, en relación con el balance, introduce consideraciones acerca de valoraciones de activos y pasivos, y correcciones y amortizaciones más acordes a los valores de mercado de cada uno de las partidas contables y, en particular, especifica el tratamiento de las operaciones intragrupo.

(83) A estos criterios para la legitimidad de la operación remite la Sentencia del Tribunal Supremo de 30 de septiembre de 2002 (RJ 2002, 8492), con referencia en el artículo 38 del Código de Comercio en relación con la 4.ª Directiva 1978/660/CEE, de 25 de julio de 1978, del Consejo, sobre Cuentas Anuales de determinados tipos de sociedad.

(84) Acerca de la posible utilización del balance de cierre del ejercicio, a estos efectos, ORTUÑO BAEZA, M.T., *Reducción...*, *cit.*, p. 140.

(85) En relación con los destinatarios de la información del balance, su función tuitiva no solo alcanza a los socios, sino también a los intereses de los terceros en la sociedad, como señala SFAMENI, P., *Perdita del capitale sociale e bilancio straordinario. Funzione informativa e organizzativa*, Milán, 2004, p. 40 ss. y 76 ss. También acerca del interés de los acreedores en la «consistencia del capital», NOBILI, R., y SPOLIDORO, M.S., «La riduzione...», *cit.*, p. 209.

tarias precisas para alcanzar ese resultado»; asimismo, en casos excepcionales, cuando en el balance recoja otra información diferente a la prevista en las disposiciones legales que sea incompatible con la imagen fiel, la memoria ha de incluir su justificación y su influencia sobre tal objetivo⁽⁸⁶⁾. Este mismo criterio debiera sustentar la aportación de una memoria unida al balance en aclaración de su contenido y del cumplimiento de las exigencias contables. Y todo ello a fin de ofrecer al socio una imagen fiel que refleje la situación de la sociedad al tiempo de la adopción de la decisión de reducción del capital social, y cuyo desarrollo, en sus criterios y explicaciones, se habría de trasladar a una memoria que complete, amplíe y comente la información contenida en el balance⁽⁸⁷⁾.

En relación con la justificación y finalidad de una operación de reducción y ampliación de capital por pérdidas, el balance que sirva de base de la operación ha de recoger el importe de tales pérdidas, el cual, a su vez, concretará la necesidad de una reducción por debajo del mínimo legal o de una reducción a cero del capital. A ello se une el informe de los administradores justificativo de la operación, preceptivo en la regulación en la sociedad anónima y que, por la relevancia de la operación, debiera hacerse extensivo *de lege ferenda* a la limitada, que debería igualmente detallar la entidad de tales pérdidas (*cf.* art. 286 LSC)⁽⁸⁸⁾. De otro modo, la adopción de ulteriores medidas de reducción y ampliación del capital social puede no ser útil para solventar una eventual situación de crisis financiera, al no partir de datos fiables sobre los cuales la Junta general pueda adoptar una decisión fundada⁽⁸⁹⁾. Según lo anterior, los principios rectores que rigen la confección de los balances tienen carecer imperativo y del incumplimiento de las normas que ordenan la contabilidad se deduce la nulidad de los acuerdos que se adopten sobre su base⁽⁹⁰⁾. Se produce, por esta vía, una relación directa entre la falta de cumplimiento del principio general de la buena fe y la nulidad del acuerdo cuando la operación acordeón se fundamente, entre otros supues-

(86) GONDRA ROMERO, J.M., «Significado y función del principio de imagen fiel en el sistema del nuevo Derecho de balances», *Homenaje Girón*, p. 553 ss. Sobre la necesidad de alcanzar el corolario de la imagen fiel, las Sentencias del Tribunal Supremo de 1 de diciembre de 2010 (EDJ 2010, 303002), de 19 de mayo de 2003 (RJ 2003, 9109), de 30 de septiembre de 2002 (EDJ 2002, 37148), de 23 de octubre de 1999 (RJ 1999, 7341), y esp. de 1 de julio de 1996 (EDJ 1996, 4777).

(87) Como subrayó en su día PROVINCIALI, R., «Perdita totale del capitale e reintegrazione a maggioranza», *Diritto Fallimentare*, 1960, n.º 2, p. 5 y ss., p. 9: «frente a este primer grupo que parece constituirse en el único beneficiario de la actividad social, se encontraría una minoría expuesta continuamente al peligro del engaño. Frecuentemente obligada a ver “enlodados” sus derechos. Son muchos los “pliegues”, que pueden esgrimirse en el balance para esconder el verdadero estado económico de una sociedad. Bastaría en esta tesitura que, en un momento determinado, pudiera intentarse una operación de reducción y aumento de capital, con la finalidad de saneamiento, para, de este modo, expoliar a la minoría».

(88) Sobre la necesidad de que el informe sea objetivo y justifique la operación, ÁVILA DE LA TORRE, A., *La modificación...*, *cit.*, 356, y DEL POZO FERNÁNDEZ, L., «“Greenmail” y amortización no paritaria de acciones y de participaciones. Un examen crítico del estado de la cuestión en nuestra “jurisprudencia”», *RdS*, n.º 21, 2003, pp. 39-80, p. 61. Así, para DE LUCA, N., «Riduzione...», *cit.*, p. 615, los socios pueden exigir a los administradores que justifiquen la oportunidad de la reducción, y en su defecto, instar la nulidad del acuerdo.

(89) En este orden de cosas, debe atenderse a las reglas de valoración contable para identificar la exacta situación económica de la empresa en particular en la identificación de los fondos propios, en la dotación de provisiones, en las reglas de amortización seguidas y en las valoraciones de activos.

(90) Así en las Sentencias del Tribunal Supremo de 30 de septiembre de 2002 (RJ 2002, 8492) y de 19 de mayo de 2003 (RJ 2003, 9109).

tos, en un «negocio ficticio»⁽⁹¹⁾, en la falta de contabilización de determinadas partidas⁽⁹²⁾, o en la variación injustificada de la valoración de alguna de ellas⁽⁹³⁾.

En este contexto, la obligatoriedad de la sociedad anónima de proceder a la reducción cuando la sociedad haya previamente disminuido el patrimonio neto por debajo de dos terceras partes de la cifra de capital y hubiera transcurrido un ejercicio social sin su recuperación (*vid.* 327 LSC) apunta también la excepcionalidad de la reducción a cero del capital social como consecuencia de pérdidas. De ahí la necesidad de encontrar, para su aplicación, una situación de grave desequilibrio patrimonial que exija una medida de remoción de la disolución obligatoria de la sociedad o de la solicitud de concurso de acreedores en caso de insolvencia⁽⁹⁴⁾. La operación acordeón, por lo tanto, queda restringida a «aquellos supuestos en que la pérdida íntegra del capital se produzca con inusitada rapidez»⁽⁹⁵⁾. Por ello se ha de advertir el riesgo de la utilización de esta práctica como eventual mecanismo para alterar la estructura de la participación de los socios en las sociedades de capital. En este punto, será relevante advertir las causas de las pérdidas acumuladas como consecuencia de la actividad económica desarrollada, en relación con una eventual responsabilidad de los administradores derivada de la gestión empresarial⁽⁹⁶⁾.

II. La verificación del balance y las reservas del informe

En la línea hasta ahora seguida, los requisitos para una «operación acordeón», que parten de los generales de las modificaciones estatutarias y de los propios de cualquier reducción y ampliación de capital, han de atender, asimismo, a la especialidad de la finalidad de la reducción y de la ampliación. En este aspecto, la disminución o supresión del capital social por razón de pérdidas, además del cumplimiento del principio de la imagen fiel, exige que el balance que sirva de base a la operación previamente a su aprobación por la Junta general

(91) Tal es el supuesto de hecho contemplado en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra de 19 de mayo de 2003 (JUR 2003, 229324).

(92) Contempla la necesidad de contabilizar correctamente una deuda pública especial, la Sentencia del Tribunal Supremo de 30 de septiembre de 2002 (RJ 2002, 8492). En paralelo, la Sentencia del Alto Tribunal de 1 de julio de 1996 (ED 1996, 4777), respecto de la provisión de un arbitrio cuya obligación de pago fue finalmente anulada en procedimiento contencioso-administrativo.

(93) La Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de febrero de 2002 (RJ 2002, 2890) recoge como causa de impugnación la valoración de un elemento de activo inmovilizado en cantidad superior a su valor de adquisición, y exige que el cambio de valoración, conforme al artículo 34 Cdeco., haya de reflejarse en la memoria.

(94) Y todo ello dada la imposición a los administradores de la obligación de convocar junta general en el plazo de dos meses, o, en su defecto, la disolución judicial, obligaciones cuyo incumplimiento se sanciona con su responsabilidad por las deudas sociales posteriores (*cfr.* art. 367 LSC), cuando la sociedad se halle en una de las causas de disolución o en situación de insolvencia patrimonial, en cuyo caso les corresponde la solicitud de concurso de la sociedad. Al respecto, MACHADO PLAZAS, J., *Pérdida del capital social y responsabilidad de los administradores por las deudas sociales*, Madrid, 1997, p. 70 ss.

(95) En palabras de BELTRÁN SÁNCHEZ, E., «En torno a los requisitos...», *cit.*, p. 82.

(96) La Sentencia de Casación comercial francesa en el Caso *Association Adam d L'Amy SA*, de 18 de junio de 2002 (*cit.*), requiere, para la licitud de la operación, que se dé una doble condición: que la sociedad se encuentre en estado de insolvencia y que no sea viable, de modo que si conserva un valor positivo, la decisión de la Junta general es objetivamente ilícita y supone una expropiación al socio de los valores que le son propios, valores que no puede mantener si no acude a una ampliación y realiza un esfuerzo suplementario; sin embargo, si el valor de la sociedad es nulo sí que cabe que su aportación a la sociedad haya de compensarse con las pérdidas sociales.

sea verificado por un auditor. Corresponde esta labor al auditor de cuentas de la sociedad o, cuando la sociedad no se halle obligada a someter sus cuentas a auditoría, a un auditor nombrado por los administradores de la sociedad. De esta manera, la verificación por un auditor, dentro de su posición imparcial y objetiva, permite que la decisión no devenga arbitraria de la mayoría para procurar una exclusión *de facto* de la sociedad del socio externo⁽⁹⁷⁾.

No obstante, cuando la sociedad no estuviera obligada a someter auditoría las cuentas anuales, la designación de auditor por los administradores contrasta con la tendencia a reclamar la intervención de un auditor designado por el Registro mercantil, como mecanismo más apropiado para garantizar su independencia en favor de los socios externos (*cf.* 353 LSC en la valoración de participaciones o acciones en el procedimiento de separación o exclusión de socios)⁽⁹⁸⁾. Junto a ello, la intervención del auditor se ha de compatibilizar con los derechos del socio minoritario. En particular, en la sociedad de responsabilidad limitada, dentro de los derechos de vigilancia que el socio de minoría tiene *ex lege* atribuidos⁽⁹⁹⁾, y salvo disposición contraria de los estatutos, desde la convocatoria de la junta ordinaria dispone de la facultad de examinar en el domicilio social los documentos que sirvan de soporte y de antecedente de las cuentas anuales (*cf.* art. 272.3 LSC)⁽¹⁰⁰⁾. La trascendencia de la operación exigiría extender esta facultad al socio minoritario ante la necesidad de un balance que sirva de base para la reducción y como medio para garantizar su derecho de información⁽¹⁰¹⁾. Por otra parte, en las sociedades de capital también se reconoce a la minoría el derecho de solicitar del Registrador mercantil del domicilio social, con cargo a la sociedad, la designación de un auditor de cuentas cuando la sociedad no se halle obligada a someter las cuentas anuales a verificación y la Junta general no haya designado potestativamente un auditor (*vid.* art. 265.2 LSC)⁽¹⁰²⁾. En estos casos, el informe de auditoría para las

(97) Véase, al respecto, la Resolución de la DGRN de 23 de febrero de 2000 (RJ 2000, 1082).

(98) GIRIBILA, D., *Droit des sociétés*, cit., p. 86, recoge la opción de que la COB (*Commisson des Opérations de Bourse*) solicite a la sociedad la designación de un experto independiente que valore la aportación exigida a los accionistas, en comparación a la solicitada de otros socios de la empresa llamados a participar en el plan de reestructuración.

(99) Como el derecho a impugnar y a solicitar la suspensión de los acuerdos nulos o anulables del Consejo de administración (art. 251 LSC) y el derecho al ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores y de oposición a su transacción o renuncia por la Junta general (art. 238.2 y 239 LSC), y, en particular, el derecho a solicitar del Registrador Mercantil la designación de un auditor de cuentas para revisar la contabilidad (art. 265.2 LSC).

(100) Este derecho lo podrá ejercitar el socio por sí mismo o junto a un experto contable por él designado, y su ejercicio no limita el derecho al nombramiento de un auditor de cuentas con cargo a la sociedad. En referencia al examen de la contabilidad, MARINA GARCÍA-TUÑÓN, A., «El derecho de examen de la contabilidad en la sociedad de responsabilidad limitada», en *Derecho de sociedades: libro en homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, ed. McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 3705-3744; y VIGUERA RUBIO, J.M. y AUGOUSTATOS ZARCO, N., «El derecho a examinar los documentos que sirven de soporte y de antecedente a las cuentas anuales en la sociedad de responsabilidad limitada», en *Homenaje Sánchez Calero*, cit., vol. IV, pp. 3323-3364.

(101) En relación con ello, la Sentencia del Tribunal Supremo, (Sala 1) de 26 de septiembre de 2001 (EDJ2001/29047), que declaró «la nulidad de los acuerdos de aprobación de cuentas por haberse infringido el deber de información establecido por el artículo 212.2 LSA cuando no se facilitó a un grupo de accionistas que representaba casi un 50% del capital social el Informe de auditoría emitido a instancia de los administradores cuando ya habían solicitado con anterioridad esos mismos accionistas el Informe de auditoría que prevé el artículo 205.2 LSA y les había sido denegado por el Registro Mercantil en razón a que los administradores de la sociedad habían nombrado auditores para el ejercicio solicitado».

(102) Así las cosas, el socio que represente, al menos, el 5% del capital social, y siempre que no hubieran transcurrido tres meses a contar desde la fecha de cierre del ejercicio social, puede imponer la verificación contable

cuentas anuales y el balance incorporado pueden ser utilizados como base de la operación dentro del límite temporal legal o, al menos, el balance y la verificación posteriores para la reducción no deben contradecir el contenido de los anteriores, en virtud del principio de continuidad o tracto sucesivo [cfr. art. 38.b) Cdeco.]⁽¹⁰³⁾.

Al hilo de las diferentes modalidades que pueden encontrar encaje en la «operación acordeón», el respeto formal a los requisitos de ambas operaciones exige, si bien únicamente en el caso de las sociedades anónimas, la intervención de un auditor cuando el aumento se realice por compensación de créditos como medio para reequilibrar capital y patrimonio. Junto con la convocatoria de la Junta general se ha de poner a disposición de los accionistas en el domicilio social una certificación del auditor de cuentas de la sociedad o, en su defecto, de un auditor nombrado por el Registro Mercantil a solicitud de los administradores, que acredite que, una vez verificada la contabilidad social, resultan exactos los datos sobre los créditos a compensar (*vid.* art. 301.3 LSC). En cualquier caso, se ha de advertir todavía la admisibilidad, al menos teórica, de realizar una operación acordeón sin necesidad de verificación contable alguna acerca de la situación patrimonial y financiera de la sociedad (v.gr., una reducción por devolución de aportaciones o por condonación de dividendos pasivos acompañada de una ampliación mediante aportaciones dinerarias)⁽¹⁰⁴⁾.

Pero cuando así se requiera, el informe habrá de ser previo a la Junta que decida sobre la reducción para su constatación por los socios y su votación en la Junta. Se presenta, sin embargo, la conveniencia de mantener, por *analogia legis*, el régimen de la ampliación por compensación de créditos, de modo que en la convocatoria debiera constar ya el derecho a examinar el domicilio social el informe del auditor, en relación con la facultad de solicitar información (*vid.* art. 301.3 LSC). No obstante, la limitación de esta disposición a las sociedades anónimas y el régimen fragmentario de cada modificación estatutaria, según su específica especialidad, dificultan la aplicación analógica de la norma. Ello pudiera ser integrado, sin embargo, con el derecho de información del socio en las juntas ordinarias para la aprobación de las cuentas anuales y su constancia en la convocatoria (*cfr.* art. 272.2 LSC). Lo que resulta palmario es que el artículo 323 establece una secuencia temporal que supone: primero, la formulación del balance; segundo, su verificación por un auditor; y, tercero, su aprobación en Junta general. De esta forma el informe se ha de elaborar antes de la celebración de la Junta convocada para de acreditar que las cuentas presentadas reflejan

con cargo a la sociedad. Desde perspectiva diversa, la dicción del artículo se refiere a la verificación por el auditor de la sociedad (*vid.* art. 323.1 LSC). No obstante, cualquier socio puede requerir del Registro mercantil su nombramiento cuando, existiendo tal obligación, la Junta general no hubiera nombrado al auditor antes de que finalice el ejercicio a auditar, falte la aceptación del cargo, o el designado no pueda cumplir sus funciones (*cfr.* 265.1 LSC).

(103) La Resolución de la DGRN de 31 de marzo de 1993 (EDD1993/3212), ante un informe del auditor nombrado por el Registro Mercantil que encontró limitaciones y reparos a la cuentas verificadas, señaló que los administradores «no deben proceder a la designación directa de otro auditor, ni menos pretender que el informe emitido por el mismo designado posteriormente, prevalezca sobre el efectuado por el Auditor nombrado por el Registrador Mercantil, so pretexto de una anticipación de la Junta que en el caso debatido, y al menos en lo concerniente al acuerdo de reducción de capital, podrían perfectamente posponerse a la evacuación del Informe por este último Auditor».

(104) Acerca de la posibilidad de los socios minoritarios de impugnar y solicitar la nulidad de la reducción por devolución de aportaciones cuando sean atribuidas a los socios mayoritarios como medio para enmascarar ciertas operaciones negociales, DE LUCA, N., «Riduzione...», *cit.*, p. 615. Véase también, al respecto, la necesidad, en su caso, de incorporar un informe de experto independiente sobre las aportaciones no dinerarias.

la auténtica situación patrimonial de la sociedad⁽¹⁰⁵⁾. Y este es un requisito *ad solemnitatem* de la reducción por pérdidas que no puede ser subsanado mediante unos informes posteriores o por informes de otros técnicos distintos de los legalmente señalados (v.gr., administradores concursales)⁽¹⁰⁶⁾.

Por otra parte, la labor de verificación ha de partir de un balance demostrativo de la existencia de las pérdidas que se pretenden compensar, una vez computadas cualquier clase de reservas voluntarias o la reserva legal, en la cantidad que exceda del 10% del capital ya reducido, en los términos del artículo 322 LSC. La labor de verificación ha de ser, por lo tanto, completa del balance que sirva de base a la operación de reducción de capital, en el que se ha de considerar la memoria o notas explicativas de dicho balance y donde, en su caso, la referencia a la cuenta de pérdidas y ganancias únicamente comprenda el saldo de dicha cuenta que incorpore el balance⁽¹⁰⁷⁾. La utilización, a este fin, de las cuentas anuales exige que la auditoría indique si la imagen fiel consta reflejada en el balance, sin que sea suficiente que conste que las cuentas fueron ya auditadas. Con ello se pretende que el socio disponga de los datos precisos para decidir en la Junta y que los órganos sociales puedan adoptar las decisiones que permitan afrontar la situación de crisis patrimonial de la sociedad (*cf.* art. 1.3 RDL 1/2011, TRLAC)⁽¹⁰⁸⁾.

En consecuencia, la labor de verificación no se puede reducir a una actuación mecánica de elaborar un informe, sino que ha de expresar una opinión sobre la situación patrimonial de la entidad auditada, con el fin de permitir a los socios decidir sobre las medidas necesarias para resolver el desbalance existente, mediante un conocimiento exacto de la situación. El refrendo de la fidelidad de la información económico-financiera permite a los socios, por lo tanto, determinar y cuantificar las medidas económicas y jurídicas adecuadas para superar la situación de crisis empresarial y societaria⁽¹⁰⁹⁾. En este orden de cosas, la existencia de un informe con opinión denegada refleja la inexistencia de una verificación de la contabilidad que sirve de base documental del balance [*cf.* art. 3.1.c) TRLAC]. La falta de comprobación técnica de la realidad de los hechos reflejados en el balance impide que el auditor pueda emitir una opinión fundada y, por ende, la falta de la verificación del balance que sirva de base de dicha operación y de la justificación de la realidad económica bajo la que se ampara la operación de reducción por pérdidas. A falta

(105) Acerca de la previa confección del informe, la Resolución de la DGRN de 18 de enero de 1999 (RJ 1999, 50).

(106) En Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de junio de 2004 (RJ 2004, 4086), y en Resoluciones de la DGRN de 28 de abril de 1994 (RJ 1994, 3071), de 16 de enero de 1995 (RJ 1995, 365) y de 23 de febrero de 2000 (RJ 2000, 1082).

(107) Consulta número 1 del BOICAC número 4.

(108) Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas.

(109) Como indica DE LUCA, N., «Riduzione...», *cit.*, p. 582, recae en la mayoría, normalmente reforzada, el derecho a decidir sobre la continuación o la disolución de la sociedad para limitar las pérdidas, mientras que la minoría no goza de ningún poder de reacción para variar la decisión del mayoría, que queda limitado al derecho a impugnar la decisión en referencia a su oportunidad o cuantía, en particular en la reducción por pérdidas, que requiere, al menos, de un motivo objetivo (p. 590). Acerca de la regla de la mayoría como principio configurador de la sociedad anónima, también, GISPERT PASTOR, M.T., «El nuevo régimen de modificación de Estatutos de la Sociedad Anónima», *Home-naje Girón*, pp. 487-516, p. 488-9, si bien exige que atienda al interés social, a los intereses individuales o de minoría de los socios, y a los intereses de terceros.

de tal requisito *ex lege*, la operación acordeón ha de reputarse nula, además de incumplir, desde la perspectiva del socio, las exigencias legales orientadas a atender a su derecho de información⁽¹¹⁰⁾.

Desde perspectiva distinta debe ser objeto de tratamiento la existencia de reservas en el informe de verificación del balance de base de la operación. En la reducción a cero, en principio, el acuerdo se ha de adoptar, en su caso, sobre la base precisa de la existencia indubitada de pérdidas que sitúen el patrimonio neto de la sociedad por debajo de cero; de otro modo, podría la mayoría encontrar una vía de escape a través de la cual desprenderse de la minoría⁽¹¹¹⁾. La imposibilidad de que la Junta general pueda acordar la supresión del derecho de suscripción preferente, y el hecho de comunicar un balance auditado que verifique la situación patrimonial real de la sociedad, actúan como «cortafuegos» de aquellas maniobras fraudulentas que utilicen la «operación acordeón» como mecanismo para que las mayorías puedan deshacerse de socios minoritarios molestos, o con los que, por cualquier causa, exista una confrontación personal.

(110) En palabras de la Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de febrero de 2007 (RJ 2007, 2540) el *«Informe ajustado a Derecho es presupuesto de validez del acuerdo, y el acuerdo sobre modificación de los Estatutos adoptado sin un Informe que cumpla las condiciones legalmente requeridas ha de entenderse radicalmente nulo, por contravenir un precepto legal imperativo»*.

(111) La Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de noviembre de 2007 (RJ 2007, 8255, comentada por ESPÍN GUTIÉRREZ, C., «La reducción y el aumento del capital simultáneos: la verificación contable, la reducción del capital por debajo del mínimo y las medidas de remoción del desequilibrio patrimonial grave. Comentario a la STS núm. 1171/2007, de 9 de noviembre de 2007», *RdS*, n.º 31, 2008, pp. 351 ss., p. 353), con cita en las Resoluciones de la DGRN de 9 de mayo de 1991 (RJ 1991, 4003), de 23 de noviembre de 1992 (RJ 1992/9492), de 18 de enero de 1999 (RJ 1999, 50) y de 23 de febrero de 2000 (RJ 2000, 1082), declara que el balance aprobado por la Junta general debe contar con el respaldo de un informe técnico, emitido en forma legal, acreditativo de que las cuentas presentadas reflejan la auténtica situación patrimonial de la sociedad, requisito que no puede considerarse cumplido ante la existencia de numerosas e importantes limitaciones al alcance de la auditoría, y puestas de manifiesto a lo largo de múltiples salvedades que llevaron a los auditores a la conclusión de que no podían *«expresar una opinión sobre las cuentas anuales»*, por lo que se concluye que *«no puede reconocerse la validez de un proceso de reducción encaminado a restablecer el equilibrio entre capital y patrimonio, dadas las peculiaridades jurídicas del supuesto, si no viene respaldado por la acreditación de la verdadera situación patrimonial de la sociedad»*, y que por ello *«puede decirse que no existe un balance verificado, por lo que la operación llevada a efecto está viciada de nulidad»*; y en su Fundamento de Derecho Segundo añade: *«la gravedad de la operación, en cuanto que los antiguos accionistas quedan absolutamente fuera de la sociedad por efecto de los acuerdos, lo que, en abstracto, permite la utilización de este tipo de operaciones para la finalidad de que el grupo de control se desprenda de una minoría molesta o sencillamente mal avenida»*. En referencia a las Resoluciones anteriores de la Dirección General de los Registros y del Notariado, la Resolución de 23 de noviembre de 1992 (RJ 1992/9492) confirmó la denegación de la inscripción de una operación de reducción del capital con la finalidad de restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio disminuido por pérdidas y aumento del capital simultáneos, por cuanto el auditor afirmó que no había podido verificar la valoración de un bien y que, si se ajustaba el balance según el valor tasado de ese bien, el neto patrimonial excedía casi al triple del capital social, por lo que la «operación acordeón» no resultaba ajustada a derecho. En su momento SANZ PARÁISO, F. y RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., «Reducción de capital para compensar pérdidas, criterios de valoración de los elementos del activo y procedimientos de reducción —RDGRN de 23 de noviembre de 1992 (RJ 1992, 9492)—», *RdS*, n.º 2, 1994, p. 239, criticaron esta Resolución en consideración al criterio de prudencia valorativa. No obstante, téngase en cuenta que, tras la reforma contable, el principio de prudencia valorativa se equipara al resto, y se establecen criterios de valoración razonable en consideración al precio de mercado. Con todo, HERNÁNDEZ HERNÁNDEZ, F.G., «El inmovilizado en el nuevo Plan General de Contabilidad: aspectos resueltos y cuestiones pendientes», *Partida doble*, n.º 196 (2008), pp. 22-35, todavía advierte ciertas divergencias respecto de las reglas internacionales como consecuencia del mantenimiento de criterios del anterior Plan General Contable.

La verificación, por lo tanto, se ha de mostrar definitiva sobre la existencia de las pérdidas, pues la falta de constatación de la pérdida íntegra del capital abre el camino para privar al socio minoritario de su condición⁽¹¹²⁾. A tal efecto resulta necesario calibrar la importancia y la incidencia que las salvedades presentan en la consecución de la imagen fiel de la situación patrimonial y financiera de la sociedad. En la adopción de un acuerdo de reducción y ampliación simultáneos de capital se ha de reseñar que la existencia de un informe con una opinión con salvedades supone que existen «circunstancias» significativas, en atención a su entidad y carácter, que merecen constar en la opinión técnica, pero que ni impiden que el balance refleje la imagen fiel ni que los socios puedan formarse una opinión fundada acerca de la situación económica real de la sociedad. *Ergo*, en principio, la constancia de «reservas» en la verificación no supone *ipso iure* un incumplimiento del requisito legal; es decir, la existencia de «salvedades» no equivale a la falta de una verdadera verificación que entrañe la nulidad de la operación⁽¹¹³⁾.

En todo caso, tales salvedades han de ser ponderadas en atención a las circunstancias concurrentes y a los hechos sobre los que recaen a fin de determinar la efectiva situación de desequilibrio patrimonial sobre la que se sustenta la reducción de capital. En este sentido, las salvedades pueden resultar importantes al extremo de afectar a la opinión del auditor acerca de la imagen fiel de la sociedad o afectar significativamente al resultado de la verificación. Cuando así sea y resulte con la debida claridad que, o bien las pérdidas no existen, o bien existan dudas fundadas sobre su alcance en relación con el importe de las pérdidas manifestadas en el balance, tales reservas han de determinar, merced a su relevancia, la nulidad del acuerdo y, por extensión, de la operación en su conjunto. En este punto, especialmente cuando se reduzca el capital a cero, lo que puede conllevar la exclusión del socio, un informe con salvedades de tal magnitud no permite que la mayoría anteponga un pretendido interés social respecto de la operación acordeón al interés legítimo del socio de permanecer en la sociedad. Sin embargo, *sensu contrario*, si de las salvedades manifestadas se dedujera que las pérdidas podrían ser todavía superiores a las que resultan del balance de la operación, este motivo no permite, *per se*, declarar la nulidad de la reducción

(112) En esta línea, RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., «Algunas consideraciones...», *cit.*, p. 361, y ESPÍN GUTIÉRREZ, C., «La reducción...», *cit.*, p. 361, para quien, a pesar de todas las garantías dispuestas por la ley, como elemento de reflexión hay que tener presente que entre la representación contable de la imagen fiel y los resultados que se obtienen con la aplicación de diferentes métodos de valoración, adecuados para alcanzar valoraciones razonables (el valor del activo neto real, el valor de capitalización de resultados y el valor actual de flujos monetarios...) existen, de forma generalizada, importantes diferencias.

(113) Así se reconoce en la Resolución de la DGRN de 14 de marzo de 2005 (RJ 2005, 1969). La cuestión surge en torno a si deben incluirse en el balance beneficios eventuales que, de materializarse, generarían la obtención de unos ingresos que, al ser contabilizados, podrían excluir la situación de desequilibrio patrimonial que se pretende corregir con la reducción del capital. El origen de la controversia radica en la existencia de un procedimiento contencioso-administrativo seguido por la sociedad contra el justiprecio fijado a una finca expropiada, en el que el Tribunal Superior de Justicia fijó un justiprecio muy superior y cuya sentencia fue recurrida por la Administración. La Resolución concluye que «el principio de prudencia que en materia de contabilidad imponen el artículo 38. f del CCom y el PGC aprobado por RD 1643/1990, de 20 de diciembre, no permite tal interpretación». Conforme a tal principio «los beneficios eventuales o posibles no pueden serlo pues tan sólo cabe contabilizar los realizados. Y siendo así, tal eventualidad de obtención de beneficios no puede afectar a la corrección del balance, que es el instrumento que ha de servir de base para una posible reducción del capital social por pérdidas, ni obliga a demorar la adopción de medidas correctoras (cfr. artículos 163.1 y 260.1.4 de la LSA) pudiendo, por el contrario, dar lugar a la responsabilidad de los administradores que ante tal situación actual no hayan promovido la adopción de las mismas (F. de D. 6.º)».

sobre la base de la incorrección aludida, si bien podrá afectar a la eficacia de la ampliación para remover la causa de disolución de la sociedad⁽¹¹⁴⁾.

C) *El aumento de capital simultáneo. Su justificación: el informe*

En la otra vertiente de la «operación acordeón», la adopción del acuerdo de ampliación, la protección de la posición jurídica del socio externo y su legítimo derecho a permanecer en la sociedad exigen que el aumento del capital haya de ajustarse a las necesidades financieras de la empresa, a efectos de restablecer el equilibrio financiero entre el patrimonio neto y el capital social⁽¹¹⁵⁾. La adopción de medidas por parte de la mayoría tendentes a «sobrecapitalizar» a la sociedad sin justificación alguna presupone ya, *de facto*, un riesgo de dilución de la participación del socio externo que manifiesta en la Junta su oposición al acuerdo⁽¹¹⁶⁾. Incluso puede dar lugar a una exclusión material de su derecho de asunción preferente, sin que ni siquiera sea necesario que se someta formalmente su supresión a la Junta general, pues la imposición de una cifra de ampliación del capital y una prima que se sepa inasequible para el socio minoritario determinan que se vea imposibilitado de acceder a la aportación exigida y, con ello, de mantener su participación en la sociedad⁽¹¹⁷⁾. Por lo tanto, se ha de explicitar, como causa negocial de la ampliación que sustente su legitimidad, una razón que justifique su importe. A tal efecto, como una cifra de mínimos, se ha de apuntar la necesaria para remover la causa legal de disolución o reducción por pérdidas⁽¹¹⁸⁾. Esta medida de suficiencia debe amparar la ampliación en la medida que permita restablecer el reequilibrio patrimonial en relación con el capital social hasta entonces existente en la sociedad⁽¹¹⁹⁾.

Fuera del caso anterior, estas operaciones pueden actuar como maniobras indirectas, que adquieren un carácter atentatorio contra los derechos de los socios, con una finalidad espuria del socio de control o mayoritario, en connivencia con los administradores, de ob-

(114) La necesidad última de que se constate de modo inequívoco la pérdida íntegra del capital es destacada por BELTRÁN SÁNCHEZ, E., «En torno a los requisitos...», *cit.*, p. 82.

(115) Sobre la necesidad de atender a criterios de necesidad y proporcionalidad, LUTTER, M. y LEINEKUGEL, R., «Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zu grundlegenden Strukturmassnahmen – zulässige Kompetenzübertragung oder unzulässige Selbstentmachtung?», *ZIP*, 1998, pp. 805 ss.; WINTER, M., *Mitgliedschaftliche Treubindungen im GmbH-Recht (rechtsformspezifische Aspekte eines allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Prinzips)*, ed. Beck, Munich, 1988, p. 163 y ss.; TIMM, W., «Zur Sachkontrolle...», *cit.*, p. 405-7; y WIEDEMANN, H., «Treuepflichten im Gesellschaftsrecht», en *Festschrift für Theodor Heinsius*, ed. Walter de Gruyter, Berlín-Nueva York, 1991, pp. 949-966, p. 962.

(116) CHAZAL, J.P., y REINHARD, Y., «Nota...», *cit.*, p. 962, en los casos de que la cuantía de la ampliación sea tan elevada que impida a los socios participar en la operación de reconstrucción de los fondos propios y consagre la evicción de sus títulos.

(117) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La acción...», *cit.*, p. 237, y en «Principios...», *cit.*, p. 891. Acerca de la licitud de la ampliación con prima de emisión en estas operaciones en caso de desequilibrio patrimonial derivado de las pérdidas, ESPÍN GUTIÉRREZ, C., *La operación...», cit.*, p. 345.

(118) Reconoce la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 14 de septiembre de 2007 (EDJ 2007/159289) como causa justificativa de la ampliación aquella que tenga por finalidad remover un eventual estado de insolvencia o una causa legal de disolución por desequilibrio patrimonial.

(119) Así, ESPÍN GUTIÉRREZ, C., *La operación...», cit.*, p. 252-3, no exige que mediante esta operación se elimine por completo el déficit patrimonial, resultando suficiente que se remueva la causa de reducción obligatoria del capital social y que, al menos, como resultado final de ambas variaciones, el patrimonio neto alcance los dos tercios del capital.

tener una mayor participación en la sociedad o, en último extremo, de excluir a los socios minoritarios⁽¹²⁰⁾. Por lo tanto, aquellos acuerdos de la Junta general en los que se advierta que el socio de control decide, unilateralmente, con su mayoría, una ampliación «desorbitada» de capital, tras compensar pérdidas, previa la operativa de reducción a cero del capital social, comportan un riesgo de exclusión del socio minoritario de la sociedad sin compensación alguna. Como se ha indicado con anterioridad, la fijación de una prima muy elevada en la ampliación puede implicar una presunción favorable a la exclusión del socio externo de la nueva base social, pese al reconocimiento *ex lege* de un derecho de suscripción o asunción preferente. Sin embargo, sin necesidad de ello, la sobrecapitalización de la sociedad también puede ser utilizada por el socio mayoritario para alterar los porcentajes de participación en el capital social y sustraer al socio la facultad de ejercitar sus derechos de minoría como consecuencia de la dilución de su participación tras la ampliación⁽¹²¹⁾. Todas estas operaciones redundan en nuevas aportaciones al patrimonio social, por lo cual no pueden ser impugnadas sobre la base de su contradicción con el interés de la sociedad⁽¹²²⁾. Por otra parte, la aportación a la sociedad no se configura *stricto sensu* como una obligación del socio que imponga su consentimiento para la efectividad de la modificación estatutaria⁽¹²³⁾.

No obstante, si el acuerdo de la Junta general, por mayoría, tampoco obedece a una necesidad de financiación de la sociedad, el disenso entre los socios debiera ser enfocado con remisión a la teoría del abuso de derecho. Desde esta perspectiva, el deber de fidelidad exige del socio una actuación dirigida a adoptar una decisión que permita la subsistencia de la sociedad, pero no le legitima a ir más allá cuando su actuación pueda afectar a los intereses dignos de tutela de los otros socios⁽¹²⁴⁾. En este sentido, la ampliación de capital «en la medida suficiente» es señalada como un remedio que permite remover la concu-

(120) Denuncian la utilización de este mecanismo como medio para perjudicar la posición social de la minoría y modificar las estructuras de poder en la base social, desde el *Common law*, CHANDER, A., «Minorities, shareholder and otherwise», *Yale Law Journal*, vol. 113, 2003, pp. 119-178, p. 141; STOUT, L.A., «Takeovers in the Ivory Tower: How academics are learning Martin Lipton may be right», *Business Lawyer*, vol. 60, 2005, pp. 1430-1454, p. 1446; BEBCHUK, L.A. y JACKSON, R.J., «Corporate political speech: Who decides?», Discussion Paper n.º 676, *Harvard Law School*, 2010, pp. 1-38, p. 32, nota 82; y SIEGEL, M., «Fiduciary duty myths in Close Corporate Law», *Delaware Journal of Corporate Law*, n.º 29, 2004, pp. 377-523, pp. 406 y 412, con remisión a la necesidad del acuerdo y al «test del propósito empresarial legítimo» (*legitimate business purpose test*).

(121) Así lo señala la Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de marzo de 2009 (RJ 2009,1629) ante «la apreciación de una actuación torticera, por fraudulenta y/o abusiva, en cuanto se encamina a reducir la participación de la consocia a menos del cinco por ciento del capital social, al producirse el desconocimiento por la misma de un aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada “familiar” y del consiguiente anuncio de la oferta de suscripción de participaciones en la proporción correspondiente».

(122) Acerca del aumento del capital en perjuicio de la minoría y de la dificultad del minoritario de acreditar esta situación, ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.: «El acuerdo...», p. 2387, y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La acción...», *cit.*, p. 237, y en «Principios...», *cit.*, p. 891. También sobre los inconvenientes de una eventual acción de impugnación, entre la doctrina italiana, TAURINI, S., «Aumento di capitale con modalit  a vantaggio del socio di maggioranza», *Societ *, n.º 8, 1993, pp. 1049 ss.

(123) Incluso la jurisprudencia admite, sin ambages, que esta facultad discrecional de la mayoría favorece la solvencia patrimonial de la sociedad. Acerca de la ampliación del capital y su beneficio al interés social, entendido como el interés de la sociedad (*vid.* art. 226 LSC), las Sentencias del Tribunal Supremo de 12 de julio de 2002 (RJ 2002, 8252), de 4 de marzo (RJ 2000, 1502) y de 13 de julio de 2000 (RJ 2000, 6175), de 19 de febrero de 1991 (RJ 1991, 1512), y de 5 de julio de 1986 (RJ 1986, 4415).

(124) Destaca la Sentencia de la Casación comercial francesa de 5 de mayo de 1998 (96-15.383), en el caso «SA Arti Moul» (comentada por GODON, L., «Abus de minorité et adaptation des sanctions», *Bull. Joly*, 1998, p.

rrencia de una causa de disolución obligatoria [cfr. art. 362.1.e) LSC]⁽¹²⁵⁾. La necesidad de ampliar el capital social, como mecanismo jurídico tendente a salvaguardar sus principios reguladores y evitar una situación de desequilibrio patrimonial o una eventual insolvencia de la empresa que constituye el objeto de la sociedad, actúa, en remisión al interés social, como eje del sistema para dotar de legitimidad a estas operaciones⁽¹²⁶⁾.

En todo este esquema, la previsión de un informe justificativo de la ampliación debe justificar la posterior ampliación en atención a las necesidades financieras y las inversiones proyectadas⁽¹²⁷⁾. Ahora bien, tal exigencia es únicamente predicable en la sociedad anónima merced al artículo 286 LSC; si bien, por la trascendencia de las modificaciones estatutarias que entraña la «operación acordeón» para los socios, debiera *de lege ferenda* aplicarse también para la sociedades limitadas. Por otra parte, que la regulación de las sociedades de capital no determine su contenido, ni siquiera exija que sea «detallado» (cfr. con los arts. 33 LMESM para la fusión, que exige un informe justificativo y detallado sobre los aspectos jurídicos y económicos del proyecto) no autoriza a la redacción de un informe meramente formal, en el que no se concreten las razones de las propuestas que justifiquen la ampliación. En este sentido, el informe ha de servir de base para que los socios puedan emitir un voto suficientemente informado en la Junta general⁽¹²⁸⁾. Según lo anterior, la inexistencia del informe o, también, la insuficiencia de la justificación de la operación, en los términos planteados, afecta a la validez del acuerdo, que no resulta de un interés de la sociedad o del interés general de los socios, sino de una decisión arbitraria e inmotivada de la mayoría⁽¹²⁹⁾.

755) la necesidad de adoptar una operación esencial e indispensable para asegurar la supervivencia de la empresa y su funcionamiento normal.

(125) En este sentido, la Sentencia de la Casación comercial francesa de 9 de marzo de 1993, en el asunto «Flandin» (comentada por MERLE, P., *Rev. soc.* 1993, p. 400; por VIANDIER, A., en *JCP*, 993, II, n.º 448; por GUYON, Y., en *Dalloz*, 1993, p. 363; y por LE CANNU, P., «Le minoritaire inerte (observations sous l'arrêt Flandin)», *Bull. Joly*, 1993, p. 537), diferencia entre aquella ampliación necesaria para la continuidad de la sociedad, de aquella otra que exceda de las necesidades financieras de la empresa.

(126) Con referencia en la doctrina alemana, COUTINHO DE ABREU, J.A., «Interés social y deber de lealtad de los socios», *RdS*, n.º 19, 2002, pp. 39-56, p. 54, y RECALDE CASTELLS, A., «Deberes de fidelidad y exclusión del socio incumplidor en la sociedad civil. Comentario a la STS (Sala 1) de 6 de marzo de 1992», *La Ley*, 1993, pp. 304-316, p. 306.

(127) En este punto, la Sentencia de la Casación comercial francesa de 20 de marzo de 2007 (05-19225), en el caso «SA La Roseraie clinique hôpital» (comentada en *Bull. Joly soc.*, 2007, n.º 6, p. 199, nota de SCHMIDT, D.; en *JCP éd. E*, 2007, p. 1755, nota de VIANDIER, A.; en *Rev. Soc.*, 2007, p. 807, nota de CHAMPETIER DE RIBES JUSTEAU, A.L.; y en *PCPE*, 2008, pp. 1721-1722, nota de MONSALLIER-SAINT MLEUX, M.C.), considera que la información ha de comprender los motivos, la importancia y la utilidad de la decisión, en consideración a las perspectivas de la sociedad.

(128) El informe escrito justificativo de la modificación se conforma como un elemento central sobre el cual determinar la utilización, en su caso, de esta operación como un recurso de tiranía de la mayoría frente a la minoría. Al respecto, la Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de febrero de 2007 (RJ 2007, 2540) señala que «*las opiniones que señalan que el Informe no puede ser genérico o abstracto y que es necesario exponer las razones concretas de las propuestas que no sean meramente formales y justificar clara y concretamente las razones del cambio, ofreciendo explicaciones suficientes para orientar la decisión que se ha de traducir en el voto*», y la propuesta de aumento de capital se «*despacha no sólo con brevedad inusitada, sino que es inexpresivo absolutamente y no se refiere a las concretas razones de la modificación, con lo que no ha podido contribuir a orientar la decisión ni el voto, y viene a promover una elección arbitraria, por inmotivada, de la mayoría*». Asimismo, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Navarra (sec. 3.ª) de 11 de junio de 2010 (EDJ 2010/282823).

(129) *Vid.* las Sentencias del Tribunal Supremo de 16 de febrero de 2007 (RJ 2007, 2540), de 13 de febrero (EDJ2006/15967) y de 20 de septiembre de 2006, y de 9 de diciembre de 1999 (EDJ1999/40433).

D) *Ejecución del acuerdo de ampliación: el derecho de asunción y de suscripción preferente*

De acuerdo con los requisitos y condicionantes anteriores, el legislador opta por el *favor societatis*, como el interés de conservación de la empresa y mantenimiento de la sociedad, frente al interés individual del socio (*cf.* art. 226 LSC). No obstante, todavía se ha de respetar su especial posición jurídica y, por ello, la *intentio legislatoris* de trasladar la cuestión al derecho de suscripción o asunción preferente, de modo que el socio pueda disponer de este derecho «en todo caso» (*vid.* art. 343.1 LSC). De este modo, el socio solo pierde su condición cuando no lo ejercita, siquiera mediante la suscripción o asunción de una sola acción o participación de las emitidas. Este derecho, por lo tanto, dada la reserva legal, se configura como un derecho esencial del socio, que no puede ser objeto de supresión por la mayoría⁽¹³⁰⁾. Frente al problema que entrañaría la unanimidad, como mecanismo de bloqueo de superación de la crisis empresarial, el legislador coloca el derecho de suscripción preferente como clave de bóveda del sistema para armonizar los intereses de los socios externos con los de la mayoría. De esta forma, la mayoría, como intérprete institucional del interés social, mantiene la facultad de conservar en funcionamiento la organización, en su caso, mediante un acuerdo de reintegración del capital⁽¹³¹⁾.

No obstante, la exigencia de un derecho de preferente de los socios «en todo caso» (*vid.* art. 343.2 LSC), si bien protege la posición del socio ante el riesgo de su exclusión de la sociedad en la reducción del capital a cero, en la reducción por debajo del mínimo legal el socio mantiene todavía una cierta participación social⁽¹³²⁾. Las aportaciones de nuevos inversores al capital, por lo tanto, incrementarían el valor de su acción o participación, aun cuando careciera de un derecho de preferencia, siempre y cuando la nueva división del capital no afectara, desde la perspectiva social, a sus «derechos de minoría»⁽¹³³⁾. Se plantea entonces como un problema de política legislativa la conveniencia del condicionamiento de la inversión necesaria para remover la causa de disolución a la falta *ex post* del ejercicio

(130) Como indica QUIJANO GONZÁLEZ, J., «Operación acordeón...», *cit.*, p. 226 y esp. p. 220, «*el inciso no puede ser más contundente: Lo que se quiere, valga la redundancia, es excluir la posibilidad de exclusión del derecho en estos casos, aun por motivos de interés social*». Sobre la inderogabilidad de este derecho también DUQUE DOMÍNGUEZ, F.J., «Introducción a la protección de los derechos del accionista frente a los acuerdos de la mayoría», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. II (*Capital y acciones*), vol. 1, ed. Civitas, Madrid, 1994, p. 29 ss.; SASTRE PAPIOL, S., «El derecho de asunción preferente en la ley de sociedades de responsabilidad limitada», en *Homenaje Sánchez Calero*, *cit.*, p. 3559 ss, p. 3562, y YANES YANES, P., «Breves consideraciones sobre la inexcluidabilidad del derecho de suscripción preferente en las operaciones de reducción y aumento simultáneos del capital de la sociedad anónima», t. II, *Estudios jurídicos, Libro conmemorativo del bicentenario de la Universidad de La Laguna*, 1993, p. 1077 ss.

(131) Sin embargo, se habría de plantear esta situación no ya desde la perspectiva de la unanimidad, como derecho de veto de decisiones del socio minoritario o externo, sino desde la figura del «abuso de la minoría», que permitiría, *a sensu contrario*, autorizar una decisión denegatoria en aras al interés social.

(132) COCHET, D., «Le coup d'accordéon ou les affres de l'infinitésimal», *Revue de Jurisprudence commerciale*, 2004, p. 136, consideraría injusto que se pudiera suprimir el derecho de suscripción preferente en la reducción del capital social a cero para permitir la entrada a la sociedad a un tercero bajo el pretexto de su aportación del capital necesario para recuperar la actividad.

(133) Con especial referencia en las sociedades cotizadas, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente...*, *cit.*, p. 91 ss., y EMBID IRUJO, J.M., «El presente...», *cit.*, pp. 471-2.

del derecho de suscripción o asunción, lo cual podría desincentivar una eventual medida de saneamiento de la sociedad a través de esta operación⁽¹³⁴⁾.

De acuerdo con el régimen vigente, la posición del socio externo en las operaciones acordeón encuentra tutela mediante la facultad de ejercitar el derecho de suscripción preferente, sin que quepa su exclusión por la Junta general. Y para su ejercicio se ha proceder previamente a la publicación del anuncio de la oferta de asunción de las nuevas participaciones o de suscripción de nuevas acciones en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, que puede ser sustituida por una comunicación escrita en las sociedades de responsabilidad limitada y en las sociedades anónimas cuando todas las acciones sean nominativas (*vid.* art. 305.2 y 3 LSC)⁽¹³⁵⁾. No obstante, la simultaneidad de los acuerdos de reducción y aumento de capital debiera permitir que se compatibilicen los distintos medios de comunicación. En las sociedades anónimas el acuerdo de reducción se ha de publicar en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en la página web de la sociedad o, en el caso de que no exista, en un periódico de gran circulación en la provincia en que la sociedad tenga su domicilio (*vid.* 319 LSC). En estas operaciones, por lo tanto, dada su trascendencia dentro de la vida societaria, debiera de *lege ferenda* completarse la información a dispensar a los socios con los distintos mecanismos imperativos de difusión que contempla la regulación⁽¹³⁶⁾. Así, este derecho de suscripción preferente, en las sociedades anónimas, además de la publicación del acuerdo simultáneo de ampliación en el BORME, debiera aparecer, igualmente, en la página web de la sociedad o, en su defecto, en un periódico que reúna las condiciones legalmente requeridas⁽¹³⁷⁾.

En segundo lugar, y con particular incidencia en el caso de la reducción del capital a cero, se plantea la cuestión de la transmisibilidad del derecho de preferencia en la emisión de nuevas acciones o participaciones sociales (*cf.* art. 306 LSC). *Prima facie*, la situación de la que se desprende una reducción a cero del capital social podría hacer pensar en una [hipotética] cuota de liquidación carente de valor. No obstante, al igual que se mantiene la posición de socio con la reducción a cero y los derechos inmanentes a su condición, asimismo se ha de reconocer la existencia de un derecho de preferencia y la posibilidad de su transmisión conforme al régimen legal o estatutario establecido. Sentado lo anterior, las

(134) La Sentencia de la Casación comercial francesa en el Caso «Adam C. SA L’Amy», de 18 de junio de 2002 (*cit.*), confirma la Sentencia del Tribunal de Besançon de 2 de diciembre de 1998 (*Rev. soc.*, 1999, p. 362, con nota de LEBARS, B.; y comentada por FAUCHON A., «La validité de l’opération-accordeón encore renforcée», *Bull. Joly*, 1999, p. 943) y, ante la ausencia de mención legal, autoriza esta operación con exclusión del derecho de suscripción preferente de todos los socios. En esta línea, considera BOIZARD, «La réduction...», *cit.*, p. 735 ss., que el mantenimiento de este derecho intangible condenaría a la sociedad en dificultades financieras a un proceso de liquidación, desalentando, de esta forma, la intervención de inversores potenciales que podrían evitar la disolución de la sociedad.

(135) A estos efectos, los socios dispondrán, al menos, del plazo de un mes, desde la publicación del anuncio o desde el envío de la comunicación, para poder ejercitar su derecho.

(136) Aun cuando cada operación sobre el capital arrastra la aplicación de su régimen jurídico, como indican BONARDELL LENZANO, R. y CABANAS TREJO, R., *La reducción...*, *cit.*, pp. 121-2, la conjunción arroja una operación diferente de la mera suma de los requisitos aislados.

(137) La Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 12 de noviembre de 2003 (EDJ 2003/146424) impone que se atienda a las exigencias de publicidad pues «pese a que se trata de una “operación acordeón” —reducción y simultánea ampliación del capital social— ambas medidas conservan su autonomía conceptual y habrán de observarse sobre las mismas sus respectivos requisitos». Asimismo, las Resoluciones de la DGRN de 28 de abril de 1994 (EDD1994/6542) y de 16 de enero de 1995 (EDD1995/447).

normas contables exigen respetar el principio de prudencia en la valoración del patrimonio social, pero, más allá, las partes interesadas pueden considerar, para la transmisión de este derecho, otros factores económicos o sociales que incidan en su valoración (v.gr., nuevas expectativas de ganancias, o el aviamiento y el fondo comercial no activado). Desde esta perspectiva, las partes pueden atribuir un contenido patrimonial al derecho de suscripción preferente, pese a la reducción a cero del capital social para su inmediata ampliación.

Junto a las notas de derecho esencial y transmisible, el derecho de suscripción o asunción preferente también es renunciabile⁽¹³⁸⁾. Tal carácter autoriza otras ampliaciones de capital con contraprestación distinta a la dineraria, como el aumento contra entrega de aportaciones no dinerarias, o por compensación de créditos, que resultarían excluidas de una operación acordeón ante la exigencia imperativa del respeto al derecho preferencial de los socios (*vid.* art. 304 LSC). Fuera de esta circunstancia, la tutela de este derecho exigiría reconocer a los socios que no hayan de efectuar estas aportaciones no dinerarias o no tuvieran créditos compensables contra la sociedad, la posibilidad de suscribir acciones o participaciones nuevas en la cuantía que les corresponda. De este modo, se compatibilizan estos mecanismos de aportación en la ampliación de capital con la exigencia de respeto al derecho preferente al socio externo. Y todo ello con los reparos que se han de reconocer a las aportaciones de bienes que no guarden relación alguna con el objeto social (léase que la regulación alemana impide este mecanismo ante el riesgo implícito de perjudicar al resto de socios sin aportar beneficio alguno para la actividad de la sociedad —art. art. 228.1 *AktG*—) y con el estricto cumplimiento de las cautelas previstas tanto para este mecanismo como para el aumento por compensación de créditos (*cf.* arts. 300 y 301 LSC).

2. Sanciones y responsabilidad

A) Nulidad y anulabilidad de la operación

Tal y como se ha ido desgranando a lo largo del presente artículo, el incumplimiento de los requisitos formales de cada una de las operaciones sobre el capital, a falta de un tratamiento unitario de la operación acordeón, dará lugar a la nulidad de todo el acuerdo en su conjunto. Aun cuando la jurisprudencia ha tratado de ponderar la trascendencia del incumplimiento, en referencia a la norma a la que afecta y a la necesidad de su estricto carácter imperativo o prohibitivo, y a la finalidad del precepto legal contrariado⁽¹³⁹⁾, el

(138) En este sentido, la DGRN, en Resolución de 19 de mayo de 1995 (RJ 1995, 4097), rechazó la inscripción de una operación de reducción del capital social a cero para compensar pérdidas y el simultáneo aumento mediante compensación de créditos con exclusión del derecho de suscripción preferente, habiendo votado en contra los socios que quedaron excluidos del aumento, sobre la base de la necesaria protección de los socios excluidos, que exige para estos supuestos su aquiescencia, de manera que la operación no pueda llevarse a cabo a no ser que los titulares renuncien individualmente a su derecho de suscripción preferente; por lo tanto, la operación cuestionada puede realizarse siempre que no se menoscabe el derecho del socio a mantener su cuota de participación tanto en su aspecto patrimonial como en el corporativo. Para la operatividad de la renuncia, en su caso, de los socios ausentes, éstos habrían de prestarla con posterioridad en la fase de ejecución, de forma expresa o tácita, como condición de eficacia del acuerdo adoptado; al igual de lo que ocurre con la tutela individual o colectiva de los socios en las modificaciones estatutarias en las que se requiere el «consentimiento de los afectados» (*cf.* art. 292 LSC) o para los aumentos por elevación del valor nominal de las acciones o participaciones (*cf.* art. 296.2 LSC).

(139) Todo ello de conformidad con los móviles, circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados, en relación con la lesividad del acto. *Vid.* la Sentencia del Tribunal Supremo de fecha 7 de febrero de 1984 (EDJ1984/6998).

riesgo de dilución o exclusión que la operación entraña para el «socio externo» exige que se extreme el respeto a las medidas de protección. Dentro de esta esfera recaen todos los requisitos relativos a las normas de convocatoria, de información, de publicidad, de imagen fiel del balance que sirva de base a la reducción y de su verificación por auditor, y el respeto al ejercicio del derecho de suscripción preferente.

No obstante, fuera del ámbito estrictamente formal, se ha de identificar la utilización de esta operación para, por diferentes vías, promover un beneficio al socio mayoritario o de un tercero, en perjuicio de un socio externo a la posición de control. Como ya ha sido reseñado, el artículo 204 LSC únicamente sanciona la anulabilidad de aquellos actos que sean contrarios a los intereses de la sociedad. No obstante, desde una perspectiva material del Derecho de sociedades se han de ponderar los intereses legítimos de los socios en la sociedad. Cuando la operación acordeón, que desde el plano formal cumpla todas las exigencias legales, se oriente a perjudicar de forma manifiesta la posición del socio externo, la sanción, sin embargo, se habría de equiparar a la anulabilidad del acuerdo. No se trata de la imposición del criterio de las minorías sobre el de las mayorías, como principio conformador de la voluntad social (*cf.* art. 159 LSC), sino de mantener el justo equilibrio de los intereses concurrentes en la organización. Esta vía impugnatoria se ha de aplicar, por lo tanto, en todos aquellos casos en los que el socio mayoritario, sin justificación legítima, realice medidas de «infracapitalización» de la sociedad para reducir el capital por debajo del mínimo legal⁽¹⁴⁰⁾; y también cuando, *a sensu contrario*, autorice, con su voto en la junta general, una «sobrecapitalización» desorbitada en consideración a las necesidades financieras para la integración del fondo de maniobra de la sociedad. En cualquier caso, la remisión a la anulabilidad exigiría que el socio externo, dentro del régimen de la impugnación de acuerdos anulables, hubiese hecho constar en el acta su oposición al acuerdo en la Junta general (*vid.* art. 206.2 LSC)⁽¹⁴¹⁾.

Por otra parte, y en relación con el balance que sirva de base de la operación, el cumplimiento del requisito de verificación contable mediante informes con opinión favorable o con opinión con salvedades no impide que los acuerdos de la Junta general puedan ser impugnados. En este punto, la impugnación podrá cuestionar la conformidad legal de las cuentas

(140) Sobre la necesidad de llevar a cabo un control no meramente formal del acuerdo de reducción por pérdidas, sino también material o sustancial, ante su incidencia para los socios y los terceros, HÜFFER, U., «§ 229», *Aktien-gesetz*, ed. Beck, Munich, 2008, p. 1151; y LUTTER, M., «§ 229», *Kolner Kommentar*, 1993, p. 730 ss.

(141) En este sentido, desde una perspectiva procesal, no se requiere justificación de la oposición, de modo que resultan incólumes los argumentos que el socio decida mantener en la demanda de impugnación; ahora bien, es necesario que haga constar su clara opinión contraria al acuerdo en concreto impugnado con posterioridad a su aprobación por la Junta general, como confirman las Sentencias del Tribunal Supremo de 7 de octubre de 1991 (EDJ1991/9429), de 21 de febrero de 2001 (EDJ2001/2021) y de 13 de noviembre de 1989 (EDJ1989/10100). Por otra parte, la exigencia de constancia en acta de «su oposición al acuerdo» no requiere de una fórmula sacramental que recoja la literalidad del texto legal; si bien ni una manifestación contraria al acuerdo con anterioridad a la votación, ni tampoco la votación en contra actúan como condición de suficiencia que legitime para el ejercicio de la acción de impugnación (*cf.* Sentencias del Tribunal Supremo de 18 de septiembre de 1998 (EDJ1998/18047), de 22 de junio de 1988 (RJ 1988, 5120), de 22 de diciembre de 1986 (EDJ1986/8551), de 15 de junio de 1987 (DJ1987/4757), y de 30 de noviembre de 1987 (EDJ1987/8788)). En todo caso el socio externo opositor habrá de atender, como *dies a quo* del plazo de caducidad, al momento en que tuvo conocimiento exacto y fehaciente de los acuerdos y no a partir de la inscripción en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, por tratarse ésta de una medida tuitiva de los terceros que no hayan tenido la oportunidad de conocer los acuerdos sociales, tal y como se apunta en las Sentencias del Tribunal Supremo de 29 de octubre de 2008 (RJ 2008, 7692), de 15 de julio de 2004 (RJ 2004, 4688), y de 3 de abril de 2003 (RJ 2003, 2769).

y la corrección del informe y de su opinión técnica. La prueba pericial (arts. 335 y ss. LE-Civ), a estos efectos, podrá incluir el dictamen de peritos sobre las razones o evidencias que confronten con la opinión técnica del auditor. Y todo ello sin perjuicio de la responsabilidad personal de los administradores que hayan llevado a cabo toda la operativa que da lugar a la reducción y posterior ampliación de capital; y, también, en su caso, de la responsabilidad administrativa, civil o penal que pueda derivarse de la labor de verificación contable⁽¹⁴²⁾.

B) Responsabilidad de los socios y de los administradores en la reducción

Desde un plano distinto debe ser tratada la responsabilidad del socio mayoritario y de los administradores sociales por la utilización fraudulenta de la operación acordeón en perjuicio de un socio externo. En principio, la exclusividad de determinadas funciones orgánicas en la sociedad establece un régimen de responsabilidad a los administradores sociales por los actos u omisiones que, en incumplimiento de normas legales, estatutarias, o de sus deberes, perjudiquen a los socios (*vid.* art. 236 y 241 LSC). En tal sentido, el incumplimiento con las normas de organización de las Juntas generales se ha de enlazar, mediante una relación de causalidad, con el perjuicio ocasionado al socio minoritario con ocasión de la aprobación de la operación acordeón y en relación con el resto de medidas planteadas, tales como la de la nulidad del acuerdo.

Prima facie, la operación acordeón resulta formalmente compatible con el deber del administrador de procurar el interés de la sociedad y de atender a las exigencias de la empresa que constituye su objeto (*cf.* art. 236.2 LSC). No obstante, su conducta se ha de situar en el contexto de la articulación de una operación compleja dirigida a excluir o diluir la participación de un socio externo de la sociedad. Por otra parte, la influencia del socio mayoritario sobre el órgano de administración encuentra encaje en la figura del «administrador de hecho» de la sociedad, desde el ejercicio de una influencia dominante o decisiva del socio controlador que se proyecta más allá de su posición en la Junta general (*cf.* art. 236.1 LSC)⁽¹⁴³⁾. Piénsese, verbigracia, en la aprobación de ampliaciones de capital mediante aportaciones no dinerarias del socio de control que no guardan relación con el objeto social, o la intervención del socio de control en la redacción de los informes preceptivos, con contenidos erróneos o falsos, para su presentación en la Junta general⁽¹⁴⁴⁾.

En el plano de la «infracapitalización» de la sociedad para procurar una reducción del capital social por pérdidas se han de incluir, de otro lado, todas aquellas medidas que, inducidas por el socio mayoritario controlador y adoptadas a través de la Junta general

(142) Al respecto, ESPÍN GUTIÉRREZ, C., «La reducción...», *cit.*, p. 367.

(143) Sobre la aplicación de la figura del administrador de hecho, por todos, DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *El administrador de hecho de las sociedades*, ed. Aranzadi, Pamplona, 2002, y LATORRE CHINER, N., *El administrador de hecho en las sociedades de capital*, ed. Comares, Granada, 2003.

(144) Respecto de los informes defectuosos de los administradores y de los errores informativos del proyecto de fusión, LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles: fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, ed. Civitas, Madrid, 2000, p. 255 y 463; PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, ed. Aranzadi, Pamplona, 1998, p. 439; y LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, ed. Civitas, Madrid, 1996, p. 62. Piénsese, asimismo, en una variación del criterio de la convocatoria de las Juntas generales con el fin de utilizar este mecanismo para evitar la asistencia de los socios externos a las Juntas, cuestión que es tratada en las Sentencias del Tribunal Supremo de 5 de marzo de 2009 (RJ 2009,1629), de 25 septiembre 2003 (RJ 2003, 7004), y de 2 de mayo de 1984 (RJ 1984, 2392).

o mediante su incidencia en la voluntad de los administradores, afecten a los resultados contables de la sociedad. Una remuneración a los administradores adscritos al socio controlador que resulte excesiva en relación con la labor realizada⁽¹⁴⁵⁾, la contratación con sociedades en las que el socio controlador tenga intereses en condiciones que rompan el principio contractual de equivalencia de prestaciones⁽¹⁴⁶⁾, las operaciones sobre acciones o participaciones propias de las cuales puedan resultar pérdidas para la sociedad⁽¹⁴⁷⁾, o la aparición sobrevenida de reservas ocultas⁽¹⁴⁸⁾, pueden resultar indiciarias de una conducta tendente a descapitalizar la sociedad en perjuicio del socio externo.

Todas estas operaciones, en perjuicio del interés social y fuera del régimen de nulidad o anulabilidad, se han de traducir en la posibilidad de accionar la correspondiente responsabilidad del socio mayoritario o de control, desde el plano material de su autoría como administrador de hecho o de derecho⁽¹⁴⁹⁾. Dentro de la práctica del derecho comparado del *Common Law*, estas medidas atentatorias contra la posición del socio, en último extremo y por diferentes vías, recaen en la esfera de las llamadas *Windfall situations*, *Freeze-out or Squeeze-out Techniques*, o de los *Special Facts*⁽¹⁵⁰⁾. En estos casos en los que el socio ma-

(145) Sobre esta materia, vide RECALDE CASTELLS, A. y SCHÖNNENBECK, P., «La Ley alemana sobre la proporcionalidad de la remuneración de los miembros de la dirección en las sociedades anónimas», *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 277, 2010, pp. 1065-1081.

(146) También PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «Uniones de empresas y grupos de sociedades», en *Curso de Derecho Mercantil*, dir. Uría y Menéndez, t. I, Madrid, ed. Civitas, 1999, p. 1342, reconoce en las «transferencias intra-grupo» un mecanismo que puede causar un daño directo a los socios externos de la sociedad filial. Por otra parte, esta operativa es reconocida en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia de 4 de junio de 1998 (AC 1998/6244), que acuerda «indemnizar solidariamente a los actores por los daños y perjuicios originados por su actuación como administradores de la sociedad “Valenciana de Laminaciones, SA”, entre el 10 de abril de 1990 y el acuerdo de disolución de la sociedad, consistentes aquéllos en la pérdida del valor real de las participaciones sociales de los demandantes entre ambas fechas, excluidas las que sean debidas a la disminución del precio de mercado de los productos de “Valasa” por debajo del coste de producción, sin computar en éste los incrementos imputables a la falta de diligencia de los administradores» y todo ello cuando «la mercantil funcionó y obtuvo beneficios del año 1979 a 1989, mientras que en 1990 los administradores “ilegítimos” dan cuenta de pérdidas de 11.937.956 ptas. en cambio, “Hierros García”, en 1990 y 1991 obtuvo beneficios: en 1990 de 9.051.931 ptas.».

(147) A partir de las decisiones judiciales en el ámbito del *Common law*, THOMPSON, R.B., «The Shareholder’s Cause of Action for Oppression», *Business Lawyer*, vol. 48, 1993, pp. 699-745, p. 703, y DALLEY, P., «The Misguided Doctrine of Stockholder Fiduciary Duties», *Hofstra Law Review*, n.º 33, 2004, pp. 175-222, p. 212-3, quien, en consideración a los actos realizados por los administradores que guarden una relación con el socio controlador, incluye la decisión de recompra por la sociedad de las acciones del socio controlador y no de la minoría, la oferta de compra de acciones de la minoría por la sociedad a un precio inadecuado, y la influencia en la adopción de políticas comerciales que beneficien al socio controlador. Asimismo, respecto de estas operaciones de adquisición de acciones propias por decisión del socio mayoritario, NOBILI, R., y SPOLIDORO, M.S., «La riduzione...», *cit.*, p. 414, y CALVOSA, L., «Riduzione...», *cit.*, p. 862.

(148) Sobre la posible existencia de reservas ocultas y la nulidad del balance, por todos, COLOMBO, G.E., «Risque facultative e riserve occulte nel bilancio delle società», *Riv. Dir. Comm.*, 1960, t. I, p. 176. Sin embargo, en el sistema alemán, esta diferencia, según el artículo 232 *Aktiengesetz*, debe ser reintegrada como reserva de capital, única impugnación que pueden entablar los terceros en defensa de sus intereses, tal y como indica HÜFFER, U., «§ 239», *Aktiengesetz*, ed. Beck, Munich, 2008, p. 1156.

(149) HOVASSE, H., «Coup d’accordéon et dommages collatéraux (Note sous Cour d’appel de Lyon, troisième Chambre civile, section B, 14 mai 2009, FGI SARL contre Saint André SA, Juris-Data número 2009-010751)», *Droit des sociétés*, n.º 1, comm. 6, p. 3, reconoce que la prescripción de la acción de nulidad no impide el ejercicio de las correspondientes acciones de responsabilidad contra los administradores.

(150) Así, MACINTOSH, J.C., HOLMES, J., y THOMPSON, S., «The puzzle of shareholder fiduciary duties», *Canadian Business Law Journal*, n.º 19, 1991, p. 86-137, p. 101-2, en referencia a la doctrina de los *special facts* y, por

yoritario provoca una causa de disolución y liquidación de la sociedad, el socio minoritario se encuentra legitimado para reclamar directamente el daño causado al patrimonio social, mediante una indemnización, por daños «indirectos», equivalente al daño correspondiente que haya padecido en su participación en la sociedad⁽¹⁵¹⁾. En particular, esta posibilidad encuentra cabida en la operación acordeón que obligue a reducir el capital por debajo del mínimo legal o a cero, mediante una conducta del socio mayoritario, o a través de un administrador vinculado al mismo, tendente a descapitalizar la sociedad⁽¹⁵²⁾.

C) Responsabilidad en la fase de ejecución

En un plano distinto se ha de ubicar la vulneración del derecho de suscripción preferente en la ejecución de la ampliación de capital posterior a la reducción. Este incumplimiento, dentro de aquellos «actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos», contraría la exigencia *ex lege* característica de esta operación de respeto al derecho de asunción o de suscripción preferente de los socios (*cf.* art. 343.2 LSC) y se ha de entender también referido, en su conjunto, al ejercicio de este derecho⁽¹⁵³⁾. En este punto, la concreción que establece la ley en la conducta debida de todo administrador transforma su responsabilidad en cuasi-objetiva, de modo que al incumplimiento del deber se acompaña, *res ipsa loquitur*, la causalidad con el daño producido al socio al cual se impide el legítimo ejercicio de sus derechos⁽¹⁵⁴⁾. A lo anterior se ha de añadir el principio de paridad de trato, cuyo respeto entronca con los dictados de la buena fe y prohíbe desigualdades arbitrarias en las funciones atribuidas a los administradores (*cf.* art. 97 LSC)⁽¹⁵⁵⁾; y la responsabilidad

todos, THOMPSON, R.B., «The Shareholder's...», *cit.*, p. 703, desde el «freeze-out» como técnica que trata ilegítimamente de perjudicar la posición del socio minoritario.

(151) Acerca del deber de fidelidad como recurso para impedir que el socio de control trate de reducir la participación de los socios minoritarios, HÜFFER, U., «Zur gesellschaftsrechtlichen Treupflicht als richterrechtliche Generalklausel», *Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag*, dir. Baur, Hopt y Mailänder, ed. Walter de Gruyter, Berlín-Nueva York, 1990, pp. 59-78, p. 73. En consonancia con esta doctrina alemana, MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2005, p. 86-89, aboga, contra el criterio general del ejercicio de una acción social de responsabilidad, en cuyo caso la reintegración del patrimonio a la sociedad no haría sino agravar la situación del socio minoritario, por una extensión del ámbito de la acción individual a la indemnización de los daños reflejos sufridos por los socios, cuando las decisiones de desafección del patrimonio social se adopten mediante acuerdos de la Junta que no respondan al interés social, ni respondan al principio de paridad de trato, y no exista riesgo de perjudicar a los acreedores.

(152) Sobre la incidencia de los socios controladores en el gobierno corporativo, GELTER, M., «The dark side of shareholder influence: Managerial autonomy and stakeholder orientation in Comparative Corporate Governance», *Harvard International Law Journal*, vol. 50, n.º 1, 2009, pp. 129-194, y, desde la perspectiva del artículo 117 de la *Aktiengesetz*, KORT, M., «Die Haftung des Einflussnehmers auf Kapitalgesellschaften in ausländischen Rechtsordnungen - Vorbild für ein neues Verständnis von § 117 AktG?», *Die aktiengesellschaft (AG)*, 2005, pp. 453-459.

(153) ESPÍN GUTIÉRREZ, C., *La operación...*, *cit.*, p. 281, sin perjuicio de que los subscriptores, a falta de inscripción del aumento en el Registro mercantil en el plazo de seis meses, puedan pedir la resolución de la obligación de aportar y exigir la restitución de las aportaciones realizadas (*cf.* art. 316 LSC).

(154) SÁNCHEZ CALERO, F., «Supuestos de responsabilidad de los administradores en la sociedad anónima», *Homenaje Girón*, pp. 903 ss., p. 909; QUIJANO GONZÁLEZ, J., *La responsabilidad civil de los administradores en la sociedad anónima*, ed. Lex Nova, Valladolid, 1985, p. 209; y DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *El administrador...*, *cit.*, p. 196; y en Sentencias del Tribunal Supremo de 29 de marzo de 2004 (EDJ2004/12740), de 22 de diciembre de 1999 (EDJ1999/43927), de 29 de abril de 1999 (EDJ1999/7248) y de 3 de abril de 1998 (EDJ1998/2013).

(155) Por lo tanto, la responsabilidad de su falta de cumplimiento es predicable no ya de la sociedad misma, como persona jurídica, sino de su órgano de administración, como órgano necesario que ha procurar, dentro de sus

civil extracontractual del administrador frente al socio individual, en virtud del principio general de no dañar a otro sin justificación (*neminem laedere*) por la infracción del derecho de suscripción preferente⁽¹⁵⁶⁾. Así, tanto las publicaciones requeridas como el control de la ejecución de la ampliación del capital y la inscripción del aumento corresponden a los administradores sociales (*vid.* arts. 313 a 215 LSC). En consecuencia, el incumplimiento de los derechos de los socios de obtener las nuevas acciones o participaciones tras el aumento por las aportaciones efectuadas se traslada a la sede de los deberes de los administradores, dentro de su marco competencial. En este sentido, una eventual vulneración del derecho de suscripción preferente de los socios minoritarios, que puede determinar su exclusión *de facto* de la sociedad, ha de ser tratada desde el ámbito del régimen de responsabilidad de los administradores y de la acción individual de responsabilidad (*cf.* art. 241 LSC)⁽¹⁵⁷⁾.

En todo caso, el daño ha de proyectarse en la esfera patrimonial del sujeto pasivo afectado. El carácter mixto del derecho de suscripción preferente o de asunción preferente en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada protege al socio en el ámbito político, para la formación de la voluntad social, pero, por otra parte, también alcanza a sus derechos económicos, pues permite que mantenga la misma participación en los derechos de esta naturaleza (dividendos, cuota de liquidación, etc.)⁽¹⁵⁸⁾. Por ende, una defectuosa ejecución de un acuerdo de la Junta general de ampliación de capital que suponga la exclusión ilícita del derecho de suscripción preferente causa un «daño directo» a los socios a los que se les impida el ejercicio de su derecho. Con la entrada de nuevos socios el anterior perderá derechos de carácter económico (v.gr., por participación en los repartos de dividendos) y poder político dentro de la sociedad (v.gr., pérdida de una minoría de control y de los derechos inherentes a la minoría), aunque, como ha sido advertido, las nuevas aportaciones al capital también pueden afectar al valor que pueda tener la acción o participación anterior en su contenido patrimonial. A la luz de esto, cuando el acuerdo fuera impugnado en su conjunto y se declarara su nulidad, el socio al cual no se le haya reconocido su derecho de suscripción o asunción preferente recuperaría los derechos inherentes al poder político y económico que corresponderían, en su caso, a su anterior participación en la sociedad. Sin embargo, otros quedarán pendientes de indemnización (v.gr., pérdida de dividendos pagados a los nuevos socios de buena fe durante el periodo) lo que podrá exigirse mediante el ejercicio de la correspondiente acción individual de responsabilidad⁽¹⁵⁹⁾.

competencias, la correcta ejecución de la operación. En relación con las connotaciones del principio de igualdad de trato, GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades*, t. I, *Parte general. Sociedades colectivas y comanditarias*. Madrid, 1976, pp. 294-295; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La acción...», *cit.*, p. 269; y RUIZ PERIS, J.I., *La igualdad de trato en el derecho de sociedades*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2007, p. 1089.

(156) Sobre el origen extracontractual, con carácter general, de la responsabilidad del administrador frente a los socios, también en cuando se produzca una lesión a la posición jurídica del socio, MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción... cit.*, pp. 147, 169, 189 y 293 y ss.

(157) En un supuesto semejante de enfrentamiento entre la base personal de la sociedad, la Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de septiembre del 2000 (RJ 2000, 7628): «la operación acordeón, suponía realmente la expulsión del socio que mantenía relaciones distantes con los otros socios y familiares, pero en ningún caso puede entenderse que hiciera renuncia al derecho de suscripción preferente de las nuevas acciones, pues consta en autos el uso de ese derecho, aunque en los últimos días del plazo establecido para ello».

(158) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La acción...», *cit.*, p. 268.

(159) Así lo reconoce, con carácter general, MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción... cit.*, p. 284-285. En este sentido, cabe distinguir, en el plano de la legitimación pasiva, entre la facultad del socio de dirigirse contra la so-

A partir de todo lo anterior, la finalidad última de deshacerse de un socio minoritario molesto resulta palmaria en el caso de que se impida al socio externo el ejercicio del derecho de preferencia cuando sea debidamente ejercitado en forma y plazo y, sin embargo, sea excusado por la administración social⁽¹⁶⁰⁾. Por otra parte, la exigencia la pérdida íntegra del capital en la reducción a cero y el respeto al derecho de suscripción o asunción preferente, que no puede ser suprimido por la Junta general, tienen por finalidad que la «operación acordeón» no pueda ser utilizada, en última instancia, con la finalidad de deshacerse de los socios que constituyan una minoría molesta. Se advierte en ocasiones que en la práctica las operaciones de reducción a cero y aumento simultáneo del capital social enmascaran, tras la dialéctica entre el interés social en el mantenimiento de la empresa y el de los socios a permanecer en la sociedad, un conflicto de intereses entre los socios extra muros de la relación entre la sociedad y los socios. Conflicto entre la mayoría y la minoría del capital social que, por lo general, se soluciona, mediante el recurso a esta figura societaria, a favor de la primera⁽¹⁶¹⁾.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

La «operación acordeón» en su modalidad de reducción a cero y aumento simultáneo del capital social exige extremar las formalidades legales para asegurar la posición del socio externo. Además, el balance que sirva de base de la operación y su verificación no han de dejar lugar a dudas sobre la existencia y cuantía de las pérdidas, ante el riesgo de exclusión social del socio minoritario o de la dilución de su participación. Junto a una eventual «infracapitalización» promovida por el socio mayoritario por diferentes medios, también ha de quedar suficientemente justificado el importe de la simultánea ampliación, como cifra que permita remover la causa legal de disolución o reducción por pérdidas y restablecer el reequilibrio patrimonial en relación con el capital social hasta entonces existente. Igualmente, la fijación de valores nominales o de primas de emisión «desorbitadas» limita *de facto* el ejercicio del derecho de suscripción o asunción preferente del socio externo. Por lo tanto, fuera de los anteriores criterios de necesidad y proporcionalidad, en relación con el principio de paridad de trato, estas operaciones han de ser vistas con cautela, y se ha de acudir a la doctrina del abuso de derecho cuando sean utilizadas por los socios de control para deshacerse de minorías molestas o activas en la oposición a la gestión llevada por aquéllos o por personas afines a aquéllos como administradores.

ciudad cuando pretenda reclamar el cumplimiento de algún aspecto del contrato social (v.gr., su derecho al dividendo, la información necesaria para la junta general, el acceso a la junta, el derecho de voto, la suscripción preferente de acciones en un aumento de capital, etc.), y la reclamación directa al administrador cuando pretenda la indemnización de los daños que el incumplimiento de estos derechos le haya causado; también en el caso de que, en la ejecución del acuerdo del aumento, no se reconozca por el administrador, dentro de sus funciones, el ejercicio del derecho de suscripción preferente.

(160) En palabras de la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 2 de noviembre de 1993 (EDJ 1993/9754): «Entre los derechos plenos individuales de los partícipes accionistas en las Sociedades Anónimas, se encuentra el de suscripción preferente de nuevas acciones, no observado en el caso de autos y en relación a lo acordado en el Acta de 16 de mayo de 1989, ya que, conforme lo que se deja analizado, en su ejecución se faltó a la necesaria lealtad social».

(161) QUIJANO GONZÁLEZ, J., «Operación acordeón...», *cit.*, p. 220, y DUQUE DOMÍNGUEZ, F.J., «Introducción...», *cit.*, p. 31.

En estos casos en los que la necesaria reducción del capital social sitúe a la sociedad en una situación de insolvencia patrimonial, de modo que una acción social de reintegración al patrimonio social no sea suficiente para salvaguardar los legítimos intereses de los socios externos, se plantea la necesidad de extender esta responsabilidad al ámbito la acción individual. En esta línea, el incumplimiento del deber de fidelidad del socio mayoritario debiera permitir al socio externo dirigirse contra él a título personal. Por otro lado, frente a una aplicación rigurosa de las reglas tuitivas de los socios, la exigencia *ex lege* de respeto al derecho de asunción o suscripción preferente requiere de valoraciones de política legislativa acerca de su conveniencia, ante el «estado de necesidad» de captar nuevos recursos en el que se encuentra la sociedad en situación de crisis empresarial. En cualquier caso, en el régimen vigente tal exigencia se ha de entender también referida al ejercicio del derecho preferencial. Por ello, su incumplimiento ha de generar, asimismo, si bien desde un plano distinto, la correspondiente responsabilidad en los administradores sociales, como las personas a quienes, desde su posición orgánica, corresponde la ejecución y el control de la consiguiente ampliación de capital.

ABUSO DE MERCADO: UNA PANORÁMICA DE SU NORMATIVA ADMINISTRATIVA Y PENAL VIGENTE

JESÚS IBARRA IRAGÜEN

*Inspector de Hacienda (exc.)
Magistrado*

GONZALO JIMÉNEZ-BLANCO

*Abogado del Estado (exc.)
Socio Director de Ashurst LLP*

RESUMEN

El artículo ofrece una visión global de la normativa de abuso de mercado, tanto desde la óptica de las obligaciones existentes en la materia como de su régimen sancionador, administrativo y penal. Se analiza la normativa vigente, sus problemas de aplicación y se exponen las líneas interpretativas que al respecto han ido fijando la práctica administrativa de la CNMV y los tribunales nacionales y comunitarios. También se hace referencia a la normativa comunitaria y a la propuesta de nuevo Reglamento y Directiva.

Palabras clave: *CNMV, normas de conducta, abuso de mercado, información privilegiada, manipulación de cotizaciones, manipulación de mercado, operaciones sospechosas, prueba indiciaria, non bis in idem, responsabilidad de administradores, responsabilidad de personas jurídicas, sanciones administrativas, delitos.*

ABSTRACT

This paper presents a market abuse regulation global view, not only from the point of view of the existing obligations on the matter but also about its administrative and criminal sanctioning regime. It covers the existing regulation, its enforcement issues and shows the interpretation guidelines from the administrative practice by the CNMV and the national and European courts. It also refers to the European regulation, and the proposals of new Regulation and Directive.

Key words: *CNMV, rules of conduct, market abuse, inside information, price manipulation, market manipulation, suspicious transactions, indirect evidence, non bis in idem, directors liability, legal persons liability, administrative sanctions, criminal offences.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. ABUSO DE MERCADO EN LA NORMATIVA COMUNITARIA.
- III. RÉGIMEN ADMINISTRATIVO EN MATERIA DE ABUSO DE MERCADO.
 - 3.1. **Normativa reguladora: LMV y RD 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre abuso de mercado.**
 - 3.2. **Sujetos obligados.**

3.3. Normas de conducta.

- 3.3.1. En materia de información privilegiada.
- 3.3.2. En materia de manipulación de cotizaciones.
- 3.3.3. Comunicación de operaciones sospechosas.

3.4. Tipos infractores.

- 3.4.1. Infracciones muy graves.
- 3.4.2. Infracciones graves.

3.5. Sanciones. Posible responsabilidad de administradores en caso de personas jurídicas.

3.6. Problemática del régimen sancionador administrativo en materia de abuso de mercado.

- 3.6.1. *Non bis in idem*.
- 3.6.2. Dificultades de prueba: los requisitos de la prueba indiciaria.

IV. RÉGIMEN PENAL EN MATERIA DE ABUSO DE MERCADO.

4.1. Introducción: la necesidad y justificación de la sanción penal para este tipo de conductas.

4.2. Tipos penales.

- 4.2.1. Información privilegiada.
- 4.2.2. Manipulación de cotizaciones.
- 4.2.3. Información falsa.

4.3. Problemática del régimen penal en materia de abuso de mercado.

- 4.3.1. ¿Responsabilidad de personas jurídicas?
- 4.3.2. El ejercicio de la acción penal: inexistencia de denuncia de persona agraviada.
- 4.3.3. Problemas de prescripción.

4.4. Conclusiones.

BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

Hasta la aprobación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) en 1988 no existía en el Derecho español una regulación completa de lo que luego ha venido a llamarse «abuso de mercado».

Es cierto que, no obstante, el Código Penal ya regulaba el delito de maquinaciones para alterar el precio de las cosas («... *los que difundiendo noticias falsas o tendenciosas, empleando violencia, amenaza o engaño, o usando de cualquier otra maquinación, intentaren alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, monedas, títulos o valores, o cualesquiera otras cosas, muebles o inmuebles, que fueran objeto de comunicación*»⁽¹⁾) y que ese delito podía tener por objeto la altera-

(1) Artículo 540 del Código Penal entonces vigente.

ción de precios de títulos o valores, pero en todo caso no existía un derecho sancionador administrativo sobre la materia ni tampoco se tipificaba penalmente el uso de información privilegiada.

La LMV, como resulta de su Exposición de Motivos, da un primer paso importante en esta materia, al establecer de un lado ciertas normas de conducta de cuantos operan en los mercados de valores («*se sale al paso de la utilización de informaciones privilegiadas*») y, de otro, un régimen sancionador detallado, tipificándose así como infracciones muy graves tanto el incumplimiento del régimen de información privilegiada establecido en el artículo 81 de la propia Ley como «*el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores*».

Desde 1988 aquí varios factores han incidido sobre esa embrionaria normativa: de un lado, la aprobación de ciertas normas comunitarias en materia de abuso de mercado, a las que la normativa española ha debido adaptarse; de otro, el surgimiento de la necesidad de perfeccionamiento y reforzamiento de la normativa en la materia a la luz de las insuficiencias detectadas en su aplicación y las nuevas necesidades detectadas que requerían la debida atención.

En este sentido, quizá los hitos más destacables en este proceso hayan sido (i) la tipificación del delito de información privilegiada en el Código Penal de 1995⁽²⁾ y (ii) las reformas introducidas para adecuarse a las Directivas comunitarias y así, especialmente, las introducidas por la Ley 44/2002 y por el Real Decreto 1333/2005, a las que seguidamente haremos referencia.

II. ABUSO DE MERCADO EN LA NORMATIVA COMUNITARIA

La normativa comunitaria en materia de abuso de mercado⁽³⁾ se enmarca en el proceso de reforma de los mercados financieros auspiciado por la Unión Europea en la década de los noventa con la iniciativa conocida como Plan de Acción de Servicios Financieros, de la Comisión Europea⁽⁴⁾. Dentro de dicha iniciativa, el abuso de mercado formaba parte del ámbito de actuaciones previstas para el mercado mayorista, proponiéndose que la Comisión presentara a finales del 2000, para su aprobación en 2003, una Propuesta de Directiva contra la manipulación de mercado para «*fomentar la integridad del mercado reduciendo la posibilidad de que los inversores institucionales y los intermediarios financieros manipulen el mercado o realicen operaciones de iniciados*».

En ese contexto se aprobaron:

- (i) la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado);

(2) En la reforma del Código Penal de 1991, ya se reguló no obstante el delito de información privilegiada, pero circunscrito sólo a funcionarios como posibles autores.

(3) Vid. PALA LAGUNA, R. y GUERRA MARTÍN, G.: «El Real Decreto 1333/2005, sobre abuso de mercado en la perspectiva del Derecho de Sociedades», *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 26 (2006), pp. 119 y 120.

(4) Comunicación de la Comisión Europea de 11 de mayo de 1999.

- (ii) tres Directivas de la Comisión (Directiva 2003/124/CE, de 22 de diciembre de 2003 sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado; Directiva 2003/125/CE, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de interés; y Directiva 2004/72/CE, de 29 de abril de 2004, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas) y
- (iii) el Reglamento 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

A todas esas normas nos referiremos en general como la «Directiva de Abuso de Mercado» (MAD).

La aprobación de la Directiva 2003/6/CE representó un importante avance en cuanto supuso, por primera vez, un régimen unitario completo, a nivel europeo, del abuso de mercado, regulando no sólo la utilización de información privilegiada sino también la manipulación de cotizaciones. Es, además, una Directiva marco o de principios que fue desarrollada mediante la aprobación de los restantes instrumentos normativos comunitarios que se han mencionado más arriba.

En España, el legislador se anticipó a introducir la reforma necesaria en esta materia en la Ley del Mercado de Valores mediante la reforma de sus artículos 81 a 83 ter por virtud de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, completando la transposición de la que hemos llamado genéricamente como «Directiva de abuso de mercado» mediante el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

La Directiva de Abuso de Mercado introdujo un marco regulatorio de armonización de conceptos básicos y reglas sobre abuso de mercado y fortaleció la cooperación entre los reguladores nacionales. Sin embargo, siete años más tarde de la aprobación de las primeras normas citadas, se hizo ya patente la necesidad de una reforma de las mismas y ello, fundamentalmente, por dos motivos: uno, la existencia de nuevos productos y mercados que no existían al tiempo de su aprobación, y dos, la excesiva carga de algunas de las normas sobre ciertos emisores de valores y, singularmente, sobre las pequeñas y medianas empresas.

Por todo ello, la Comisión lanzó en junio de 2010 una Consulta pública sobre la revisión de la Directiva de Abuso de Mercado. Y con casi un año de retraso sobre la fecha prevista, la Comisión presentó el 20 de octubre de 2011 una Propuesta de Reglamento de reforma de la normativa de abuso de mercado. También presentó en la misma fecha una Propuesta de Directiva sobre sanciones penales en la materia.

La Propuesta de Reglamento sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado (abuso de mercado) es un texto amplio que pretende sustituir a la Directiva 2003/6/EC, previendo su entrada en vigor a los 24 meses de su aprobación y publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea. Hasta llegar a ello, el texto debe pasar por el Parlamento Europeo y por el Consejo, para su negociación y adopción.

Como destaca la Propuesta, la misma se enmarca en el entorno económico de crisis actual, en el que se hace necesario reforzar la integridad de los mercados fortaleciendo el marco regulatorio y la supervisión financiera.

Precisamente la Propuesta, en línea con lo señalado en la Consulta de 2010, hace referencia a los nuevos desarrollos tecnológicos, regulatorios y de mercado (SMNs, derivados OTCs, etc.), a la falta de competencias suficientes de ciertos reguladores nacionales, a la falta del suficiente carácter disuasorio del régimen sancionador en algunos países y a la existencia de notable discrecionalidad en la aplicación de la Directiva MAD, como razones que justifican una reforma como la que se emprende con el fin de fortalecer la integridad de los mercados y la protección de los inversores.

La Comisión espera que las reformas propuestas, una vez entren en vigor, aumenten en efecto la integridad de los mercados y que ello tenga un impacto positivo sobre la confianza del inversor, contribuyendo también a una mayor estabilidad de los mercados financieros.

III. RÉGIMEN ADMINISTRATIVO EN MATERIA DE ABUSO DE MERCADO

3.1. Normativa reguladora: LMV y RD 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre abuso de mercado

La Ley del Mercado de Valores, ya en su redacción original de 1988, estableció un primer marco de normas de conducta de quienes actuaban en los mercados de valores, velando por la transparencia del mercado.

Así, y en lo que aquí interesa, se prohibía expresamente la conducta de alteración de las cotizaciones⁽⁵⁾ (artículo 80) y se establecían ya normas sobre el uso de información privilegiada (artículo 81), reforzándose dicho régimen de obligaciones mediante la oportuna tipificación de infracciones para perseguir la práctica de las conductas prohibidas⁽⁶⁾.

La normativa de la LMV sufrió distintas modificaciones hasta la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, que modificó los artículos 81 a 83 ter de la LMV para transponer (anticipadamente) la Directiva 2003/6/CE. La culminación de esa transposición, así como la completa transposición de las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE, tuvo lugar mediante el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. Además de otras modificaciones, la Ley 47/2007, de 19

(5) «En ningún caso deberán (...) provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones».

(6) Así, el artículo 99 de la LMV tipificaba como infracciones muy graves, tanto «el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores» (letra i) como «el incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 81 de esta Ley sobre las informaciones privilegiadas» (letra o), artículo éste referido precisamente al uso indebido de información privilegiada. A dichas tipificaciones se añadió en 1994 (letra ll) la de «difusión voluntaria, de forma maliciosa, de informaciones o recomendaciones que puedan inducir a error al público en cuanto a la apreciación que merezca determinado valor o la ocultación de circunstancias relevantes que puedan afectar a la imparcialidad de dichas informaciones o recomendaciones».

de diciembre, de adecuación a la Directiva MiFID, modifica también la LMV y crea un capítulo especial de su Título VII para el abuso de mercado.

La regulación actual de esta materia se contiene hoy, fundamentalmente, en el Capítulo II (Abuso de mercado) del Título VII (Normas de conducta) de la LMV y en el ya citado Real Decreto 1333/2005.

3.2. Sujetos obligados

Las normas en materia de abuso de mercado, como no podía ser de otra manera, obligan a todos los que actúan en los mercados de valores. Así el artículo 80 de la LMV dispone que «las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva, los emisores, los analistas y, en general, cuantas personas o entidades realicen, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores, deberán respetar las normas contenidas» en el capítulo correspondiente de la propia LMV.

Por tanto, las normas en materia de abuso de mercado no se aplican sólo a los intermediarios financieros, sino a todos los sujetos que intervienen en los mercados de valores, como los emisores o incluso los inversores individuales (especialmente en este caso respecto de las normas en materia de información privilegiada).

3.3. Normas de conducta

3.3.1. En materia de información privilegiada

a) Concepto de información privilegiada

Conforme al artículo 81.1 de la LMV, se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto⁽⁷⁾ que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de dicha Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública⁽⁸⁾, po-

(7) Considera la Sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de junio de 2008 (JUR\2008\377181) que el conocimiento de la operación, por el oficial de una Notaría en la que se estaban preparando ciertos acuerdos en relación a la inminente formulación de una OPA, se corresponde con una información de carácter concreto, aunque no conociera el precio de la OPA, en cuanto la experiencia viene a demostrar que una información relativa a la formulación de una OPA influye de manera apreciable, en un sentido u otro, en la cotización del valor afectado, al ser habitual esa reacción del mercado cuando se presenta una OPA, comportamiento que un inversor razonable conoce a la vista de los ejemplos de OPAS producidos en casos precedentes.

(8) Sobre el carácter concreto y no público de la específica información en cada caso, *vid.* Sentencias del Tribunal Supremo de 31 de diciembre de 2002 (RJ 2003\1121), de 27 de septiembre de 2011 (RJ\2011\7230) y de la Audiencia Nacional de 7 de octubre de 2002 (JUR 2006\276126), de 25 de noviembre de 2002 (JUR 2006\276016), de 8 de octubre de 2003 (JUR 2004\75073), de 14 de marzo de 2005 (JUR\2006\242578), de 20 de noviembre de 2006 (JUR 2007\30750), de 17 de julio de 2008 (JUR\2008\376880), de 21 de octubre de 2008 (RJCA\2009\36), de 10 de junio de 2009 (JUR 2009\301703), de 13 de abril de 2011 (JUR 2011\130680) y de 20 de junio de 2011 (JUR\2011\223720).

La Sentencia de la Audiencia Nacional de 12 de abril de 2002 (JUR 2003\59443) considera que la correspondiente operación era pública cuando los medios de comunicación transmitían la idea de una elevadísima probabilidad de que

dría influir⁽⁹⁾ o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación. Lo mismo será aplicable a los valores negociables o instrumentos financieros respecto de los cuales se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en un mercado o sistema organizado de contratación.

Por su parte, el artículo 1 del Real Decreto 1333/2005 precisa que, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 81 de la LMV, se entenderá incluida en el concepto de cotización, además de la correspondiente a los valores negociables o instrumentos financieros, la cotización de los instrumentos financieros derivados relacionados con aquéllos.

En cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los valores negociables o instrumentos financieros, también se considerará información privilegiada toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de valores o instrumentos financieros o a uno o a varios valores o instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en la cotización de dichos valores o instrumentos financieros o en la cotización de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos.

Se considerará, sigue diciendo el artículo 1.1 del Real Decreto 1333/2005, que una información puede influir de manera apreciable⁽¹⁰⁾ sobre la cotización cuando dicha información sea la que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión.

Asimismo, se considerará que la información es de carácter concreto si indica una serie de circunstancias que se dan, o pueda esperarse razonablemente que se den, o un hecho que se ha producido, o que pueda esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos sobre los precios de los valores negociables o instrumentos financieros correspondientes o, en su caso, de los instrumentos financieros derivados relacionados con aquéllos.

la operación (una OPA) se produjese. Lo mismo resulta de las Sentencias de la Audiencia Nacional de 29 de junio de 2001 (RJCA 2001\1271) y de 4 de julio del mismo año (JUR\2001\296006).

(9) Este requisito de la posible influencia debe examinarse *a priori*, como señala la Sentencia Spector, de 23 de diciembre de 2009, del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, a la que nos referiremos más adelante. Así, dice la Sentencia, para determinar si una información es privilegiada, no es necesario examinar si su divulgación influyó efectivamente de manera apreciable en la cotización de los instrumentos financieros a los que se refiere.

(10) La Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de abril de 2003 (RJ 2003\5129) se refiere a este criterio, señalando que «*al tratarse de un concepto jurídico indeterminado, será el juzgador, caso por caso, el que haya de decidir si ese impacto se ha producido y en qué medida. En el supuesto de autos, al margen de la trascendencia de la venta de 2.388 acciones, no ofrece duda la importancia de la información de la que era conocedor el recurrente en su condición de Consejero. La posible intervención de BANESTO por el Banco de España era una información de tal magnitud que, de ser publicada, sin duda habría producido una alteración sustancial de la cotización de sus acciones. Con ese conocimiento realiza la venta de los títulos que poseía en aquella entidad, lo que supone una actuación en el mercado de valores en franca ventaja respecto de los demás inversores que carecían de esa información con el grado de certeza que él poseía. Es este desequilibrio el que se trata de evitar con la norma, cuya finalidad no es otra que conseguir un mercado transparente al que todos puedan concurrir en igualdad de condiciones y teniendo a su alcance la misma información de la situación financiera de las entidades cotizadas. No se trata, pues, como argumenta el recurrente, de que la operación preparada o realizada influya de manera apreciable sobre la cotización de los valores, sino de que la información que posee y que le induce a llevar a cabo la indicada operación, de publicarse, produciría el efecto a que se refiere la norma*».

En relación con los instrumentos financieros derivados sobre materias primas se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o a varios de esos instrumentos financieros derivados, que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados.

Se entenderá, conforme al artículo 1.2 del Real Decreto 1333/2005, en todo caso, que los usuarios de los mercados mencionados en el párrafo anterior esperarían recibir información relacionada, directa o indirectamente, con uno o varios instrumentos financieros derivados, cuando esta información:

- a) Se ponga a disposición de los usuarios de estos mercados de forma regular; o
 - b) deba revelarse obligatoriamente en virtud de disposiciones legales o reglamentarias, normas de mercado, contratos o usos del mercado de materias primas subyacentes o del mercado de instrumentos derivados sobre materias primas de que se trate.
- b) Deberes en materia de información privilegiada

Establecida la definición de información privilegiada, las obligaciones que se imponen al respecto son, con arreglo al artículo 81.2. LMV⁽¹¹⁾:

a) *Deber de abstención.* Es quizá la obligación primaria o más importante que se impone en la materia: todo el que disponga de información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, alguna de las conductas siguientes:

- Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros a los que la información se refiera⁽¹²⁾, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera.

Se exceptúa la preparación y realización de las operaciones cuya existencia constituye, en sí misma, la información privilegiada, así como las operaciones que se realicen en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder valores negociables o instrumentos financieros, cuando esta obligación esté contemplada en un acuerdo celebrado antes de que la persona de que se trate esté en posesión de la información privilegiada, u otras operaciones efectuadas de conformidad con la normativa aplicable.

(11) La CNMV publicó en marzo de 2009 una «Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros», contemplando un conjunto de medidas (organizativas, de formación, de salvaguarda y control de la información, de relaciones con terceros, de realización de operaciones y de elaboración de «listas de iniciados») a adoptar por los receptores y transmisores de información privilegiada. Esta guía está disponible en la página web de la CNMV.

(12) Como señala la Sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de julio de 2008 (JUR\2008\376880), «la conducta que se tipifica no es hacer uso de información privilegiada sino incumplir la obligación de realizar cualquier tipo de operación sobre valores negociables sobre los que se disponga (de) información privilegiada y por tanto es suficiente para cometer la infracción que se realice una compra cuando se es poseedor de información privilegiada...». Vid. lo que se dice más adelante en la Sentencia Spector.

- Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.
- Recomendar a un tercero que adquiriera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiriera o ceda basándose en dicha información.

Las prohibiciones derivadas de ese deber de abstención se aplican a cualquier persona que posea información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber⁽¹³⁾, que se trata de esta clase de información.

Sin embargo, y entre otras excepciones que nos interesan menos, tampoco se aplicarán las citadas prohibiciones a las operaciones sobre acciones propias en el marco de programas de recompra efectuadas por los emisores, ni a la estabilización de un valor negociable o instrumento financiero siempre que estas operaciones se realicen en las condiciones que se fijen reglamentariamente.

Por otra parte, señala la Sentencia de la Audiencia Nacional de 20 de junio de 2011 (JUR\2011\223720) que

«(...) tanto por aplicación de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores, como por lo dispuesto en la normativa comunitaria (la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado) y la jurisprudencia dictada en interpretación de esta última por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (específicamente la sentencia Spector dictada el día 23 de diciembre de 2009 en el asunto C45/08) no es un requisito para que se entienda cometida la infracción la prueba de que la información privilegiada determinó la decisión de efectuar la operación examinada, ni la prueba de que el poseedor primario de la información privilegiada era consciente del carácter privilegiado de la información de que disponía.

La sentencia Spector matiza que para concluir si tuvo lugar la infracción de la prohibición por la persona que realizó la actuación con la información privilegiada hay que valorar su actuación a la luz de las finalidades de la Directiva, y en el supuesto de autos, de la Ley del Mercado de Valores. Estos objetivos son la garantía de la integridad de los mercados financieros, el sostenimiento de la confianza de los inversores, garantizándoles que a) estarán en igualdad de condiciones, y b) estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada».

Por su parte, la citada Sentencia Spector de 23 de diciembre de 2009 (asunto 45/08), del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, señala que

- la prohibición de las operaciones con información privilegiada enunciada en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 consiste en garantizar la igualdad entre las partes contractuales que intervienen en una operación bursátil, evitando que uno de ellos,

(13) La Sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de junio de 2008 (JUR\2008\377181) considera que un oficial de una Notaría en la que se está preparando la documentación para una OPA debe saber que se trata de esta clase de información.

poseedor de una información privilegiada que lo sitúa en una posición ventajosa con respecto a los otros inversores, saque provecho de ello en detrimento de la otra parte que desconoce tal información;

- en la exposición de motivos de la propuesta que dio origen a la Directiva 2003/6/CE, la Comisión indicaba así que «el abuso del mercado puede surgir en circunstancias en que los inversores se vean perjudicados irrazonablemente, directa o indirectamente, por personas que [...] hayan utilizado información que no esté públicamente disponible, para su propio provecho o en provecho de otros [...]. Este tipo de conducta puede dar lugar a una apariencia falsa de las operaciones con instrumentos financieros y socavar el principio general de que todos los inversores deben encontrarse en pie de igualdad [...] en cuanto al acceso a la información. Los iniciados poseen información confidencial. Las operaciones basadas en dicha información proporcionan ventajas económicas injustificadas a costa de quienes no poseen dicha información privilegiada». La propuesta de Directiva se basaba por tanto en la voluntad de prohibir a los poseedores de información privilegiada que obtuvieran ventaja de una información privilegiada efectuando una operación de mercado en detrimento de otros participantes en el mercado que no poseen dicha información;
- gracias a su carácter no público y preciso y a su capacidad de influir significativamente en los precios de los instrumentos financieros correspondientes, una información privilegiada proporciona así a su poseedor una ventaja respecto a todos los demás participantes en el mercado que la desconocen. Permite, en efecto, a dicho poseedor de información privilegiada, cuando actúa en consonancia con esta información efectuando una operación de mercado, contar con la obtención de una ventaja económica sin por ello exponerse a los mismos riesgos que los demás participantes en el mercado. Así pues, la característica esencial de la operación con información privilegiada consiste en el hecho de sacar indebidamente provecho de una información en detrimento de terceros que la desconocen y, por consiguiente, menoscabar la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores;
- el hecho de que un poseedor primario de información privilegiada efectúe una operación de mercado con los instrumentos financieros a los que se refiere esta información implica que dicha persona ha «utilizado esta información» en el sentido del artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6, sin perjuicio del respeto del derecho de defensa y, en particular, del derecho a poder destruir esta presunción. No se exige un elemento subjetivo («conocimiento de causa» o conocimiento de que se trata de información privilegiada), que cabe presumir en quien realiza una operación de mercado disponiendo de información privilegiada (sin perjuicio de la admisibilidad de prueba en contrario);
- de hecho, la exposición de motivos de la Directiva 2003/6/CE proporciona varios ejemplos de situaciones en las que, para un poseedor primario de información privilegiada, efectuar una operación de mercado no debiera, de por sí, constituir una «utilización de información privilegiada» en el sentido del artículo 2, apartado 1, de esta Directiva. Y cita el caso del Considerando vigésimonono de la Directiva 2003/6, que precisa que el acceso a la información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición o de una propuesta de fusión «no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada». En

efecto, la operación de una empresa que, después de obtener información privilegiada sobre una sociedad objetivo, consiste en lanzar a continuación una oferta pública de adquisición del capital de esta última a un precio superior al del mercado, no puede en principio considerarse una operación prohibida con información privilegiada puesto que no perjudica los intereses protegidos por dicha Directiva;

- la cuestión de si un poseedor primario de información privilegiada «utiliza esta información» en el sentido del artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6/CE debe determinarse a la luz de la finalidad de dicha Directiva, que consiste en garantizar la integridad de los mercados financieros y en aumentar la confianza de los inversores, confianza que se basa, entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada. Sólo una utilización contraria a esta finalidad constituye una operación prohibida con información privilegiada;
- el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 debe interpretarse en el sentido de que el hecho de que una persona de las citadas en el párrafo segundo de esta disposición, que posea información privilegiada, adquiera o ceda, o intente adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información, implica que esta persona ha «utilizado esta información» en el sentido de dicha disposición, sin perjuicio del respeto del derecho de defensa y, en particular, del derecho a poder destruir esta presunción. La cuestión de si dicha persona infringió la prohibición de operaciones con información privilegiada debe analizarse a la luz de la finalidad de esta Directiva, que es la de garantizar la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores, que se basa, entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada;
- de conformidad con la finalidad de la Directiva 2003/6/CE, esta capacidad de influir de manera apreciable en la cotización debe apreciarse, *a priori*, a la luz del contenido de la información de que se trate y del contexto en el que se inscriba. Así pues, para determinar si una información es privilegiada, no es necesario examinar si su divulgación influyó efectivamente de manera apreciable en la cotización de los instrumentos financieros a los que se refiere.

b) *Deber de salvaguarda de la información y de colaboración con las autoridades.* Asimismo, y además de ese deber de abstención, todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que posea información privilegiada, tiene, conforme al artículo 81.4 LMV, la obligación de salvaguardarla, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales y administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. Por lo tanto, adoptarán las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal y, en su caso, tomarán de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado⁽¹⁴⁾.

(14) Sobre el deber de salvaguarda, *vid.* Sentencia de la Audiencia Nacional de 19 de abril de 2002 (RJCA\2003\250).

c) *Deberes especiales de las entidades que presten servicios de inversión o de asesoramiento de inversión.* Según dispone el artículo 83.1 LMV, todas las entidades o grupos de entidades que presten servicios de inversión, y las demás entidades que actúen o presten servicios de asesoramiento de inversión en los mercados de valores, tienen la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores y, asimismo, se eviten conflictos de interés.

En particular, estas entidades están obligadas a:

- a) Establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas. En particular, deberán constituirse en áreas separadas, al menos, cada uno de los departamentos que desarrollen las actividades de gestión de cartera propia, gestión de cartera ajena y análisis.
- b) Establecer adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas⁽¹⁵⁾.
- c) Definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada.
- d) Elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información.

d) *Deberes especiales de las entidades y grupos que difundan informes o recomendaciones.* Conforme al artículo 83.2. LMV, todas las entidades y grupos de entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados deberán comportarse de forma leal e imparcial, dejando constancia en lugar destacado en sus informes, publicaciones o recomendaciones de las vinculaciones relevantes, incluidas las relaciones comerciales, y de la participación estable que la entidad o el grupo mantenga o vaya a mantener con la empresa objeto del análisis, así como que el documento no constituye una oferta de venta o suscripción de valores.

e) *Obligaciones de los emisores de valores.* Los emisores de valores, durante las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera que pueda influir de manera apreciable en la cotización de los valores o instrumentos financieros afectados, tienen, conforme al artículo 83 bis LMV, la obligación de:

- a) Limitar el conocimiento de la información estrictamente a aquellas personas, internas o externas a la organización, a las que sea imprescindible.
- b) Llevar, para cada operación, un registro documental en el que consten los nombres de las personas a que se refiere el apartado anterior y la fecha en que cada una de ellas ha conocido la información.

(15) *Vid.* Sentencias de la Audiencia Nacional de 6 y 18 de julio de 2007 (JUR\2007\276159) y de 20 de septiembre de 2007 (JUR\2007\339996).

- c) Advertir expresamente a las personas incluidas en el registro del carácter de la información y de su deber de confidencialidad y de la prohibición de su uso.
- d) Establecer medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información.
- e) Vigilar la evolución en el mercado de los valores por ellos emitidos y las noticias que los difusores profesionales de información económica y los medios de divulgación emitan y les pudieran afectar.
- f) En el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados y existan indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, difundir de inmediato un hecho relevante que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso o que contenga un avance de la información a suministrar, todo ello sin perjuicio de lo establecido en el artículo 82.4 de la propia LMV.

Asimismo, los emisores de valores están obligados a someter la realización de operaciones sobre sus propias acciones o instrumentos financieros a ellos referenciados a medidas que eviten que las decisiones de inversión o desinversión puedan verse afectadas por el conocimiento de información privilegiada.

Los emisores tienen igualmente la obligación de someter a los miembros de su órgano de administración, a los directivos tal y como éstos se definan reglamentariamente, y al personal integrado en las áreas relacionadas con las actividades del mercado de valores a medidas que impidan el uso de información privilegiada sobre los valores e instrumentos financieros emitidos por la propia entidad u otras de su grupo.

3.3.2. *En materia de manipulación de cotizaciones*

Toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios (artículo 83 ter.1 LMV).

Como tales se entenderán las siguientes:

- a) Las operaciones u órdenes:
 - Que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros.
 - Que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial⁽¹⁶⁾, a menos que la persona que hubiese efectuado las

(16) Hemos de hacer aquí referencia a la reciente Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 7 de julio de 2011, que resolvió una cuestión prejudicial que le fue elevada por un Tribunal holandés para que dilucidara si el art. 1.2.a, segundo guión, de la Directiva 2003/6/CE debía interpretarse en el sentido de que, para que pueda considerarse que el precio de uno o varios instrumentos financieros se ha fijado en un nivel anormal o artificial, se exige

operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.

- b) Operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.
- c) Difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional dicha divulgación de información se evaluará teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información.

Conforme al artículo 2 del Real Decreto 1333/2005, se considerarán prácticas que falseen la libre formación de los precios, es decir, que constituyen manipulación de mercado, a los efectos del artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, entre otros, los siguientes comportamientos:

- a) La actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un valor o instrumento financiero con el resultado de la fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones no equitativas de negociación.
- b) La venta o la compra de un valor o instrumento financiero en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre.
- c) Aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un valor o instrumento financiero o, de modo indirecto, sobre su emisor, después de haber tomado posiciones sobre ese valor o instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho valor o instrumento financiero, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de interés a la opinión pública de manera adecuada y efectiva. En el caso de los periodistas que actúen a título profesional les será de aplicación lo dispuesto en el artículo 83 ter.1.c) de la Ley 24/1988, de 28 de julio.

que ese precio se mantuviera en un nivel anormal o artificial más allá de un determinado período de tiempo (en el caso de autos, esa duración fue de apenas un segundo). A esta cuestión respondió el Tribunal comunitario indicando que *«dicho artículo debe interpretarse en el sentido de que, para que pueda considerarse que el precio de uno o varios instrumentos financieros se ha fijado en un nivel anormal o artificial, el mismo no exige que ese precio se mantenga en un nivel anormal o artificial más allá de un determinado período de tiempo»*.

El propio Real Decreto 1333/2005 habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer una relación y descripción no exhaustiva de otras prácticas concretas contrarias a la libre formación de precios⁽¹⁷⁾.

A su vez, el artículo 3 del mismo Real Decreto 1333/2005 establece una serie de indicios para determinar si una conducta constituye o no una práctica que falsee la libre formación de precios, es decir, manipulación de mercado, sin perjuicio de aquellos otros que, en el futuro, mediante circular, aquélla pudiera añadir, en el momento en el que la propia CNMV o los miembros o participantes en el mercado examinen las operaciones u órdenes de negociar. En cualquier caso, los indicios no podrán considerarse por sí mismos constitutivos de manipulación de mercado.

Así, y en relación con lo dispuesto en el artículo 83 ter.1.a) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, la CNMV y los operadores de mercado tendrán en cuenta, al menos, los siguientes indicios cuando examinen las operaciones u órdenes de negociar⁽¹⁸⁾:

(17) El 24 de julio de 2008, en el marco de la llamada «Iniciativa contra el Abuso de Mercado» (ICAM), la CNMV publicó una relación no exhaustiva de operaciones sospechosas de abuso de mercado, tanto de información privilegiada como de manipulación del mercado (<<http://www.cnmv.es/cnmvdiadecetes/BCOS.pdf>>). También el CESR (Committee of European Securities Regulators) publicó una relación de prácticas que podrían ser constitutivas de manipulación de mercado (<www.esma.europa.eu/system/files/04_505b.pdf>).

Con anterioridad, se refirieron a esta materia las llamadas «Cartas Circulares» del Presidente de la CNMV 5/1997 (sobre prohibición de provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones), 5/1998 (sobre prohibición de provocar una evolución artificial y prohibición de falsear la libre formación de precios al cierre de la sesión) y 12/1998 (sobre criterios para la gestión de órdenes de autocartera en el mercado).

(18) Vid. Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2006 (JUR 2006\140223), según la cual:

«(...) en cualquier caso el escaso porcentaje del mercado sobre el que se actuó en absoluto desvirtúan las operaciones concretas que la recurrente realizó sobre las acciones de BEFESA, con las características concretas que han quedado puestas de manifiesto a lo largo de la tramitación del expediente sancionador y que minuciosamente se recogen en las resoluciones administrativas impugnadas, a saber, la posición dominante sobre la demanda del valor, la realización de operaciones de compra ordenadas a precios crecientes respecto de las cruzadas en mercado en momentos inmediatamente anteriores, la intervención en momentos concretos de la negociación —subastas de apertura y cierre— especialmente relevantes a efectos de la determinación de precios de referencia así como, finalmente, la inversión de la tendencia bajista del mercado en el periodo considerado, operaciones que, en definitiva, fueron consideradas correctamente constitutivas de haber falseado la libre formación del precio del valor al haber asegurado el mismo en un nivel anormal o artificial.

Al respecto resulta especialmente significativo junto al incremento del volumen de compras por parte de la actora con respecto a lo que venía siendo su operativa anterior, el que de una parte la intervención de SIEMA en la negociación del valor de BEFESA fue ciertamente activa, si se tiene en cuenta de las ocho sesiones que comprende el periodo relevante (2 a 12 de diciembre de 2002) que SIEMA realizó compras en siete de dichas sesiones acaparando el 76,76% del total de los títulos negociados en esas siete sesiones. Y, de otra parte, que las compras de acciones de BEFESA por parte de SIEMA se realizaron a precios crecientes respecto de las posiciones vendedoras preexistentes, estando plenamente acreditado en el expediente administrativo que, en el periodo relevante, de las 51 operaciones que supusieron un incremento de precio respecto a la inmediatamente anterior, en 32 de ellas (el 63%) el comprador fue precisamente SIEMA».

Sobre la posibilidad de incurrir en manipulación de mercado mediante operaciones de autocartera, la propia Sentencia [en términos similares se pronuncia la Sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de marzo de 2006 (JUR\2006\117994)] señala que:

«Como la Sala ha recordado en otras ocasiones (por todas y entre las más recientes SAN de 17 de enero de 2006 [nos parece que la fecha de esta Sentencia es en realidad 24 de enero de 2006 (JUR\2006\120647)], recaída en el recurso n.º 447/2004) es cierto que el precepto que se acaba de transcribir, y a cuya luz debe analizarse la legitimidad de la operativa de autocartera llevada a cabo en este caso, no prohíbe la adquisición de acciones pro-

- a) En qué medida las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones del valor o instrumento financiero de que se trate en el mercado regulado correspondiente, en especial cuando las órdenes dadas o las operaciones realizadas producen un cambio significativo en el precio del instrumento financiero.
- b) Si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas por personas con una posición significativa de compra o venta en valores o instrumentos financieros producen cambios significativos en su cotización o en el precio del instrumento financiero derivado o subyacente relacionado, admitido a negociación en un mercado regulado.
- c) En qué medida las operaciones realizadas, bien entre personas o entidades que actúen una por cuenta de otra, bien entre personas o entidades que actúen por cuenta de una misma persona o entidad, o bien realizadas por personas que actúen por cuenta de otra, no producen ningún cambio en el titular de la propiedad del valor o instrumento financiero, admitido a negociación en un mercado regulado.
- d) Cuando las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas incluyen revocaciones de posición en un período corto y representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones del respectivo valor o instrumento financiero en el correspondiente mercado regulado, y podrían estar asociadas con cambios

pias dentro de unos volúmenes razonables, a precios reales y, por supuesto, respetando la tendencia del mercado; ni tampoco un tal comportamiento podría incluirse entre los que se han considerado como prácticas manipuladoras por la normativa más arriba citada cuando se trate de operaciones que pueden obedecer al lícito interés del emisor por facilitar a los inversores unos volúmenes adecuados de liquidez y profundidad del valor así como minimizar los posibles desequilibrios temporales que puedan existir entre la oferta y la demanda o simplemente al deseo de adquirir un paquete de acciones para posteriormente amortizarlo, canjearlo o venderlo a un determinado inversor en el mercado. Pero no es menos cierto que, por un lado, las operaciones sobre acciones propias realizadas por las sociedades cotizadas pueden resultar un instrumento apto o un medio eficaz para falsear su cotización en los mercados de valores, y, por otro, la presencia activa del emisor en la negociación de sus propias acciones puede plantear un conflicto de intereses con el resto de los partícipes en el mercado, bien por el uso de información privilegiada, bien por artificios en la cotización de los valores, bien por operaciones que directamente incidan en la formación de los precios por terceros negociadores o bien, en fin, por el efecto inducción que sobre tales precios pueda tener una compra masiva de las propias acciones. Y al objeto de evitar tales nocivas consecuencias es por lo que existen limitaciones normativas a la actuación precisamente para marcar la diferencia entre una intervención en el mercado con acciones propias (dentro de unos volúmenes razonables, siguiendo la tendencia libremente marcada en cuanto a los precios por el propio mercado y con absoluta transparencia de las operaciones que en él se realicen) de aquellas otras actuaciones encaminadas a alterar la cotización de las acciones propias que constituyen prácticas de conducta sancionables.

Y es dentro de esas últimas prácticas reprobables donde se incardina la conducta de la actora que ha sido correctamente subsumida en el tipo infractor imputado. En efecto, las conductas prohibidas por el art. 83 ter LMV se refieren claramente a la manipulación de mercados, y si bien es cierto que en ocasiones pueden producirse dificultades para deslindar operativas de mercado fácilmente lícitas de las que no lo son, lo cierto es que la conducta aparece configurada objetivamente y su realización, con independencia de la intención o finalidad perseguida con la misma, es lo que constituye la infracción administrativa cuando, como es el caso, las operaciones realizadas por los actores fueron objetivamente idóneas para fijar el precio del valor en un nivel anormal o artificial, esto es, formado fuera del libre juego de la oferta y la demanda de terceros ajenos a la propia sociedad emisora o su accionista de control; y todo ello en virtud de la realización de los hechos anteriormente descritos con in modo alguno han sido desvirtuados por los actores ni tampoco contradichos en el informe aportado con la demanda sobre el comportamiento de las acciones de BEFESA durante el periodo relevante cuyas conclusiones no pasan de ser meras afirmaciones subjetivas o de parte y carentes de cualquier otro refrendo objetivo e imparcial en este proceso».

significativos en el precio de un valor o instrumento financiero admitido a negociación en un mercado regulado.

- e) En qué medida las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas se concentran en un período de tiempo corto en la sesión de negociación y producen un cambio de precios que se invierte posteriormente.
- f) Si las órdenes de negociar dadas cambian el mejor precio de demanda u oferta de un valor o instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado, o en general, la configuración de la cartera de órdenes disponible para los operadores del mercado, y se retiran antes de ser ejecutadas.
- g) Cuando las órdenes de negociar se dan o las operaciones se realizan en el momento específico, o en torno a él, en el que los precios de referencia, los precios de liquidación y las valoraciones se calculan y provocan cambios en las cotizaciones que tienen un efecto en dichos precios y valoraciones.

Asimismo, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 83 ter 1.b) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, la CNMV y los operadores de mercado tendrán en cuenta, al menos, los siguientes indicios cuando examinen las operaciones u órdenes de negociar:

- a) Si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas por determinadas personas van precedidas o seguidas por la divulgación de información falsa o engañosa por las mismas personas u otras que tengan vinculación con ellas.
- b) Si las órdenes de negociar son dadas o las operaciones realizadas por determinadas personas, antes o después de que dichas personas, u otras que tengan vinculación con ellas, elaboren o difundan análisis o recomendaciones de inversión que sean erróneas, interesadas o que pueda demostrarse que están influidas por un interés relevante.

3.3.3. *Comunicación de operaciones sospechosas*

Las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existen indicios razonables para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios (artículo 83 quater)⁽¹⁹⁾.

Serán entidades obligadas a comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito españolas, incluidas las filiales de entidades extranjeras, así como las sucursales de empresas de servicios de inversión o entidades de crédito no comunitarias. En su caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores remitirá la comunicación de operación sospechosa a la autoridad supervisora del Estado miembro en el que radique el mercado en el que se haya realizado tal operación.

La entidades que comuniquen operaciones sospechosas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores estarán obligadas a guardar silencio sobre dicha comunicación, salvo,

(19) Según el Informe Anual 2010 de la CNMV, el número de operaciones sospechosas comunicadas en dicho año superó la centena, siendo el 75% relativas a información privilegiada.

en su caso, lo dispuesto en las disposiciones legales vigentes. En cualquier caso, la comunicación de buena fe no podrá implicar responsabilidad de ninguna clase ni supondrá violación de las prohibiciones de revelación de información en virtud de contratos o de disposiciones legales, reglamentarias o administrativas.

3.4. Tipos infractores

Hasta la Ley 37/1988, las tipificaciones contenidas en la LMV en la materia eran todas relativas a «infracciones muy graves», contemplándose en dicha Ley la existencia de infracciones graves en materia de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios (cuando no tenga la consideración de infracción muy grave) y de información privilegiada (cuando los beneficios obtenidos por el infractor sean de escasa importancia). La regulación actual mantiene la doble graduación, en los términos que a continuación expondremos.

3.4.1. Infracciones muy graves

Varias son las tipificaciones contenidas como infracciones muy graves que pueden ser aplicables en materia de abuso de mercado:

3.4.1.1. Información privilegiada

a) *Incumplimiento del deber de abstención.* La letra o) del artículo 99 de la LMV tipifica como infracción muy grave «*el incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81.2 de la presente Ley, cuando el volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción sea relevante o el infractor haya tenido conocimiento de la información por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control del emisor, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los artículos 83 y 83 bis de esta Ley*».

Varios comentarios debemos hacer aquí respecto de esta tipificación:

- la conducta tipificada es el incumplimiento de las obligaciones del artículo 81.2. LMV, esto es, de la obligación de abstención de (i) preparar o realizar operaciones con información privilegiada; (ii) comunicar la información a terceros; (iii) recomendar a un tercero que adquiera o ceda los valores afectados. Es decir, se trata del incumplimiento de cualquiera de esas obligaciones, que constituyen el núcleo esencial de la normativa en la materia;
- condiciones para la cualificación de la infracción como «muy grave»: por razón de la cuantía de los recursos empleados («*cuando el volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción sea relevante*») o por razón de la condición del infractor (cuando «*el infractor haya tenido conocimiento de la información por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control del emisor, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los ar-*

títulos 83 y 83 bis de esta Ley). Es decir, en estos supuestos de cualificación personal del infractor, entendemos que la infracción será siempre muy grave con independencia de su cuantía (salvo que la actuación sea constitutiva de delito, naturalmente);

- por razón de la cuantía (y salvo en los supuestos en que se trata de una infracción cualificada por la condición del infractor), la infracción muy grave debe ser deslindada tanto de la conducta constitutiva de delito (cuando el beneficio obtenido sea superior a 600.000 euros) como de la constitutiva de infracción grave (*a sensu contrario* de la infracción muy grave, cuando el volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción no sea relevante). No se define en este punto cuál es el umbral de relevancia, a efectos del adecuado deslinde entre la infracción grave y la muy grave y habrá de estarse al criterio de la CNMV y en su caso al de los Tribunales contencioso-administrativos⁽²⁰⁾.

b) *Incumplimiento del deber de adoptar medidas preventivas*. La letra o) bis del artículo 99 tipifica también como infracción muy grave «*el incumplimiento de la obligación de adoptar las medidas preventivas establecidas en los artículos 81.4, 83 y 83 bis de esta Ley, cuando dicho incumplimiento haya tenido lugar con ocasión de una concreta operación constitutiva de información privilegiada de acuerdo con lo previsto en el artículo 81 de la misma*».

Se trata, por tanto, de reforzar la obligatoriedad de la conducta que podríamos considerar la obligación «secundaria» en materia de información privilegiada, esto es, las de adoptar las medidas preventivas que la LMV establece, tanto para todo aquel que disponga de información privilegiada (artículo 81.4), como para las empresas que prestan servicios de inversión y de asesoramiento financiero o difundan informes o recomendaciones (artículo 83) y los emisores (artículo 83 bis).

Entrarían dentro de esta tipificación la no adopción de la medida de establecimiento de murallas chinas cuando proceda o la no elaboración y mantenimiento de listas de iniciados, cuando resulten exigibles.

En todo caso, no se sanciona como muy grave en esta letra la no existencia en abstracto de los correspondientes procedimientos o medidas, sino el incumplimiento de la obligación «*con ocasión de una concreta operación constitutiva de información privilegiada*».

3.4.1.2. Manipulación de cotizaciones

Ya dijimos que el artículo 83 ter de la LMV establece una obligación general de no realización de prácticas que alteren la libre formación de los precios y que detalla un conjunto de actuaciones que se entiende falsean dicha libre formación. Pues bien, el artículo 99.i) tipifica como infracción muy grave «*el incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la presente Ley, cuando produzca una alteración significativa de la cotización*».

De nuevo varios comentarios debemos hacer respecto de esta tipificación:

(20) La Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de abril de 2003 (RJ 2003\5129), en relación al criterio anteriormente vigente sobre la relevancia del beneficio obtenido, consideró que un beneficio de 3.056.640 pesetas era de escasa relevancia.

- el primero se refiere a la descripción de las conductas tipificadas: ¿es infracción toda práctica que altere la libre formación de los precios o sólo las concretas prácticas que enumera el artículo 83.ter? A nuestro juicio, no es necesario que se trate de las concretas prácticas que enumera el artículo 83.ter, sino que basta que la práctica encaje en el concepto amplio de «práctica que falsee la libre formación de los precios», y ello porque la lista de prácticas que se citan es meramente enunciativa y la prohibición se establece en todo caso con carácter general. Adicionalmente, el propio artículo 83 ter faculta al Ministro de Economía y a la CNMV para desarrollar una relación no exhaustiva de las prácticas contrarias a la libre formación de los precios;
- el segundo, sobre la finalidad de la actuación, no es necesario que la práctica persiga falsear la libre formación de los precios, sino que basta que en efecto la altere⁽²¹⁾;
- el tercero se refiere al grado de consumación exigible para la calificación de la infracción, esto es, si es necesaria la consumación o podría sancionarse en régimen de tentativa. En esta concreta infracción parecería que se está contemplando el grado de tentativa, pues se tipifica como infracción el incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter y entre otras obligaciones este artículo establece la de abstenerse de «preparar» o «realizar» prácticas que falseen la libre formación de los precios. Por tanto, la sola preparación incluso sin consumación de tales prácticas constituiría un incumplimiento de la obligación y podría por tanto parecer sancionable, pero por otra parte el tipo exige que se produzca una «alteración significativa de la cotización», lo que conduce a pensar que sólo se tipifica como infracción muy grave la conducta plenamente consumada;
- el cuarto, que la cualificación requerida para la consideración de la infracción como muy grave (que produzca una alteración significativa de la cotización) responde a un concepto jurídico indeterminado, por lo que habrá de estarse al criterio razonado de la CNMV en su aplicación y, en su caso, al de los Tribunales contencioso-administrativos;

(21) La redacción original de la LMV tipificaba «el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores». Esa «dirección al falseamiento de la libre formación de los precios» parecía exigir un mínimo de voluntad o consciencia a tal fin por el autor de la infracción. La Sentencia de 17 de marzo de 2006 (JUR2006\117993), no obstante, interpretaba que «No todos los argumentos referidos a la interpretación de aquel artículo 99 i) pueden ser compartidos. Ciertamente es que tal precepto tipifica como infracción muy grave “el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores”. Pero tal tenor literal, y más en concreto el vocablo “dirigidas”: a) no impide, desde luego, apreciar aquella infracción en presencia de cualesquiera de las clases de “dolo” conocidas en la dogmática penal, ni, por tanto, en presencia de un dolo eventual, en el que, siendo otra la finalidad última perseguida, el autor se representa como cierta la producción del resultado prohibido en la norma y lo acepta; y b) ni tampoco debe impedirlo en presencia de una culpa consciente, en la que el autor, por la idoneidad objetiva de las prácticas para producir aquel resultado, es consciente de la probabilidad de su producción y no renuncia, pese a ello, a su realización, en la esperanza de que el resultado no llegue a producirse. Esta segunda afirmación puede ser más cuestionable, pero la singular cualificación de las personas físicas que administran o dirigen las entidades de que se trata, lleva a presumir que su preparación les permite detectar las consecuencias probables de las prácticas que tales entidades desarrollen, haciéndolas responsables, tanto si aceptan la producción de tales consecuencias, como si no adoptan las prevenciones necesarias para evitarlas, en el caso de que tales prácticas sean objetivamente idóneas para producirlos. La extraordinaria importancia que para la economía en su conjunto y para los inversores en singular tiene el objetivo de que no se falsee la libre formación de los precios en el mercado de valores, junto a aquella cualificación, permite interpretar el vocablo “dirigidas” en directa relación con las “prácticas”, en el sentido de ser bastante, en presencia de esa segunda modalidad del elemento subjetivo de la culpabilidad, la idoneidad de las prácticas para producir el resultado que la norma quiere evitar».

— y el quinto, que la conducta de difusión de información falsa o engañosa que pueda alterar la libre formación de los precios (a la que se refiere la tercera de las obligaciones del artículo 83 ter) contempla específicamente su posible comisión por personas que ejercen el periodismo. Sin duda este supuesto sería problemático en su aplicación práctica, teniendo en cuenta la libertad de información que contempla el artículo 20 de la Constitución (si bien hay que tener en cuenta que dicho artículo protege el derecho a comunicar información *veraz*) y el difícil deslinde entre información y opinión.

3.4.2. *Infracciones graves*

3.4.2.1. Información privilegiada

Varias son las tipificaciones existentes en la actualidad como infracciones graves en materia de información privilegiada:

a) *Incumplimiento del deber de abstención.* El artículo 100 letra x) tipifica como infracción grave «*el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 81 y 82 de esta Ley, cuando no constituya infracción muy grave con arreglo a lo previsto en el artículo anterior*».

Como se dijo, hasta la Ley 37/1988, las infracciones por incumplimiento de las obligaciones en materia de información privilegiada eran siempre muy graves, contemplando dicha Ley esta tipificación grave cuando el beneficio obtenido fuera de escasa relevancia.

El deslinde actual entre la infracción muy grave y grave es en este momento algo diferente, pues ya no se atiende a la magnitud del beneficio obtenido sino, como antes se dijo, a la eventual relevancia del volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción.

En todo caso, que el monto del beneficio obtenido sea escaso no impide la existencia de la infracción y, por ende, su sanción⁽²²⁾.

b) *Incumplimiento de la obligación de comunicar operaciones sospechosas en materia de abuso de mercado.* Por su parte, el artículo 100 x bis) de la LMV tipifica como infracción grave «*el incumplimiento de la obligación de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de operaciones sospechosas de constituir abuso de mercado, establecida en el artículo 83 quáter de esta Ley*».

Esta es una infracción cualificada por razón del sujeto en tanto que dicha obligación de información recae sobre las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito españolas, incluidas las filiales de entidades extranjeras, así como las sucursales de empresas de servicios de inversión o entidades de crédito no comunitarias.

c) *Incumplimientos de menor gravedad de las obligaciones preventivas en la materia.* También dijimos anteriormente que el incumplimiento de las obligaciones preventivas

(22) *Vid.* Sentencia de 20 de junio de 2011 (JUR/2011/223720), según la cual «*Por lo tanto son irrelevantes, en contra de lo alegado por la parte actora, circunstancias como el que denomina "escaso" monto del beneficio obtenido comparando el precio al que se efectuó la adquisición de las acciones con el precio de la cotización el día 2 de enero de 2006, ni si tuvo o no influencia en la cotización de la acción*».

que se imponen a determinados sujetos por determinados artículos (81.4, 83 y 83 bis) de la LMV se tipifican como muy graves en el artículo 99.o) bis. Sin embargo, cuando las correspondientes medidas se han adoptado pero «de forma insuficiente», la infracción existente será grave, tipificada en el artículo 100.x) ter⁽²³⁾.

3.4.2.2. Manipulación de cotizaciones

En materia de prácticas que falseen la libre formación de los precios, la infracción muy grave se tipifica en el artículo 99 i) cuando «produzca una alteración significativa de la cotización».

Por exclusión, cuando esa alteración no sea «significativa» estaremos en la infracción grave del artículo 100.w) de la LMV.

Dado que la descripción de la conducta es la misma que la realizada respecto de la infracción muy grave («incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la LMV), las mismas consideraciones hechas respecto de la infracción grave pueden darse aquí por reproducidas, salvo lo relativo a la —aquí sí posible— sanción por la infracción en grado de tentativa. Simplemente debe reiterarse aquí que el concepto de «alteración significativa de la cotización» es un concepto jurídico indeterminado y que habrán de ser la CNMV y los tribunales contencioso-administrativos⁽²⁴⁾ los que definan cuándo existe y cuándo no existe esa alteración significativa, probablemente en atención a su «porcentaje de alteración» y a su «duración».

3.5. Sanciones. Posible responsabilidad de administradores en caso de personas jurídicas

Como hemos dicho anteriormente, las infracciones en materia de abuso de mercado pueden constituir normalmente, según las circunstancias concurrentes, infracciones muy graves o graves.

En el caso de infracciones muy graves, podrá imponerse al infractor una o más de las sanciones tipificadas en el artículo 102 de la LMV, esto es:

- a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cantidades: el quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 5 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 600.000 euros.
- b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a cinco años.
- c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por un plazo no superior a cinco años.

(23) *Vid.* Sentencia de la Audiencia Nacional de 30 de marzo de 2010 (JUR\2010\143887)

(24) *Vid.* Sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de marzo de 2006 (JUR 2006\117993).

- d) Exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado secundario o en un sistema multilateral de negociación.
- e) Revocación de la autorización cuando se trate de empresas de servicios de inversión, Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública o de otras entidades inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si se trata de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, esta sanción de revocación se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español.
- f) Suspensión en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera por plazo no superior a cinco años.
- g) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.
- h) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en cualquier entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad de las previstas en el artículo 84.1 y 84.2.b) y e) por plazo no superior a diez años.

Ahora bien, cuando se trate de la infracción prevista en la letra o) del artículo 99 (esto es, el caso de la infracción que consideramos «principal» en materia de información privilegiada), se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado a) anterior (es decir, multa), sin que la multa pueda ser inferior a 30.000 euros y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o e) de este artículo, según proceda por la condición del infractor. La LMV ha querido establecer un criterio especialmente duro en el caso de las infracciones muy graves «primarias» o principales en materia de información privilegiada, estableciendo necesariamente una multa de cuantía no inferior a 30.000 euros más otra posible sanción en función de la condición del infractor.

En el caso de que se trate de infracciones graves, el artículo 103 prevé que se imponga al infractor una o más de las siguientes sanciones:

- a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el doble del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 2 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 300.000 euros.
- b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a un año.
- c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por plazo no superior a un año.
- d) Suspensión por plazo no superior a un año en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera.

Las sanciones por infracciones graves serán publicadas en el «Boletín Oficial del Estado» una vez sean firmes en la vía administrativa.

Por la misma razón indicada anteriormente respecto de las infracciones muy graves relativas al incumplimiento de la obligación primaria en materia de información privilegiada, también la LMV ha querido establecer aquí que cuando se trate de la infracción prevista en la letra x) del artículo 100, en relación con el incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81, se impondrá en todo caso la sanción recogida en la letra a) anterior del presente artículo y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b) o c) del mismo precepto, sin que la multa que, en su caso, se imponga, pueda ser inferior a 12.000 euros.

Las sanciones se imponen en principio al infractor, sea persona física o jurídica. Sin embargo, en el caso de las infracciones muy graves o graves, se prevé también en los artículos 105 y 106 de la LMV que, cuando el infractor sea persona jurídica, se pueda adicionalmente imponer sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma sean personalmente responsables de la infracción⁽²⁵⁾.

3.6. Problemática del régimen sancionador administrativo en materia de abuso de mercado

Hemos venido exponiendo en las líneas que preceden el régimen administrativo sancionador en materia de abuso de mercado y, a lo largo de la exposición, algunos de los problemas que plantea dicha normativa. Seguidamente queremos exponer algunos otros problemas que se plantean en la materia.

3.6.1. Non bis in idem

Como es sabido y seguidamente veremos al analizar los tipos penales, uno de los problemas que se plantean en la materia es que los hechos constitutivos de abuso de mercado pueden tener reproche tanto en vía administrativa como penal.

Y por ello pueden resultar afectados por el principio de *non bis in idem*. Las consecuencias de ello son varias:

a) *Preferencia del orden penal.* Conforme al artículo 7 apartados 1 y 2 del Reglamento para el ejercicio de la potestad sancionadora, aprobado por Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, «en cualquier momento del procedimiento sancionador en que los órganos competentes estimen que los hechos también pudieran ser constitutivos de ilícito penal, lo comunicarán al Ministerio Fiscal, solicitándole testimonio sobre las actuaciones practicadas respecto de la comunicación. En estos supuestos, así como cuando los órganos competentes tengan conocimiento de que se está desarrollando un proceso penal sobre los mismos hechos, solicitarán del órgano judicial comunicación sobre las actuaciones adoptadas. Recibida la comunicación, y si se estima que existe identidad de sujeto, hecho y fundamento entre la infracción administrativa y la infracción penal que pudiera corres-

(25) Sobre el tema de la responsabilidad de los administradores de una persona jurídica infractora, conjunta con la de esta misma, *vid.* MAYOR MENÉNDEZ, P., «Sobre la responsabilidad conjunta de las personas jurídicas y sus administradores en el Derecho administrativo sancionador (especial referencia al Mercado de Valores)», *Revista Española de Derecho Administrativo*, núm. 87, julio/septiembre de 1995.

ponder, el órgano competente para la resolución del procedimiento acordará su suspensión hasta que recaiga resolución judicial».

b) *Vinculación a los hechos probados en vía penal.* Por su parte el apartado 3 del mismo artículo 7 dispone que, «*En todo caso, los hechos declarados probados por resolución judicial penal firme vinculan a los órganos administrativos respecto de los procedimientos sancionadores que sustancien*».

c) *Imposibilidad de doble sanción.* Como señala el artículo 133 de la Ley 30/1992 «*no podrán sancionarse los hechos que hayan sido sancionados penal o administrativamente, en los casos en que se aprecie identidad del sujeto, hecho y fundamento*». También señala el artículo 5 del Reglamento para el ejercicio de la potestad sancionadora que «*el órgano competente resolverá la no exigibilidad de responsabilidad administrativa en cualquier momento de la instrucción de los procedimientos sancionadores en que quede acreditado que ha recaído sanción penal o administrativa sobre los mismos hechos, siempre que concurra, además, identidad de sujeto y fundamento*».

Estas tres consecuencias aparecen recogidas, con matices, en el artículo 96 de la LMV, que dispone que «*El ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere la presente Ley será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal. No obstante, cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta Ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento*».

Y decimos «con matices» porque del mismo parecen resultar aplicables las dos primeras consecuencias antes citadas (preferencia del orden penal y vinculación a los hechos declarados probados en dicha vía). Sin embargo, parece considerar admisible la doble sanción penal y administrativa. No obstante, habrá que entender que esa dualidad de sanciones, conforme a la doctrina del Tribunal Constitucional, sólo será predicable cuando no exista identidad de sujeto, hecho y fundamento jurídico. Creemos que en los supuestos de abuso de mercado, la tipificación administrativa y penal tiene un mismo fundamento jurídico y por tanto no debería ser posible la doble sanción.

Lo que sí parece posible es que hechos relacionados puedan constituir ilícito en materia de información privilegiada y en materia de manipulación de cotizaciones, y ahí los bienes jurídicos serían distintos y podría ser admisible la doble sanción [*vid.* Sentencias del Tribunal Supremo de 31 de diciembre de 2002 (RJ 2003\1121) y de 23 de octubre de 1995 (RJ 1995\7904)].

3.6.2. *Dificultades de prueba: los requisitos de la prueba indiciaria*

Otro de los problemas que se plantean en la posible sanción de conductas constitutivas de abuso de mercado es el de la dificultad de prueba suficiente para desvirtuar la presunción de inocencia consagrada en el artículo 24 de la Constitución. Y es que, en estos

supuestos, la prueba plena será en muchos casos difícil de obtener y habrá de acudir a la prueba indiciaria⁽²⁶⁾.

La admisibilidad de la prueba de indicios en materia sancionadora y, en particular que este tipo de infracciones ha sido reconocida en numerosas Sentencias, como la del Tribunal Supremo de 31 de diciembre de 2002 (RJ 2003\1121), según la cual, citando su propia Sentencia de marzo de 2000 (RJ 2000\7048):

«[...] el derecho a la presunción de inocencia no se opone a que la convicción judicial en un proceso pueda formarse sobre la base de una prueba indiciaria; pero para que esta prueba pueda desvirtuar dicha presunción debe satisfacer las siguientes exigencias constitucionales: los indicios han de estar plenamente probados —no puede tratarse de meras sospechas— y se debe explicitar el razonamiento en virtud del cual, partiendo de los indicios probados, ha llegado a la conclusión de que el imputado realizó la conducta infractora; pues, de otro modo, ni la subsunción estaría fundada en Derecho ni habría manera de determinar si el proceso deductivo es arbitrario, irracional o absurdo, es decir, si se ha vulnerado el derecho a la presunción de inocencia al estimar que la actividad probatoria puede entenderse de cargo».

Pero, como señala la Sentencia de la Audiencia Nacional de 12 de abril de 2002 (JUR 2003\59443):

«Es admisible la conclusión basada en indicios tanto en Derecho Penal como en Administrativo Sancionador —así lo ha admitido el TC y el TS—, pero siempre que de los hechos probados resulte una relación directa con los hechos imputados y que la única explicación posible de los primeros —los probados—, sea la conclusión que se obtiene. Pues bien, en el presente caso el comportamiento de los actores admite otras explicaciones, y con un alto grado de verosimilitud, además del uso de información privilegiada; esto es, sus operaciones pueden explicarse desde el conocimiento, a través del padre de ambos, de la información por éste sabida, pero también puede explicarse precisamente por la aparición en los medios de comunicación de insistentes rumores, en los términos expuestos. El uso de información privilegiada no es la única explicación lógica y plausible al comportamiento de los actores desde los hechos probados, caben otras explicaciones —ya se ha dicho, especialmente actuar en base a la información aparecida en los medios de comunicación—, por ello no es posible aceptar desde los hechos probados, la prueba indiciaria que lleve a la conclusión de que se ha hecho uso de información privilegiada».

También la Sentencia de 14 de marzo de 2005 (JUR\2006\242578) afirma que *«Es bien sabido que la prueba de indicios es admisible siempre que de los hechos declarados probados resulte como consecuencia necesaria el que se afirma cierto en base a los mismos, y sin que sea posible una explicación alternativa plausible».*

Este último requisito, el de que no sea posible una explicación alternativa plausible es, sin duda, un obstáculo para la posible sanción de infracciones constitutivas de abuso de

(26) A la dificultad de la prueba plena en estos supuestos se refiere la Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2006 (JUR 2006\140223).

mercado en los que no exista prueba plena. Habrán de valorarse caso por caso los indicios existentes y, en su caso, la credibilidad de cualquier alternativa justificatoria que se presente por el investigado.

IV. RÉGIMEN PENAL EN MATERIA DE ABUSO DE MERCADO

4.1. Introducción: la necesidad y justificación de la sanción penal para este tipo de conductas

La utilización de información privilegiada, las prácticas tendentes a alterar el libre proceso de formación de precios en los mercados y el suministro a éstos de información falsa o engañosa constituyen en los países de nuestro entorno conductas que el legislador ha considerado merecedoras de reproche; la razón última para ello se nuclea en torno a la aceptación del hecho de que la transparencia de los mercados constituye una exigencia para garantizar la eficiencia de nuestro sistema económico y de que dicha transparencia resulta gravemente alterada por las prácticas descritas. A partir de esta idea de aceptación general, el que el reproche se limite al ámbito administrativo o se traspase al ámbito penal constituye, simplemente, una opción del legislador. Dicha idea vuelve a recalcar en la Directiva 2003/06/CE en la que se establece simplemente que los Estados miembros deberán «establecer sanciones suficientemente disuasorias y proporcionadas a la gravedad de la infracción», sin marcar expresamente el camino a seguir.

El legislador español, en el año 1995, decidió que determinadas conductas que hasta la fecha solo eran contempladas como infracciones administrativas (salvo lo dicho para los funcionarios desde el año 1991) en la Ley de Mercado de Valores adquiriesen relevancia penal; en la Exposición de motivos de la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del CP, se dice: «*En segundo lugar, se ha afrontado la antinomia existente entre el principio de intervención mínima y las crecientes necesidades de tutela de una sociedad cada vez más compleja, dando prudente acogida a nuevas formas de delincuencia (...). En el primer sentido merece destacarse la introducción de los delitos contra el orden socioeconómico (...)*». Como consecuencia de dicha reforma se introdujeron los artículos 285, 284 y 282, que específicamente se refieren a las figuras que ahora son objeto de comentarios, además de las que se agrupan bajo los denominados delitos societarios, con las que se aprecian ciertas similitudes y semejanzas que deberán ser analizadas.

Partiendo de los mismos principios, la Ley Orgánica 5/2010 de 22 de junio modifica el artículo 284 del CP, ampliando sus supuestos de aplicación e introduce el artículo 282 bis, al que ya desde este momento auguramos una difícil aplicación práctica.

Después de dichas reformas, no se trata ahora de reavivar el debate existente en 1995 acerca de la idoneidad del Derecho penal para la protección de los bienes jurídicos que se ven afectados por las conductas descritas y de la supuesta ausencia de verdadera protección para ellos en base a la normativa contemplada en la Ley del Mercado de Valores. A nuestro juicio, y a pesar de que entendemos que la normativa de la Ley del Mercado de Valores permitía, con una redacción además más acorde con la realidad económica sobre la que opera la sanción disuasoria y firme de dichas conductas, lo cierto es que nada se opone a la introducción de un reproche penal para aquéllas en las que concurren determinadas circunstancias y manifiesten

por ello una mayor intensidad ofensiva. En todo caso, lo cierto es que el legislador ha optado por esta vía y por ende éste es el camino por el que debemos transitar.

Tal y como antes se ha señalado, cuando en un ordenamiento jurídico planean sobre determinadas conductas sanciones administrativas y penales, la diferenciación entre ellas se realiza en base a esa denominada intensidad ofensiva; básicamente, para medir dicha intensidad, suelen introducirse factores tales como el resultado producido o los medios empleados para consumir la infracción; nuestro legislador ha utilizado ambos y en la última reforma aun otros que podrían afectar al elemento subjetivo del injusto. Así, y como señalaremos al comentar cada uno de los tipos, el resultado producido sirve para determinar la sanción penal o administrativa en el caso de la utilización de información privilegiada del artículo 285 del CP; los medios comisivos empleados y el resultado para sancionar penalmente la manipulación de precios en el artículo 284 del CP y el propósito del autor en el tipo del artículo 282 del mismo texto legal.

Corresponde a la doctrina pronunciarse sobre la bondad de la técnica utilizada y a la jurisprudencia la fijación de los límites en la aplicación de cada una de las figuras. El único objetivo que pretenden estos comentarios se centra en la referencia a ciertos problemas que, desde el punto de vista de las características de nuestros mercados y a nuestro juicio, pueden presentarse para la aplicación de los preceptos penales decididos por el legislador.

De momento, el único dato que puede ofrecerse desde un punto de vista práctico es que la aplicación de los tipos penales introducidos por la reforma de la Ley de 1995 puede definirse como de casi inexistente. Mientras tanto, la CNMV continúa con su labor de supervisión y sanción, debiendo deslindar en qué casos puede llegar hasta el final del correspondiente expediente sancionador y en qué casos debe detenerse para a su vez remitir lo actuado a los Tribunales de Justicia.

4.2. Tipos penales

4.2.1. Información privilegiada

La sanción del uso y transmisión de información privilegiada en los mercados de valores se introdujo —como ya se dijo— por primera vez en nuestro país en el año 1988, en el artículo 81 en relación con el 99, ambos de la Ley del Mercado de Valores, como infracción de carácter administrativo. Después de ligeros retoques en aquélla, tendentes a la adopción por parte de las diferentes entidades que operan en los mercados de medidas que garanticen o al menos dificulten la transmisión interna e indebida de dicha información, el legislador, sin duda influido por los escándalos financieros del momento, introdujo en la reforma del CP de 1995, a través de la redacción del artículo 285 del CP, el reproche penal para el uso y transmisión de información privilegiada cuando como consecuencia de ello se hubiera obtenido un beneficio superior a 75 millones de pesetas, límite que posteriormente ha sido ampliado a 600.000 euros.

Han transcurrido más de 20 años desde la publicación de la Ley del Mercado de Valores y más de 15 desde la introducción en el CP del mencionado artículo 285. Hasta la fecha, sólo existe un pronunciamiento de nuestro Tribunal Supremo⁽²⁷⁾ referido a la aplicación del tipo penal; dicho pronunciamiento es la respuesta a la interposición de recurso frente a

(27) Sentencia 113/2010, de 21 de diciembre (RJ 2010\7987).

Sentencia previamente dictada por la Audiencia Provincial de Madrid⁽²⁸⁾, y por ende ambas Sentencias se refieren a la misma operación. Por último, el pronunciamiento del Tribunal Supremo se centra básicamente en el análisis de la posible prescripción del delito, por lo que no todos los elementos del tipo han sido objeto de análisis en profundidad.

El solo hecho de que únicamente haya llegado a los Tribunales penales un caso (aunque con varias personas como posibles autores) de utilización de información privilegiada puede tener algún significado. Sin entrar en la polémica, como ya dijimos superada, relativa a la idoneidad del Derecho Penal para la erradicación de estas conductas sin duda perturbadoras para el buen funcionamiento de la economía, nos atrevemos a aventurar que, al margen de que algo más de 15 años tampoco es tiempo suficiente para obtener ninguna conclusión definitiva, es posible que la transparencia de nuestros mercados sea mucho mayor de lo que en los convulsos años que rodearon la reforma de 1995 mantenían ciertos profesionales y ciertos medios de comunicación.

En todo caso, la escasez, por no decir ausencia de pronunciamientos de los Tribunales, mantiene las importantes dudas que, en relación a la aplicación del tipo y desde el inicio, fueron puestas de manifiesto por los profesionales encargados de su cumplimiento. Por ello, todavía al día de hoy y en ausencia de jurisprudencia, para profundizar en la materia habrá que acudir necesariamente a la doctrina que sin duda se ha desarrollado de forma significativa en nuestro país en los últimos tiempos y por supuesto también a la actividad desarrollada por la CNMV. A nuestro juicio, por más que se defienda la aplicación del CP en este ámbito, es el análisis de los criterios especializados, profesionales e independientes adoptados por la CNMV el camino más idóneo para ir llenando las lagunas existentes.

a) La conducta típica: definición

El concepto de información privilegiada se percibe en principio de fácil comprensión; se trata de una información concreta, secreta y relevante. Así se define la información privilegiada en la Directiva Comunitaria de la que trae origen la redacción del artículo 81 de la Ley del Mercado de Valores y así debe entenderse también el concepto de información relevante al que hace referencia el artículo 285 del CP. De ello resulta a nuestro juicio una primera conclusión clara: las conductas sancionadas en el ámbito administrativo y en el ámbito penal son las mismas, contienen los mismos elementos objetivos y subjetivos del injusto y por ende deben de ser apreciadas con la misma metodología; la única diferencia radica en que el reproche penal se reserva para aquellas conductas que generan para el sujeto agente un beneficio económico superior a determinada cantidad; la diferencia entre el ilícito administrativo y el penal es la misma que separa la infracción tributaria por elusión del tributo del delito fiscal contemplado en el artículo 305 del CP y se centra en la necesidad de obtener un determinado resultado cuantitativo como consecuencia de su utilización.

b) Elementos objetivos Concreción, carácter reservado y relevante de la información

Las dificultades comienzan cuando se intentan precisar los elementos anteriores; así, en primer lugar, la información ha de ser concreta y diferente por tanto de la que podría obtenerse a través de un simple rumor.

(28) Sentencia 768/2009, de 17 de junio (ARP 2010\332).

Sin embargo, es conocido que todos los profesionales de alto nivel que dirigen nuestras empresas dedican la totalidad de su tiempo al cumplimiento y mejora de sus objetivos empresariales y dentro de ellos se cuenta el de plasmar alianzas y acuerdos con otras organizaciones; ello implica reuniones con responsables de otras entidades y el planteamiento de nuevas oportunidades de negocio; de dichas reuniones pueden surgir intenciones de colaboración de futuro, cuya plasmación práctica dependerá a su vez del análisis de las características y necesidades de las diversas entidades, lo que supondrá de nuevo la intervención de otras personas o entidades especialistas (asesores financieros, fiscales, etc.), lo que a su vez exigirá nuevos acuerdos y reuniones. Ni las compras de sociedades, ni las OPAs, ni las fusiones entre empresas se deciden en un día, luego hay que preguntarse a partir de qué momento en ese largo proceso el conocimiento del mismo adquiere la condición de información privilegiada.

En segundo lugar, también se exige que la información debe de ser reservada, es decir no conocida por el mercado, pero en los países de nuestro contexto tanto la prensa especializada como la prensa diaria y los medios de comunicación en general, día a día, suministran información sobre la situación y perspectivas de nuestras empresas; para ello, también los responsables de esos medios reciben informaciones de los responsables de las empresas que exhiben sus planes de futuro y por supuesto, la reciben también de otras fuentes. Cabe preguntarse entonces qué grado de concreción, detalle y fiabilidad debe tener una información de prensa para entender que el inherente conocimiento por la publicación de ese hecho por el mercado excluye la posibilidad de apreciar información privilegiada.

El tercer requisito resulta si cabe, más problemático; la información debe ser relevante, es decir capaz, una vez conocida, de influir de forma apreciable en la cotización del valor. Resulta claro que una vez que se ha producido la comunicación al mercado de la supuesta información privilegiada a través de la correspondiente comunicación del hecho relevante será fácil apreciar su efecto pero y ¿con anterioridad?, ¿es posible determinar *a priori* qué operación afectará a la cotización del valor? Así, si bien es claro que normalmente el valor de una compañía opada subirá como consecuencia del lanzamiento de la OPA ¿sucederá lo mismo con el valor de cotización de la opante?; ¿cómo afectara a la cotización la fusión entre compañías?; ¿y si el mercado no recibe la información como supuestamente previó el iniciado?

Aunque existen otras muchas cuestiones a plantear a las que con posterioridad nos referiremos, la respuesta a las tres anteriores deviene básica y fundamental para fijar las bases sobre la que asentar la apreciación del tipo; sin embargo, las Resoluciones de la Audiencia Provincial de Madrid y del Tribunal Supremo (en realidad una sola —como hemos dicho— ya que al derivar de una operación común, plantean los mismos temas con idénticos argumentos) hasta ahora pronunciadas y centradas en el tema del análisis de la prescripción del delito apenas inciden en ellas, aunque eso sí, en algunos casos señalan el camino a seguir en un futuro. Desde el punto de vista del conocimiento, es una pena que las circunstancias que rodearon la investigación de los hechos y su posterior acceso a los Tribunales hayan impedido un pronunciamiento más amplio.

c) El núcleo fundamental de la conducta

Antes de entrar en el concreto análisis del contenido de los pronunciamientos del Tribunal Supremo conviene hacer referencia a una cuestión a nuestro juicio fundamental,

nunca a perder de vista para la resolución de los aspectos planteados. De acuerdo con doctrina unánimemente aceptada, el tipo de información privilegiada se considera un delito de peligro abstracto que tiende a proteger determinado bien no individual, un interés supraindividual difuso que consiste en el correcto funcionamiento del mercado de valores en tanto que ha de respetar el principio de igualdad de oportunidades de los inversores.

Por ello, cuando un inversor actúa en los mercados con información concreta, reservada y relevante, actúa, a diferencia de lo que sucede con el resto de los inversores, en una situación de privilegio, que le permite excluir el riesgo que conlleva toda decisión de inversión. La ausencia de riesgo en las decisiones de inversión tomadas por el iniciado se constituye en el núcleo de la conducta defraudatoria y, al menos a nuestro juicio, de no apreciarse dicha ausencia la conducta devendría en atípica. A dicho aspecto nos referiremos con posterioridad.

d) La consumación del delito. ¿Necesidad de venta de los valores?

El Tribunal Supremo se ha pronunciado con claridad sobre el momento en el que debe entenderse consumado el tipo penal. Para ello, analiza las diferentes opciones que la doctrina ha barajado y aun admitiendo (el mismo Tribunal) que se trata de una cuestión de no fácil respuesta se decanta por la teoría denominada como de «revalorización latente». Las opciones que el Tribunal Supremo analiza son las siguientes: la teoría de la compra, la de la venta, la anteriormente mencionada de revalorización latente y la teoría que sitúa la consumación delictiva en el instante mismo que la noticia relevante y reservada llega al mercado, por cesar entonces la afectación al bien jurídico protegido. Con respecto a la primera señala: *«así, la primera opción, es decir que el delito se comete cuando se compran las acciones no puede ser aceptada, porque en tal instante nunca se habría producido el beneficio típico indicado. Solamente bajo parámetros de imperfecta ejecución criminal, tentativa, de construcción enormemente dificultosa podría valorarse en un plano teórico, pero de imposible conculcación en la práctica, ya que el cálculo del beneficio ulterior sería absolutamente evanescente»*. Con respecto a la segunda afirma: *«la teoría de la venta de las acciones es la más simple, porque basta con restar al valor obtenido con la realización el precio de compra, para determinar tal resultado típico. Esta es la posición de la Audiencia “a quo”, pero ha de convenirse que la comisión delictiva no puede venir referida a tal operación, pues si una vez conculcado el tipo penal, el sujeto activo no vende los valores bursátiles no se habría cometido el delito, o si los vende parcial y sucesivamente sin llegar a la cifra indicada en el CP habría neutralizado su acción típica»*. El Tribunal Supremo prosigue: *«la teoría de que la consumación se produce en el momento en que la información relevante llega al mercado, tiene el inconveniente de que tal instante será el inicio de la revalorización, y claro es que en este delito las acciones han de haberse adquirido con posterioridad para conculcar el bien jurídico protegido, que es el de la igualdad de oportunidades relacionado con el buen funcionamiento del mercado, porque a partir de que la información relevante es pública, no es posible ya su perpetración»*. El Tribunal Supremo concluye: *«de lo expuesto nos inclinamos pues por la teoría de la revalorización de las acciones como consecuencia de la influencia que la información privilegiada tuvo en su impacto alcista, vinculando la noticia relevante a su máxima revalorización, eso sí dentro de un periodo temporal en donde tal información ha conseguido ese resultado (...) de manera que ha de tomarse en consideración la influencia que en el mercado opera la in-*

formación privilegiada generando un rápido impacto alcista, de forma tal que, no habiendo otros elementos de donde poder deducir que la subida de acciones tienen otra causa o componente económico relevante, habrá de considerarse como periodo relevante para la consumación delictiva aquél en que la acción se encuentre en la máxima cotización».

Realmente, excluidas la teoría de la compra o venta de las acciones sin más, la aceptada por nuestro Tribunal Supremo —revalorización latente— y la consistente en que el delito se consuma en el momento en el que la información llega al mercado no son, a nuestro juicio, incompatibles. Ambas dos vinculan la obtención del beneficio al hecho de la revalorización producida por la comunicación del hecho relevante al mercado y ambas exigen el requisito de la inmediatez, de tal manera que la revalorización latente sitúa la consumación del delito en el momento de la revalorización más alta, siempre que desde la publicación del hecho relevante hasta la fecha de esa máxima cotización no pudieran apreciarse para su justificación otras causa distintas a esa publicación; claro que, y precisamente por ello, la aceptación de esta tesis implica, a nuestro juicio, la necesidad de justificar esa inmediatez y esa ausencia de otras causas que justifiquen la revalorización continuada, aspecto éste que nos lleva a un tema de especial interés desde el punto de vista práctico y al que nos referiremos luego, que no es otro que el del papel que juegan o deberían jugar para la sanción del delito los informes periciales.

A nuestro juicio, el pronunciamiento del Tribunal Supremo en este punto centra una cuestión que durante cierto tiempo al menos y en el ámbito teórico fue objeto de debate. Así, se mantuvo por algunos que sobre el iniciado, y precisamente como consecuencia de la posesión de esa información privilegiada, se establecía una obligación de «*hands off*», es decir de «*manos fuera*», lo que implicaba que la simple compra por parte de aquel de los valores sobre los que poseía información suponía la realización de la conducta tipificada, ya que adquiriría por un precio inferior al real y, en base a dicha información, los valores se revalorizarían. Dicha interpretación se antoja forzada y creemos debe abandonarse definitivamente. Una cosa es que se regulen las normas de conducta que deberán seguir en sus inversiones en los mercados las personas en las que concurre la condición de iniciados y otra que una conducta del tipo de la que se describe deba ser considerada como utilización de información privilegiada en los términos que ahora comentamos.

Son dos los argumentos, por otra parte íntimamente relacionados, para entender que, al menos en el ámbito penal, la sanción del comportamiento exige la venta de las acciones. Por ello, y en línea con lo indicado por nuestro Tribunal Supremo, siempre deberá establecerse el beneficio que se deriva justamente de la venta de las acciones adquiridas, y es que, en el caso de ser inferior a 600.000 euros, la conducta será sancionada en el ámbito administrativo.

Con anterioridad se afirmó que lo que caracteriza la conducta del iniciado es la ausencia de riesgo de su decisión, riesgo que es consustancial a toda conducta inversora, y que en eso consiste precisamente el abuso de mercado que implica la utilización de la información privilegiada; esa ausencia de riesgo por definición sólo puede predicarse de la venta en el momento de producirse la comunicación del hecho relevante, puesto que si ella no se realiza y la decisión originaria de invertir se mantiene en el tiempo, la decisión del sujeto resultará, al final, sujeta a los riesgos inherentes a la evolución del mercado, equiparándose a la del resto de los inversores; pensemos en un caso extremo pero posible: ¿qué utilización

de información privilegiada puede apreciarse en quien adquiere acciones de una compañía sobre la que posee información relevante y mantiene estas acciones en su patrimonio 15 años? ¿Qué riesgo evitó con la adquisición de las acciones? Ninguno.

No sanciona el tipo la adquisición de valores sobre los que se tiene información relevante; se sanciona la adquisición de valores sobre los que se posee información relevante con la finalidad de obtener un rápido y seguro beneficio económico, que se materializará, a través de su venta y en ausencia de riesgo, en el momento en que el mercado conozca lo que el iniciado ya sabía. Como resultas de lo anterior, el análisis de la finalidad perseguida por el iniciado cuando decidió adquirir valores deviene esencial. Evidentemente, si el sujeto iniciado compra valores sobre los que posee información relevante y los vende en el momento en que ese hecho es divulgado, la aplicación de los criterios del comportamiento humano y de las reglas de la sana crítica permitiría concluir que su finalidad fue precisamente la utilización abusiva de la información que el tipo sanciona, pero, claro está, en ausencia de otra explicación alternativa.

Pero volvamos a nuestras primeras consideraciones; la información privilegiada para ser considerada como tal debe ser concreta y no pública, lo que afirmábamos plantea algunos problemas de carácter práctico en orden a su detección, habida cuenta, por una parte, de la complejidad de las operaciones empresariales, y por otra también de la amplia información que sobre ellas despliegan nuestros medios de comunicación. A algunas de estas cuestiones se refiere nuestro Tribunal Supremo.

e) Momento en que la información se constituye en privilegiada

El pronunciamiento de nuestro más alto Tribunal en su Fundamento jurídico Séptimo, razonando sobre la argumentación de la recurrente de que la supuesta información privilegiada cuya utilización se sancionaba era, *de facto*, un hecho notorio por estar publicado en los medios especializados de comunicación de carácter económico señala: «no puede ser acogida, porque aun cuando tales noticias ya se publicaron en prensa con meses de antelación, no pasaban de ser meras expectativas de un comportamiento posible y futuro de la empresa, que en efecto se pusieron a disposición del público en general, pero en los autos se reflejan dos datos que comportan las rigurosas exigencias del tipo; por un lado el conocimiento personal de la firma el día (...) del Confidentiality Agreement, con objeto de transferirse información mutua en ámbito de absoluta discreción y del propio modo, las reuniones continúan durante los meses de junio, julio y agosto (...). Este dato no era público. De otro lado y como acertadamente señala el Ministerio Fiscal en esta instancia, no es lo mismo un rumor que un extremo que se conoce desde tan privilegiada posición esto es, de primera mano por ser quien lo transfiere el propio presidente de la compañía afectada. Aquí no hay noticias más o menos probables, sino informaciones directas e internas de quien se encuentra al frente del proceso de negociación. Aquello podría ser una información, ésta es una información que reviste los caracteres de privilegiada. A los meros efectos pues de la calificación del delito, y solamente desde esta perspectiva, por cuanto no se condena a nadie por estos hechos, la aludida contratación es suficiente y aquí tiene que ser ratificada».

Como no podía ser de otra forma el Tribunal Supremo acoge el razonamiento del Ministerio Fiscal, consistente en que no es lo mismo un rumor que un extremo que se conoce

de primera mano por ser quien lo transfiere el propio Presidente de la compañía afectada; la afirmación no tiene contestación y resulta obvia pero merece la pena plantear ciertos matices; en primer lugar la mera existencia de un rumor podría desechar en algún caso la posibilidad de la utilización de información privilegiada; la información debe de ser concreta y un rumor no lo es, por lo que el rumor se descarta a sí mismo sin necesidad de ser comparado con la información que pudiera tener quien lo genera. Realmente la cuestión a plantear es la de si una vez que se ha publicado una noticia concreta en prensa (u otro medio de comunicación) ello no excluye la sanción por su utilización por parte de la persona que la generó, en base una mayor calidad de esta última. A nuestro juicio, la respuesta es que sí la excluye.

Resulta evidente que el Presidente o los altos directivos de las compañías siempre poseerán una mayor calidad de información sobre las operaciones que ellos mismos despliegan que cualquier otro inversor en el mercado, incluso cuando éste haya recibido la comunicación del hecho relevante, pero tenemos de nuevo que insistir en la idea básica ya enunciada del concepto de información privilegiada; la información privilegiada cuya utilización se sanciona no adquiere tal condición por el hecho de ser poseída por personas con especiales características que la convierten en la de mayor calidad del mercado, sino por ser concreta y secreta, es decir no conocida. No es un tipo que sanciona las operaciones de determinadas personas en base a su condición; es claro que en un mercado la calidad de la información que poseen quienes intervienen en él es claramente dispar; no es la misma la del inversor común que la de las entidades profesionales de los servicios de inversión, y resulta claro que incluso una vez publicado el hecho relevante el grado de conocimiento y detalle del mismo será diferente para ambos. Pero a partir de la difusión al mercado del hecho, todos ellos se encuentran en igualdad bajo los principios de la normativa del mercado de valores y a partir de ese momento operaciones sobre los valores a los que afecta el hecho, efectuadas por personas con diverso grado de conocimiento, deben considerarse de la misma manera. Si existe una publicación en prensa u otro medio, verificada en fuentes solventes y concreta, no podrá apreciarse utilización de información privilegiada sobre la base de defender que la información del sujeto tiene mayor calidad que la del medio de comunicación. Cuestión distinta es que, debido a la relevancia que con carácter general se deriva para el mercado de las operaciones que los directivos y Presidentes de compañías realizan sobre los valores que gestionan, deban ser objeto de regulación mediante la imposición de determinadas normas de conducta, regulación que a su vez podría implicar la aplicación de sanciones por su contravención, pero siempre fuera del ámbito que ahora nos ocupa, centrado única y exclusivamente en la sanción por el uso y o transmisión de información privilegiada.

El Tribunal Supremo, al margen de refrendar el comentario de la Fiscalía antes indicado, centra en el acto de la firma del Confidentiality Agreement el momento concreto a partir del que podía apreciarse la comisión del tipo. Las compañías firmaron un acuerdo de traspaso de información de carácter confidencial y con posterioridad a su firma se efectuaron una serie de reuniones en determinadas fechas que aparecen recogidas en la Sentencia. En definitiva, tal y como se predica del mencionado pronunciamiento, no es suficiente el que dos compañías se encuentren en negociaciones o en contacto para la formalización de futuras operaciones de reestructuración empresarial para que el tipo despliegue sus efectos, sino que deviene cuestión fundamental fijar el momento a partir del cual dichas negocia-

ciones adquieren la condición de concretas. La fijación de este momento será fundamental también en la tramitación de cualquier expediente administrativo que por tal concepto se incoe.

e) Carácter relevante de la información

La información, para ser considerada privilegiada, debe ser concreta y reservada, pero además debe ser relevante, resultando éste, si cabe, el aspecto más problemático del precepto que sanciona su utilización.

De nuevo el concepto se presenta fácil en su comprensión y difícil de determinar en la práctica; en principio, por información relevante cabe entender una información que en el momento de ser comunicada al mercado es susceptible de influir sensiblemente en la cotización del valor a la que se refiere.

Claro está que, una vez publicado el hecho relevante, apreciar el efecto producido en la cotización resulta fácil y se deriva de su mera observación empírica, pero no lo es tanto su determinación *a priori*, es decir, en el momento de la adopción de la decisión inversora, que se supone se toma en ausencia de riesgo. También parece claro que ese es el momento en el que debe apreciarse el elemento del tipo, puesto que a nadie se le ocurriría sancionar a alguien que habiendo realizado una apuesta de inversión sin especial información sobre ella acabe obteniendo un alto rendimiento.

Es cierto que existen algunos supuestos en los que tal complejidad resulta inexistente; así, comprar acciones de una compañía sobre la que el iniciado conoce la existencia de una próxima y concreta Oferta Pública de Adquisición, que todavía no es conocida por el mercado; la formalización y ejecución de una Oferta Pública de Adquisición implica normalmente satisfacer por los valores un precio más alto que el de cotización, por lo que comprar acciones al valor actual de cotización de una empresa sobre la que se va a lanzar una Oferta Pública de Adquisición implica una apuesta segura, en ausencia de riesgo, que necesariamente se verá recompensada en el momento en que dicha Oferta se materialice. También podría existir algún otro caso como por ejemplo la venta de acciones por parte de quien conoce que la compañía padece ciertas dificultades financieras de carácter relevante, con anterioridad al conocimiento de esas dificultades por el mercado; sin duda la venta de esos valores, cuando aún las dificultades permanecen secretas para los inversores en general, evitará al iniciado la pérdida que sin duda se generaría en el momento de la comunicación del hecho relevante.

Pero fuera de estos supuestos (y tal vez algún otro similar) no es fácil predecir los efectos que en el ámbito de la contratación van a tener las operaciones empresariales; incluso en el caso anterior del lanzamiento de la Oferta Pública ¿podría considerarse aplicable el tipo si lo que se adquiere no son acciones de la empresa opada sino de la empresa opante? Sobre el papel, podría defenderse que bajo determinados supuestos los valores de la empresa opante podrían subir como consecuencia de la «imagen» que para ella comporta su lanzamiento; pero también podría defenderse, siempre desde un punto de vista teórico y desde el punto de vista de la lógica económica, que tal vez bajen debido al esfuerzo inversor al que dicha empresa podría verse obligada (que le podría implicar, por ejemplo, una necesidad de reducir los próximos dividendos a repartir). ¿Qué consecuencia tendría para la cotización de los valores acuerdos de fusión o por ejemplo de expansión interna-

cional? La cuestión, a nuestro juicio, sólo puede resolverse caso a caso, pero su análisis y resolución es fundamental para la aplicación del tipo. No existen operaciones que *per se* (salvo casos como los señalados) puedan ser consideradas generadoras de un contexto de información privilegiada; ni siquiera a nuestro juicio todos los supuestos de obligada comunicación al mercado y que se encuentran incluidos en la regulación administrativa contenida en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores son generadores de aquélla. No es posible que un Tribunal imponga una sanción penal, simplemente porque la inversión de un iniciado obtuvo recompensa económica en el mercado sin analizar las características de la operación a través de que se obtuvo. Tampoco, como ya dijimos, en función de las características personales del inversor; el juicio de valor sobre la relevancia de la información utilizada resulta fundamental.

f) La prueba necesaria

Y aquí surge una consecuencia práctica a nuestro juicio importante; la aplicación del tipo de información privilegiada en el ámbito penal, además de la resolución de cuestiones de carácter dogmático, requerirá de un amplio análisis de la realidad económica sobre la que el tipo actúa, exigiendo en la mayor parte de los casos una extensa prueba pericial, que pueda ayudar al Juzgador a pronunciarse en plenitud sobre el objeto de enjuiciamiento. A nuestro juicio, en este tipo y por las razones apuntadas la prueba pericial adquirirá en la mayor parte de los casos una relevancia esencial, prueba pericial a la que el Juzgador, si bien no viene obligado, en cuanto a la aceptación de sus conclusiones, sí deberá ser valorada por él con expresión del razonamiento que conlleva su aceptación o negación. Los Tribunales son conocedores de la norma («*iura novit curia*»), para lo que no resulta necesario la intervención de los peritos, pero tal y como ya hemos señalado los aspectos sobre los que la norma incide son de tal carácter que exigirán casi siempre su intervención y el razonamiento del Tribunal sobre razonabilidad de sus opiniones.

En el caso que ahora se comenta, el concepto en torno al cual se nucleaba la utilización de información privilegiada se centraba en el conocimiento, por un lado, de la compra por parte de Tabacalera, SA de la sociedad Havatampa, y por otro en el conocimiento que los iniciados también tenían en relación a una inminente subida del precio del tabaco.

En el análisis de los efectos que dichos aspectos podían tener en relación con la evolución de la cotización de las acciones de la mercantil Tabacalera, SA, y por tanto en la determinación de si constituían o no hechos relevantes para influir en ella, se centró gran parte de la actividad pericial que fue desarrollada por las defensas. La Audiencia Provincial de Madrid apenas dedicó dos párrafos al análisis de dicha prueba pericial señalando que «*gran parte del esfuerzo de las defensas trató —a través de una copiosa actividad de prueba— de convencer al tribunal del hecho de agotarse el impacto de la información relevante en un escasísimo espacio de tiempo, tan corto que ni siquiera un hecho relevante de determinada fecha podría considerarse como elemento que pudiera tener influencia de cara a la conformación del precio de la acción en la siguiente cotización del valor. A tal finalidad se dedicó la prueba testifical y pericial. Sin embargo, tales conclusiones no le resultan persuasivas al Tribunal*». En dicha afirmación se resume toda la valoración que a la Audiencia Provincial de Madrid le mereció la, según sus propias expresiones, «copiosa actividad de prueba» que le fue aportada. Nuestro Tribunal Supremo en su pronunciamiento ante el recurso planteado frente a dicha resolución, y en relación a los informes

periciales aportados, señala en su Fundamento jurídico Sexto: *«no pueden ser atendidos los informes periciales (...) estos últimos, porque son meras opiniones que no modifican el relato de hechos probados, en donde únicamente se refleja el impacto alcista del valor por la compra de la compañía americana de cigarros puros, y claro es que tal aspecto se ha tomado en consideración, incluso en nuestras consideraciones jurídicas precedentes; las informaciones y análisis económicos, porque ya razonaremos en el siguiente fundamento jurídico que son diferentes opciones de lo que puede entenderse por una información reservada de carácter confidencial y con la cualidad de privilegiada».*

El hecho de que la Audiencia Provincial de Madrid ni siquiera haya explicado las razones por las cuales no aceptaba las argumentaciones de la defensa en la pericial que se le aportó, limitándose a su negación, no implica que dejemos de considerar la importancia de demostrar, con carácter previo y en el momento de la decisión inversora, la idoneidad de la información relevante como capaz de alterar la cotización del valor, y ello con independencia de que, efectivamente, y con el transcurso del tiempo, pueda apreciarse que ello fue así. No necesitamos recordar que las decisiones judiciales deben de ser motivadas y que debe considerarse como práctica no aceptable desde el punto de vista jurídico la consistente en que después de hacer referencia al tipo penal aplicable y a los hechos probados se concluya sin más que los segundos inciden en el primero sin explicar por qué. Tal vez, si no fuera porque la cuestión relativa a la prescripción del delito inspiró el pronunciamiento judicial hubiera sido interesante que éste argumentara por qué la compra de una sociedad extranjera hubiera de implicar un incremento de cotización de la compradora y por qué también el incremento del precio del tabaco era previsible que incidiera en aquella. ¿Sube la cotización de las empresas suministradoras de energía cuando se anuncia la subida de las tarifas eléctricas, intervenidas por el gobierno al igual que el precio del tabaco? Tal vez también hubiese resultado interesante que el Tribunal hubiese necesitado entrar en los elementos subjetivos del tipo y explicar el significado referente a que habiéndose alcanzado la máxima revalorización de los valores en noviembre de 1997 el sujeto acusado de utilización abusiva de información hubiese concluido la venta de sus acciones más de dos meses después.

El hecho de que la aplicación de este tipo exija dar cumplida respuesta a los múltiples aspectos que conforman la realidad económica sobre la que se proyecta convierte, al menos a nuestro juicio, en fundamental el papel que debe desempeñar la CNMV. Dicho Organismo, para la persecución y sanción de este delito, debería cumplir las mismas funciones que la Agencia Tributaria desarrolla para la represión del delito fiscal. También allí existe una condición objetiva de punibilidad, pero normalmente la actuación de los Tribunales Penales va precedida de una importante función investigadora y conclusiva por parte de los profesionales de la Agencia. A través de la CNMV se deberían canalizar la mayor parte de las denuncias que se planteen ante los Tribunales penales y, en aquellos casos en los que la denuncia tenga otro origen, la intervención de los miembros de la CNMV en su condición de testigos peritos debería ser obligada.

g) Sujetos activos y beneficiados por el delito

El caso que ha dado lugar al pronunciamiento de nuestro Tribunal Supremo también ponía de manifiesto cuestiones relevantes que, por las características especiales que lo han

rodeado en su detección y posterior denuncia ante los tribunales, han resultado sin respuesta. Así, sucede que en ese caso, y al menos en principio, las personas que resultaban beneficiarias directas de la supuesta utilización de información privilegiada eran parientes del iniciado y no él directamente; además, esas personas habían obtenido su beneficio a través de decisiones de inversión no adoptadas por sí mismos sino por un gestor especializado con el que habían formalizado un contrato de gestión de carteras que, eso sí, había mantenido relaciones profesionales directas con dicho iniciado.

El tipo que sanciona la utilización de información privilegiada sanciona el beneficio obtenido resultante de ella tanto si lo ha sido por el iniciado como si lo ha sido obtenido a través de persona interpuesta. Por persona interpuesta cabe concluir, de acuerdo con la propia normativa del mercado de valores, aquella que no asume el riesgo de la inversión. La posibilidad de acudir a un contrato de gestión de carteras se predica, como legítima, posible e incluso deseable para cualquiera que actúe en los mercados de valores y se encuentre en situación de contar con información privilegiada. Sin entrar a fondo en la cuestión, nuestro Tribunal Supremo en el caso que nos ocupa afirma en su fundamento jurídico séptimo que a pesar de que la decisión se tomó, al menos formalmente, por el gestor, la sociedad a cuyo favor se decidió fue constituida por el iniciado (aunque luego vendida al beneficiario directo) y con el propósito de adquirir acciones de Tabacalera. No era necesario más para analizar la supuesta prescripción del delito, pero las cuestiones subyacentes siguen presentándose en toda su intensidad si de lo que se trata es de obtener conclusiones en previsión de futuros supuestos análogos. Cuando el beneficio obtenido por la utilización de información privilegiada se concreta en persona distinta del iniciado, resultará cuestión fundamental para la sanción de dicho beneficio determinar a través de qué camino la información del iniciado llegó a poder de esa persona. ¿Bastará con afirmar que existía entre el iniciado y el beneficiario directo de la información una relación profesional, o de amistad o parentesco? Creemos que no; y que al igual que señalamos debe demostrarse por qué la información que se imputa tiene la condición de privilegiada, si existe un iniciado, una tercera persona y un gestor también vinculado al iniciado, la condena de cualquiera de ellos debe explicar con claridad a través de prueba admitida en derecho y con la debida motivación cuáles fueron los canales a través de los que la información se transmitió. En relación con este apartado también señalar que la mención típica a la realización del hecho por persona interpuesta permite la incriminación de las operaciones realizadas por fiduciarios o testaferros.

h) La apreciación del «interés general»

Por último, nuestro Tribunal Supremo se plantea en su pronunciamiento, dado que el bien jurídico protegido por el precepto se nuclea en torno a la protección del mercado y el respeto al principio de igualdad entre los inversores, qué contenido debe tener el concepto «intereses generales» a los que se refiere el precepto a los efectos de la aplicación del tipo agravado, para concluir: *«de manera que únicamente será posible predicar un daño a la colectividad de inversores o lo que es lo mismo a los intereses generales, cuando el resultado del delito no resulte del aprovechamiento directo consecuencia de la subida de la bolsa, sino cuando se produzca lo contrario es decir un perjuicio económico a terceros inversores. De ahí que los elementos objetivos del tipo que puedan incidir en la determinación del subtipo agravado lo pueden ser, como dice la Sala Sentenciadora de Instancia, bien una*

grave disminución de la cotización, la necesidad de una intervención estatal para salvaguardar el sistema, un grave colapso financiero. Pero desde luego no una situación como la que es objeto de enjuiciamiento, ya que se trata de del caso de una acción aislada». Si aceptamos dicha tesis lógica, coherente y adecuada a la interpretación que con carácter general se aplica en nuestro ordenamiento jurídico al concepto de «intereses generales» y tenemos en cuenta las características y el funcionamiento de nuestros mercados de valores, fácilmente deduciremos que, desde un punto de vista práctico, la aplicación del subtipo agravado resultará residual cuando no inexistente.

4.2.2. Manipulación de cotizaciones

Al igual que sucedió con la sanción por abuso de utilización de información privilegiada, la manipulación de cotizaciones fue sancionada por primera vez en nuestro ordenamiento en el ámbito administrativo a través de la publicación de la Ley del Mercado de Valores, sanción que se traspasó al ámbito penal en la reforma del CP de 1995 mediante la introducción del artículo 284⁽²⁹⁾, a su vez modificado por la reforma de dicho Código operada en 2010.

Si en relación con la aplicación del tipo penal relativo a la utilización de información privilegiada recogido en el artículo 285 del CP sólo contamos con un pronunciamiento de nuestro Tribunal Supremo, ninguno existe en relación con el tipo contemplado en el artículo 284 del CP, al menos por lo que respecta a la alteración de la libre formación de precios en nuestros mercados de valores, por lo que las líneas que a continuación se relacionan sólo pueden contener determinadas reflexiones en torno a su literalidad. En todo caso, las consideraciones que en el ámbito de la utilización de información privilegiada se realizaban en cuanto a las conclusiones que debían obtenerse de tal escasez de pronunciamientos son extensibles al tema que nos ocupa, por lo que puede afirmarse que el sistema de libre formación de los precios en nuestros mercados ha sido —probablemente— en los últimos 15 años básicamente respetado.

Con anterioridad a la reforma de 2010, el artículo 284 del CP sancionaba a quienes mediante violencia, amenaza o engaño intentasen alterar el libre sistema de formación de precios, con una redacción muy similar a la contenida en la regulación administrativa inicial de la LMV, que se refería a prácticas tendentes a alterar la libre formación de los precios. Realmente las conductas descritas en ambos ámbitos eran similares y la normativa no establecía criterios para poder distinguirlos. Ambas conductas además podían, al menos en principio, ser sancionadas, sin que se hubiera conseguido el objetivo de la manipulación, ya que la regulación administrativa no exigía tal requisito y la infracción penal en su configuración se definía como una infracción de simple actividad.

Realmente, la normativa penal no contemplaba las circunstancias concretas que concurren en la contratación de nuestros mercados de valores y se enmarcaba dentro de un precepto que se refería a las manipulaciones de precios que podían realizarse en cualquier mercado donde se contrataran productos en general; además dicho precepto tenía su ori-

(29) Sin perjuicio de la tipificación contenida en el anterior artículo 540 CP (maquinaciones para alterar el precio de las cosas).

gen en el anterior relativo a las maquinaciones para alterar el precio de las cosas, cuya aplicación se centraba en la protección de los precios que, precisamente, se formaban al margen de los mercados (como la alteración de precios fijados administrativamente). Tal vez por eso, el artículo 284 contenía referencias a la amenaza y la violencia como medios para intervenir en los sistemas de contratación, difícilmente concebibles como medios idóneos para lograr la alteración de los sistemas de formación de precios en nuestros mercados de valores. Dicho precepto, como antes se indicó, no ha sido objeto de aplicación, y su, a nuestro juicio, defectuosa redacción sigue manteniéndose en el primer apartado del artículo 284 después de haber sido este modificado por la Reforma de la Ley Orgánica 5/2010.

Mientras tanto, la CNMV —en el ejercicio de sus facultades de supervisión— ha intentado centrar el tipo administrativo en torno a las circunstancias concretas que concurren en nuestros mercados, y así, y a modo de ejemplo, debe resaltarse que no ha sancionado conductas en las que no haya podido apreciarse que las prácticas manipuladoras han conseguido sus objetivos generando perjuicios a determinados grupos de inversores. Como venimos ya señalando con reiteración la fijación de criterios de actuación por quien conoce el verdadero funcionamiento del mercado debe ser tenido en cuenta incluso en la aplicación de los preceptos penales. Así, manifestamos nuestras dudas de que realmente pueda aplicarse desde el punto de vista penal un precepto sobre una conducta de mera actividad que no haya producido una verdadera alteración del precio que se hubiese formado en su ausencia. No estamos reflexionando desde un punto de vista teórico dogmático, simplemente que sin resultado producido difícilmente podrá apreciarse una práctica engañosa tendente a alterar el precio que merezca un reproche penal. En todo caso parece obvio señalar que, necesariamente, el precepto penal deberá aplicarse en los casos de mayor entidad ofensiva por parte de la conducta infractora.

Gran parte de las cuestiones no resueltas en la antigua legislación se mantienen después de la reforma operada en 2010.

a) La conducta típica: elementos objetivos

El artículo 284 del CP, después de la última reforma introducida en el año 2010, dispone:

«Se impondrá la pena de prisión de seis meses a dos años o multa de 12 a 24 meses a los que:

- 1. Empleando violencia, amenaza o engaño, intentaren alterar los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, títulos valores o instrumentos financieros, servicios o cualesquiera otras cosas muebles o inmuebles que sean objeto de contratación, sin perjuicio de la pena que pudiera corresponderles por otros delitos cometidos.*
- 2. Difundieren noticias o rumores, por sí o a través de un medio de comunicación, sobre personas o empresas en que a sabiendas se ofrecieran datos económicos total o parcialmente falsos con el fin de alterar o preservar el precio de cotización o un instrumento financiero, obteniendo para sí o para un tercero, un beneficio económico superior a 300.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad.*

3. *Utilizando información privilegiada realizaren transacciones, o dieren órdenes de operación susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de los valores o instrumentos financieros, o se asegurasen utilizando la misma información, por sí o por concierto con otros una posición dominante en el mercado de dichos valores o instrumentos con la finalidad de asegurar sus precios en niveles anormales o artificiales.*

En todo caso, se impondrá la pena de inhabilitación de uno a dos años por intervenir en el mercado financiero como actor, agente mediador o informador».

El mencionado artículo, que, como ya se señaló, se enmarca dentro de un tipo que englobaba no sólo las manipulaciones para alterar el libre sistema de formación de precios en general sino otras maquinaciones profundamente alejadas de las que afectan a nuestros mercados, no elimina ninguna de las conductas que hasta ahora eran delictivas y añade la difusión de noticias o rumores que permitan obtener un beneficio de 300.000 euros y la utilización de información privilegiada para asegurar una posición dominante o proporcionar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de valores o instrumentos financieros. De acuerdo con la Directiva 2003/6/CE, se consideran instrumentos financieros los valores negociables, participaciones de un organismo de inversión colectiva e instrumentos del mercado monetario.

Al parecer, el legislador español entendió que, al amparo de la Directiva Comunitaria ya varias veces mencionada (especialmente preocupada por lograr una regulación unitaria de las informaciones que llegaban a los mercados), podría llegarse a la conclusión de que la regulación del CP era insuficiente y no alcanzaba a conductas consideradas por ella como graves, y de ahí la necesidad de su inclusión a través de la última reforma; para otras conductas no consideradas de tanta gravedad, pero también contempladas por ella, consideró bastante su sanción desde el punto de vista administrativo, y por tanto no las incluyó en el precepto mencionado.

b) Limitaciones en la aplicación del precepto

En primer lugar, resulta claro que el legislador, en la última reforma, ha optado por añadir al supuesto genérico ya existente, y que se entronca en el ámbito de la manipulación de cotizaciones en los mercados en general, dos supuestos concretos, los contemplados en los apartados 2 y 3, que sí se refieren a los mercados de valores que ahora contemplamos, lo que necesariamente obliga a reflexionar sobre la concordancia entre los tres apartados en orden a su aplicación práctica, ya que mientras el primer apartado se manifiesta como antes señalamos como una infracción de actividad, la sanción de las prácticas de los apartados añadidos exige la producción de un resultado.

En segundo lugar, resulta obvio que, si un CP contempla como supuestos de desvalor determinadas actuaciones concretas, ello quiere decir, de acuerdo con el principio de interpretación restrictiva de las normas penales y el consecuente de prohibición de la interpretación analógica *contra reo*, que cualquier conducta fuera de las allí contempladas resultará una conducta atípica. Por tanto habría que concluir que, fuera de los supuestos concretos contemplados en los tres apartados del artículo 284 del CP, ninguna otra actuación será merecedora de reproche penal, lo que, a nuestro juicio, y habida cuenta de las características de nuestros mercados, a las que luego nos referiremos, dificultará su aplicación práctica.

c) El núcleo fundamental de la conducta

Con independencia de la específica redacción normativa, la manipulación de cotizaciones puede definirse, en el ámbito de los mercados que ahora nos ocupa, como una creación artificial de mercado que incita a otros a comprar y a vender. Se trata de una creación artificial precisamente porque la oferta y/o la demanda creada por el manipulador no es real al no responder a voluntades independientes de inversión generadas en torno a una información cierta sobre el valor y tiene como finalidad el que el resto de los participantes, al tomarla como veraz, decida intervenir en el mercado de acuerdo con ella, intervención que, al ser preparada por el manipulador, redundará en su beneficio y consiguientemente en perjuicio de quienes la tomaron como cierta. Siendo ello así, resulta evidente que no es posible establecer una lista omnicompreensiva de todas las prácticas que pueden conllevar la producción del resultado; es probable que si la Directiva Comunitaria de la que trae origen la última reforma del artículo 284 del CP se hubiese dictado después de la crisis financiera que últimamente estamos padeciendo, la relación de supuestos de máxima gravedad a incluir en el precepto hubiera aumentado considerablemente. Resulta objetivo prácticamente imposible establecer una lista cerrada de conductas a través de las que se puede conseguir una manipulación de las cotizaciones⁽³⁰⁾ para luego, de entre las mismas, señalar en abstracto, y fuera de las circunstancias del caso, cuáles son merecedoras de reproche penal, por revestir una especial gravedad, y a cuáles les corresponde la sanción administrativa. En este sentido, hubiera sido más deseable el que, manteniéndose un criterio amplio y no de *numerus clausus* en torno a las posibles prácticas a perseguir, hubieran sido definidos los criterios en base a los cuales cabría atribuir mayor gravedad a unas que a otras (número de perjudicados, intensidad de la desviación en relación con parámetros normales, daños causados al mercado, etc.); es cierto que los apartados dos y tres establecen la mayor ofensividad de la conducta en base a la utilización de determinados medios comisivos, pero a la vista de la experiencia en nuestros mercados no parecen ser éstos los supuestos que *de facto* han causado más disfunciones en el libre proceso de formación de precios.

d) Concordancia entre los tres apartados del precepto

Sucede que además, y al menos a nuestro juicio, la redacción del mencionado precepto resulta confusa, ya que su primer apartado hace referencia a «*los que mediante violencia, amenaza o engaño intenten alterar el precio de las cosas*». Si obviamos la violencia y la amenaza, ya que difícilmente puede pensarse en su utilización en el ámbito que nos ocupa, debemos preguntarnos qué debe entenderse por engaño. Por engaño, en línea con lo expuesto en el párrafo anterior y en relación con el específico campo en el que nos movemos, sólo cabe entender esa artificiosidad creada deliberadamente por el manipulador que simula como cierta una oferta o demanda e induce mediante ese engaño a otros a comprar o a vender; si no existiera esa inducción a la compra o la venta precisamente mediante el engaño, la conducta será irrelevante. El engaño que tiene como finalidad la creación de esa oferta o demanda mendaz puede adquirir numerosas modalidades, pero sin duda englobará el suministro de información falsa sobre el valor los rumores, las transacciones efectuadas sin verdadera vocación de compra o venta, simplemente para generar apariencia

(30) Vid. apartado 3.2. y nota 17.

de volumen, etc. En definitiva, los supuestos de los apartados 2 y 3 del artículo 284 del CP constituirían supuestos de engaño a que hace referencia el apartado 1 y, si ello es así, ¿qué sentido tienen?

Si al término engaño ha de otorgársele el sentido antes referido, englobaría todas las prácticas a través de las que pudiera lograrse el objetivo de la manipulación, y en tal caso excluiría la posibilidad de sancionar administrativamente tales conductas, ya que todas ellas caerían bajo la órbita del derecho penal; cualquier práctica tendente a alterar el libre proceso de formación de precios implicaría utilización de engaño, y por ende sería siempre reprobable penalmente. Si ello fuera así, el legislador no habría en 2010 ampliado los supuestos contemplados en el artículo 284 del CP, que de hecho ya incluía la referencia al engaño desde la anterior reforma de 1995; en este sentido, nótese que para justificar los supuestos de los apartados 2 y 3 no se ha utilizado con carácter previo una expresión del tipo «en todo caso se considerarán prácticas tendentes a alterar el mecanismo de la libre formación de precios...». Por tanto, no parece ser ésta la interpretación que ha de realizarse. Más bien podría concluirse que el apartado primero se reduce a una cláusula general que se predica del libre proceso de formación de precios en general, mientras que los apartados 2 y 3 constituyen el núcleo básico en torno al que se define la conducta penalmente relevante.

Pero, si esto es así, surgen nuevas interrogantes ya que, mientras que el apartado primero refiere una conducta de simple actividad, los apartados 2 y 3 recogen tipos de resultado y, si bien no parece procedente entender el término de engaño en el sentido omnicompreensivo antes citado, tampoco podría parecer coherente entender que de hecho sólo podrán ser consideradas prácticas manipuladoras sancionables en el ámbito penal las específicamente contempladas en los apartados 2 y 3. En todo caso, a falta de los correspondientes posicionamientos jurisprudenciales, nos inclinamos por esta segunda interpretación, que sin duda restringirá la posible aplicación del precepto que se limitaría a la obtención de beneficios en cuanta superiores a 300.000 euros y obtenidos mediante la difusión de rumores o noticias tendentes a alterar la cotización y a la utilización de información privilegiada con la doble finalidad a la que hace referencia el apartado 3.

Así, desde un punto de vista práctico, la alteración en el sistema de formación de precios se produce como consecuencia de la introducción masiva o al menos significativa de órdenes de compra o venta en el mercado generadas por causas distintas a las decisiones de inversión o desinversión basadas en una información cierta y veraz; esas órdenes de compra o venta pueden ser generadas por la difusión de rumores o noticias falsas generadas por terceras personas ajenas a quienes toman dichas decisiones y, en tal caso, si además ello supone la obtención de un beneficio de 300.000 euros por parte de quien los generó, será de aplicación el tipo. Quedarían fuera los supuestos en que esas órdenes de compra o venta son inducidas por la creación artificial de un mercado por causas distintas, como por ejemplo compras de acciones propias, venta de acciones de la autocartera o prácticas destinadas al mantenimiento de la cotización o para otorgar liquidez a los valores: también la difusión de rumores o noticias que no consiguen la obtención del beneficio indicado. Por lo que respecta a los supuestos del apartado 3 basta con pensar en la necesidad de apreciar conceptos tales como la utilización de información privilegiada y la obtención de una posición dominante para darse cuenta de sus dificultades de aplicación práctica. Si esta interpretación es correcta, la sanción de la mayor parte de las conductas tendentes a alterar el libre proceso de for-

mación de precios será competencia de la CNMV, mediante la correspondiente aplicación de las normas de conducta de la LMV, quedando al margen de la sanción penal.

Desde un punto de vista abstracto, resulta claro que, dado que las decisiones de inversión se toman en función de la información existente en los mercados, el suministro de rumores o noticias falsas referentes a datos económicos que afecten a las compañías cotizadas constituye una práctica de especial peligro para el buen funcionamiento del sistema de formación de precios, y desde ese punto de vista podría justificarse que el reproche penal se nucleee en torno a dicha conducta.

Sin embargo, desde un punto de vista concreto deben hacerse algunas matizaciones. La posibilidad real de que a través de las conductas contempladas en los apartados 2 y 3 del artículo 284 pueda conseguirse alterar el sistema de libre formación de precios en los valores cotizados que gozan de un amplio «*free float*» y que cotizan no sólo en nuestro mercado sino también en otros de nuestro entorno (véase, por ejemplo, valores que conforman el IBEX) es escasa; desde luego más escasa aún si dichas prácticas son ajenas al propio emisor de los valores; sobre dichos valores existe una información completa y en varios países que es continuamente supervisada; la cotización de unos mercados se encuentra vinculada a la de otros; ¿cómo podría pensarse en alterar la cotización de una empresa como Telefónica en base a dichas prácticas? Desde luego, se necesitaría de una acción orquestada a nivel internacional y exigiría tal cantidad de medios que probablemente ni siquiera resultaría rentable.

La experiencia demuestra que las conductas tendentes a alterar la libre formación de los precios se manifiestan fundamentalmente en valores de ámbito exclusivamente nacional, con bajo *free float* y un grupo accionarial con alta capacidad de control, y que las prácticas más utilizadas para su consecución radican en la ocultación engañosa por parte del propio emisor (grupo dominante) de su situación financiera real, junto con la generación de una apariencia de contratación, con la transmisión de órdenes de compra y venta de valores al mercado generadas por ese grupo dominante que no responden a una auténtica decisión de inversión o desinversión sino a la voluntad de formar un precio determinado. En otros casos, la utilización de sofisticados instrumentos de cobertura y la necesidad de deshacer posiciones estructuradas en torno a ellos han generado alteraciones en el sistema de precios, aunque en tal caso la finalidad última era distinta. Dichas conductas, después de la publicación de la reforma introducida por la Ley Orgánica 5/2010, de 23 de junio, seguirán excluidas del ámbito penal y probablemente seguirán siendo consideradas como constitutivas de una infracción grave de la LMV al amparo de lo establecido en su artículo 100 apartado o) o, en su caso, muy grave [artículo 99 apartado j) de la LMV].

La reforma del artículo 284 del CP parece estar pensada para prácticas diseñadas por personas físicas, ya que el mencionado precepto en su último párrafo dispone que «*en todo caso se impondrá la pena de inhabilitación de uno o dos años para intervenir en el mercado financiero como actor, agente o mediador o informador*». Dicha interpretación resulta avalada por la ausencia en el artículo 288 de la cláusula especial que permite la sanción en dichos supuestos a las personas jurídicas. Si de hecho las prácticas manipuladoras hasta ahora detectadas se estructuraban en beneficio de los emisores y se concretaban en conductas distintas a las contempladas en los apartados 2 y 3 ahora introducidos, el hecho de que dichas prácticas se imputen en exclusividad a las personas físicas (lo que hace pensar que

no se conciben en nombre y en provecho de la sociedad) hará más difícil aún la aplicación del precepto.

Por ello, creemos que la entrada en vigor del nuevo tipo del artículo 284 del CP no cambiará su aplicación práctica, que será, como hasta ahora, prácticamente inexistente.

e) Posible alejamiento del concepto de infracción de actividad

De ser correcta la interpretación mencionada, el tipo de manipulación de cotizaciones del artículo 284 vendría afectado por una condición objetiva de punibilidad que le alejaría de una mera infracción de actividad, tal y como venía siendo considerada por la doctrina; en todo caso, siempre hemos mantenido la dificultad de apreciar como practica sancionable aquella que, tendente en principio a alterar la cotización, no consigue su objetivo; si bien es cierto que en determinados delitos, por ejemplo los delitos contra la salud pública, pueden detectarse actos de favorecimiento del tráfico, sin que se requiera la consecución de resultado alguno, realmente será muy difícil probar que una práctica que no ha conseguido su objetivo constituya una práctica tendente a alterar la cotización del valor.

f) La prueba necesaria

De nuevo aquí, al igual que lo hicimos en relación al tipo del artículo 285, debemos hacer hincapié en el importante papel que en la detección y sanción de estos comportamientos, incluso en el ámbito penal, corresponde a la CNMV. La realidad económica sobre la que el precepto opera es compleja y el Tribunal necesitará para la adecuada interpretación y aplicación de la norma (aspecto éste que solo a él compete) la ayuda de peritos expertos conocedores del mercado; sin duda las partes podrán proponer los suyos, que deberán ser tratados en igualdad de armas, pero los informes de la CNMV como órgano imparcial, creado por el legislador y especializado en la supervisión de los mercados, se antojan fundamentales.

4.2.3. Información falsa

El artículo 282 bis del CP ubica, en el contexto de los delitos contra el mercado y los consumidores, una figura híbrida, a medio camino entre las defraudaciones y las falsedades documentales, para sancionar, desde el punto de vista penal, los casos en los que mediante falsificación de información relevante se intenta conseguir captar la atención del inversor. Se introduce un tipo hiperespecificado que, al menos en su finalidad, pretende cubrir una conducta no contemplada en otros tipos penales y responde a esa necesidad impuesta por el legislador, a la que ya hemos referencia con anterioridad al tratar de la reforma introducida en el artículo 284, consistente en transponer también penalmente las infracciones descritas en las correspondientes Directivas.

a) La conducta típica

El artículo 282 bis introducido por la Reforma dispone *que «Los que como administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociables en los mercados de valores, falsearan la información económico financiera contenidos en los*

folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, con el propósito de captar inversiones de depositantes, cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio, serán castigados (...) En el supuesto de que se llegue a obtener la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación, con perjuicio para el inversor, depositante, adquirente de los activos financieros o acreedores se impondrá la pena en su mitad superior (...)».

b) Necesidad de la Reforma: artículo 282 bis vs. artículos 250 y 290

Ya se ha insistido a lo largo de los comentarios precedentes en la importancia de la información a los efectos de que los inversores y quienes en general acuden a los mercados adopten correctamente sus decisiones de inversión; de hecho, la información financiera sobre un determinado activo es el principal elemento sobre el que el inversor puede adoptar sus decisiones, ya que evidentemente los valores e instrumentos financieros no pueden «verse ni tocarse» como sucedería con otros elementos que se contratan en mercados diferentes. Por ello el suministro de información económico-financiera falsa sobre un emisor constituye una conducta merecedora del más alto reproche. Sin embargo, y al menos a nuestro juicio, la introducción del artículo 282 bis no resulta justificada, ya que el bien jurídico que se intenta proteger ya lo estaba de forma bastante, a través de la legislación anterior, tanto desde un punto de vista administrativo como desde un punto de vista penal.

En primer lugar, y aunque en las presentes líneas nos centremos en aspectos relativos a la legislación penal, no podemos olvidar que el papel fundamental de la CNMV se centra en la canalización al mercado de la información necesaria para la captación de ahorro en los mercados y que, como consecuencia de ello, existe una multiplicidad de normas administrativas que obligan al suministro de información completa y veraz y cuyo incumplimiento implica la posibilidad de aplicación de las correspondientes sanciones. Pero sucede además que también el CP incidía sobre este campo a través de los artículos 290 y 250 del CP que se mantienen, lógicamente, en vigor.

Así, el artículo 290 del CP sanciona a los administradores de hecho o de derecho que falsearen las cuentas anuales u otros documentos que deben reflejar la situación jurídica de la empresa por lo que, de producirse un falseamiento en la información a facilitar por el folleto o en las informaciones que las sociedades deben publicar conforme a la legislación del mercado de valores, dicho artículo sería de aplicación. Por otra parte, el artículo 250 del CP sanciona como estafa la utilización de un engaño bastante capaz de generar error y en consecuencia producir un desplazamiento patrimonial indeseado. Puesto que, como se ha indicado ya tantas veces, las decisiones de información se toman en base a la información financiera facilitada, el falseamiento de la información contenida en el folleto o en la exigida en general por la LMV podría considerarse como una práctica de engaño idóneo para producir el error que acaba generando el perjuicio patrimonial. Por ello, lo novedoso del artículo 282 bis del CP es que sanciona el propósito del autor, con independencia de que la falsedad en la que se incurre sea inocua o no idónea. Claro está que, al menos a nuestro juicio, de conseguirse ese propósito, la aplicación del artículo 282 bis sería preferente en relación a los mencionados artículos 290 y 250.

En definitiva, nos encontramos con una infracción de carácter penal que viene definida, no ya por una actividad ni por la obtención de un resultado, sino por un elemento subjetivo del injusto, es decir el mero propósito del autor de captar inversores o depositantes o colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio. Modestamente entendemos que sancionar un comportamiento inocuo en base al propósito de su autor excede de lo que debería ser el ámbito de intervención de la legislación penal.

Pero además, y con independencia de lo correcto o incorrecto del planteamiento, también aquí pensamos que la aplicación de dicho precepto desde el punto de vista práctico, al menos en lo concerniente a su primer párrafo, será escasa, por no afirmar que nula.

El falseamiento que se sanciona se refiere a sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores (artículo 31 de LMV) y a las actividades de emisión en los mercados primarios (artículo 25 de la LMV), por lo que se centra en las falsedades del folleto o en las incurridas en la información que trimestral, semestral o anualmente deben suministrar las sociedades emisoras a la CNMV, quedando excluidas de sanción penal las cometidas en folletos emitidos por sociedades emisoras de valores que no pretenden negociarlos en mercados secundarios. Es decir, quedaran excluidas de sanción penal (al menos por el presente precepto) la mayor parte de las conductas en las que se intente la captación de inversores por medio de un falseamiento de la información financiera.

Constituye una realidad innegable que, habida cuenta de las exigencias de información que se imponen para la emisión y negociación de valores en los mercados supervisados por la CNMV, el intento de obtener inversores mediante suministro engañoso de información se realizará en su inmensa mayoría al margen de esos mercados supervisados. No hace falta más que remitirnos a los sucesos de este tipo producidos desde la entrada en vigor de la LMV para observar que cuando un emisor ha pretendido actuar en los mercados con opacidad e información financiera falsa o incompleta lo ha hecho intentando eludir los controles de la CNMV, fundamentalmente actuando fuera del ámbito de su supervisión. No es este el momento para argumentar si las facultades de supervisión de la CNMV deberían aumentarse y extenderse a las actividades de captación de ahorro público en general, sino simplemente de poner de manifiesto que el ámbito donde pueden apreciarse las conductas descritas por el artículo 282 bis se encuentra, paradójicamente, fuera de su campo de aplicación. Se podrá afirmar que, al menos desde un punto de vista teórico, las continuas obligaciones de información y de auditoría de cuentas a las que se encuentran sometidas las empresas sometidas a supervisión no excluyen la posibilidad de suministro de información engañosa desde el punto de vista financiero, ya que cualquier posibilidad debe admitirse desde un punto de vista teórico, pero la veracidad y completitud de la información ofrecida por las entidades supervisadas es un hecho incontestable. Podrán discutirse determinados criterios contables para el reflejo de determinadas operaciones que podrían ser aceptados por los auditores y discutidos por las autoridades de la CNMV, o incluso pueden existir dudas en relación a la contabilización y valoración de operaciones sofisticadas fruto de la innovación financiera, pero pensar que un emisor pretenda captar inversores en mercados organizados y supervisados mediante el suministro de información falsa en los términos del artículo 282 bis resulta altamente improbable.

Precisamente por ello entendemos que en el ámbito de los mercados supervisados no será de aplicación el precepto. Partiendo de la importante y continua labor de supervisión

desarrollada por la CNMV, la falta de veracidad y completitud de las informaciones financieras facilitadas a los mercados no tendrá intensidad criminal bastante para merecer reproche penal y deberá resolverse, en su caso, mediante la aplicación de las potestades sancionadoras de la CNMV.

Ahora bien, en el caso de que la labor supervisora de la CNMV fallase gravemente y se consiguiese captar inversores o depositantes, la conducta se subsumiría en el nuevo tipo, y su sanción excluiría la sanción administrativa por parte de la CNMV.

4.3. Problemática del régimen penal en materia de abuso de mercado

4.3.1. ¿Responsabilidad de personas jurídicas?

El artículo 31 bis, introducido como consecuencia de la última reforma legislativa, dispone:

«1. En los supuestos previstos por este Código, las personas jurídicas serán penalmente responsables de los delitos cometidos en nombre o por cuenta de los mismos y en su provecho por sus representantes legales y administradores de hecho o de derecho. En los mismos supuestos, las personas jurídicas serán también responsables de los delitos cometidos, en el ejercicio de actividades sociales y por cuenta y en provecho de las mismas, por quienes estando sometidos a la autoridad de las personas físicas mencionadas en el apartado anterior, han podido realizar los hechos por no haberse ejercido sobre ellas el debido control atendidas las concretas circunstancias del caso.

2. La responsabilidad penal de las personas jurídicas será exigible siempre que se constate la comisión de un delito que haya tenido que cometerse por quien ostente los cargos públicos o funciones aludidas en el apartado anterior, aun cuando la concreta persona física responsable no haya sido individualizada o no haya sido posible dirigir el procedimiento contra ella».

La aplicación de este artículo, de importancia capital, se realiza mediante un sistema de cláusula específica, de tal forma que solo será aplicable cuando así se disponga en cada uno de los tipos penales que integran la parte especial, técnica que es de agradecer y que evitará inútiles discusiones en cuanto a la procedencia de su aplicación.

El artículo 288 del CP, en su párrafo segundo, dispone: *«Cuando de acuerdo a lo establecido en el artículo 31 bis una persona jurídica sea responsable de los delitos cometidos en este Código se le impondrán las siguientes penas: 1. En el caso de los delitos previstos en los artículos 270, 271, 273, 274, 275, 276, 283, 285 y 286 (...). 2. En el caso de los delitos previstos en los artículos 277, 278, 279, 280, 281, 282, 282 bis y 286 bis (...).».*

De acuerdo con el texto mencionado, la responsabilidad de las personas jurídicas será posible en los supuestos previstos por el artículo 285, 282, 282 bis pero no en el supuesto previsto por el artículo 284.

a) En el ámbito del artículo 285 del CP

En virtud de la descripción recogida en el artículo indicado, tan sólo podrán ser autores del delito quienes de forma directa o por persona interpuesta usaren o suministraren

información relevante a la que tengan acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, obteniendo para sí o para tercero un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad. La literalidad de dicho precepto, teniendo en cuenta además la cláusula contenida en el artículo 288, permite concluir que las personas jurídicas podrán ser consideradas responsables del delito tanto en concepto de autor propiamente dicho como en concepto de beneficiarios de la conducta de terceros.

El iniciado puede adoptar una decisión merecedora de reproche para sí directamente o a favor de una persona jurídica controlada por él mismo y también en algunos casos para beneficiar a una entidad, no controlada por él pero a cuyo favor presta sus servicios. Sin embargo, esta última posibilidad se antoja que difícilmente se concretará en el futuro. El comportamiento sancionado es *per se* un comportamiento individual caracterizado por que el iniciado busca, en ausencia de riesgo, su propio beneficio o como mucho el de personas cercanas a su entorno. Es cierto que puede actuar por o a favor de una persona jurídica interpuesta, pero en este caso se tratará de una persona jurídica que simplemente tiene como finalidad ocultar la verdadera identidad del beneficiario de la práctica; de hecho, en el caso que se comentó y que ha sido objeto de pronunciamiento por el Tribunal Supremo, el directo beneficiario del supuesto delito era una persona jurídica cuyos accionistas eran personas vinculadas con aquella en la que concurría la condición de iniciado; de haberse sancionado dicha práctica, y de estar vigente la reforma del CP que ahora se comenta, el artículo 31 bis podría haberse aplicado. Fuera de supuestos de este tipo, es difícil concebir en base a las reglas de la experiencia que un directivo de una compañía que hubiese tenido acceso al conocimiento, por ejemplo, de que iba a lanzarse una OPA sobre una determinada compañía adoptara como decisión empresarial el que la empresa para la que trabaja adquiriera acciones de la que será opada para después obtener el consiguiente beneficio. Algunos casos en el ámbito empresarial han puesto de manifiesto operaciones de compra y venta de acciones sobre las que algún directivo de la empresa compradora o vendedora tenía acceso a información que podía considerarse relevante pero, en esos casos, las razones últimas para acordar las mencionadas compras o ventas, aunque hayan beneficiado a la compañía en la que prestaba sus servicios ese directivo, han sido distintas a las que el iniciado atiende, y en este sentido ya nos pronunciamos en el sentido de que cuando un iniciado realice una operación sobre valores en los que posee información relevante, pero puede argumentar razones distintas para justificar su decisión, el tipo no debería de ser aplicado.

b) En el ámbito del artículo 284 del CP

La ausencia de cláusula específica en referencia al artículo 284, por parte del artículo 288, impide que, desde un punto de vista penal, la responsabilidad por la realización de prácticas tendentes a la alteración del libre sistema de formación de precios pueda imputarse a las personas jurídicas.

La conclusión antedicha, que deriva de la estricta literalidad de la norma, avala la conclusión que se establecía en apartados anteriores y que fijaba como supuestos en los que sería de aplicación el reproche penal únicamente a los casos contemplados en los apartados 2 y 3 del artículo 284, que excluyen la mayor parte de aquellos en los que la CNMV ha sancionado tales conductas. Si, como antes se dijo, la mayor parte de los supuestos de

manipulación que se han observado en nuestros mercados se centran en conductas imputables al emisor y realizadas en beneficio de éste, la exclusión contemplada por el artículo 288 carece de sentido. Aun así, y al menos desde un punto de vista teórico, al igual que no puede excluirse que la utilización de información privilegiada pueda desarrollarse en nombre y beneficio de una persona jurídica tampoco puede excluirse que las prácticas contempladas en los apartados 2 y 3 del artículo 284 (y mucho menos aún las contempladas en su apartado 1, si es que cabe atribuirle a éste un contenido concreto) lo hayan sido en beneficio y en nombre de tal persona jurídica. A nuestro juicio, la redacción de los artículos 284 y 288 se deben, por una parte, a la necesidad de incorporar a nuestro ordenamiento determinados planteamientos de la Directiva Comunitaria y, por otra, a la necesidad de otorgar una solución razonable a la necesidad de sancionar penalmente a las personas jurídicas, pero desgraciadamente sin tener en cuenta las características específicas de los mercados de valores sobre los que dichas normas actúan.

c) En el ámbito del artículo 282 del CP

El artículo 288 del CP contiene la cláusula específica que en relación a la aplicación del artículo 31 bis permite exigir responsabilidad penal en las personas jurídicas. Además, y con independencia de la oportunidad del precepto antes comentada, lo cierto es que, de apreciarse tales prácticas, en la mayor parte de los supuestos habrán sido realizadas en nombre y por cuenta de una persona jurídica.

La aplicación del precepto, en el supuesto de que las prácticas hubieran conseguido el propósito de su autor y la consiguiente subsunción de la conducta en el mencionado artículo con exclusión de lo dispuesto por el artículo 290, podría también permitir sancionar a la persona jurídica, cosa que no sería posible de aplicarse el artículo 290, ya que la cláusula específica habilitante no se predica de este último.

Por lo demás, y tal y como dispone el artículo 282, el sujeto activo del delito viene constituido por el administrador de hecho o de derecho del emisor. El concepto de administrador de hecho o de derecho debe ser el admitido con carácter general por el ordenamiento jurídico-penal; con respecto al folleto, serían responsables aquéllos de cuyas manos haya dependido, desde el punto de vista real, el que se introduzca la información mendaz, por lo que en cada caso debería analizarse el papel de las distintas personas físicas y jurídicas intervinientes, con exclusión, a nuestro juicio, de aquéllos que se hubieran limitado a ejercer meras actividades de intermediación; en definitiva, parece que el responsable deberá ser aquél bajo cuya responsabilidad recayó la confección del folleto.

4.3.2. *El ejercicio de la acción penal: inexigencia de denuncia de persona agraviada*

El procedimiento penal se inicia cuando se formula imputación frente a persona determinada por resultar indiciariamente responsable de la comisión de un delito. Los delitos que ahora contemplamos se encuentran recogidos en la Sección 3 del Capítulo XI bajo la rúbrica «Delitos relativos al mercado y los consumidores», y concretamente el artículo 287 dispone que *«para proceder por los delitos previstos en la Sección 3 de este Capítulo será necesaria denuncia de la persona agraviada o de sus representantes legales (...). No será*

precisa la denuncia exigida cuando la comisión del delito afecte a los intereses generales o a una pluralidad de personas».

Nuestro sistema jurídico, en concordancia con los ordenamientos jurídicos de nuestro entorno, protege los intereses de los inversores, entendiendo este término en su acepción vulgar, más amplia, protegiendo los mecanismos de libre funcionamiento de los mercados; es decir la protección de los primeros (inversores) se pretende de forma indirecta, intentando garantizar el correcto funcionamiento de esos mercados donde ellos actúan. Y para lograr este objetivo se creó, también a semejanza de los países de nuestro entorno, la CNMV, organismo especializado encargado de velar por el cumplimiento de tal objetivo.

Por eso, es a través de la CNMV como se produce la difusión de la información al mercado y esa información, que la CNMV controla, es la que a su vez genera las múltiples transacciones, órdenes de compra y venta sobre las que se podrá apreciar la existencia de utilización abusiva de información privilegiada o la realización de prácticas manipuladoras. Por definición, los ordenantes de las transacciones son anónimos y de forma anónima se entrecruzan también las transacciones en el mercado, de forma que quien vende no conoce quién compra su valor, y quien compra no conoce de quién lo adquiere. Solamente la CNMV, en ejercicio de sus facultades de supervisión e inspección, podría, con la obligada colaboración de los intermediarios financieros, conocer la identidad de esos ordenantes finales; de hecho la CNMV dedica gran parte de su tiempo a la investigación de las transacciones que, en función de los parámetros que la CNMV maneja (volumen, precio, inversión de la tendencia de la cotización, etc.), puedan calificarse de sospechosas, con la finalidad de determinar sus causas e identificar a sus responsables.

Si ello es así, parece que el origen normal de aquellas actuaciones en los mercados que acaben en los tribunales penales deberían nuclearse en torno a investigaciones de la CNMV; en principio sólo ella puede, al menos en origen, detectar las diversas circunstancias que afectan a la realización de los tipos penales, la identificación de los participantes, el beneficio obtenido, el proceso de formación de la cotización, la existencia de una posición dominante o incluso la bondad de la información suministrada a efectos de la captación de inversores. En los casos en que se aprecie irregularidad de carácter penal, la obligación de la CNMV es poner a disposición del Ministerio Fiscal la información obtenida⁽³¹⁾. Evidentemente también el Ministerio Fiscal, con carácter autónomo y en el ámbito de sus competencias, puede iniciar las actuaciones de investigación que entienda convenientes y ajustadas a derecho, pero creemos que en esos casos también, de una forma u otra, la intervención de auxilio de la CNMV deviene fundamental.

En el supuesto de que los perjudicados por las prácticas puedan individualizarse e identificarse, es claro que éstos podrían ejercer la acusación particular; de hecho, los delitos de la Sección tercera del Capítulo XI, en principio, prevén la denuncia de los perjudicados, pero desde un punto de vista práctico será difícil contemplar tal supuesto. En este contexto ¿qué papel viene a corresponder a la denominada *acción popular*? *Ab initio* debe señalarse que la acusación popular esta contemplada en los artículos 102 y 270 de la Ley de Enjuiciamiento Criminal y que en los últimos tiempos los Tribunales han resultado favo-

(31) Según el Informe Anual 2010 de la CNMV, 3 investigaciones de su Unidad de Vigilancia de Mercados fueron trasladadas en dicho año (2 en 2009) al Ministerio Fiscal.

rables no sólo a su necesaria admisión sino a una interpretación sumamente favorable a su intervención en el proceso penal. Ahora bien, resulta del todo punto discutible admitir que la acción popular, muchas veces nucleada en torno a agrupaciones defensoras de intereses genéricos y supuestamente generales, sean capaces de identificar a los sujetos activos de estas infracciones penales, y mucho menos ofrecer indicios racionales de su posible culpabilidad. Si la CNMV no denunció la práctica observada como irregular y el Ministerio Fiscal tampoco intervino por iniciativa propia ¿qué sentido tendría que la acusación popular interpusiese una querrela cuando estuviese la supuesta infracción a punto de prescribir, con la posibilidad de suspender dicho plazo seis meses más?

4.3.3. Problemas de prescripción

a) El alcance de la reforma. Ampliación del plazo. Actos interruptivos

El artículo 131 introducido después de la última reforma señala:

«1. Los delitos prescriben:

(...)

A los diez (años) cuando la pena máxima señalada por Ley sea prisión o inhabilitación por más de cinco años y que no exceda de diez.

A los cinco (años) los demás delitos, excepto los de injuria y calumnia, que prescriben al año».

Resulta evidente que el legislador posee las facultades necesarias para determinar cuál será el plazo de prescripción de los delitos; en el caso que nos ocupa, su opción ha sido la de incrementar el hasta ahora vigente, normalmente, para los tres delitos contemplados, de tres años. Son muchos quienes se han manifestado disconformes con la ampliación de tal plazo invocando la naturaleza constitucional de la institución de la prescripción. Además, concretamente, y aunque no puedan argumentarse razones sólidas para distinguir a los efectos de prescripción entre unos delitos y otros, lo cierto es que la ampliación del plazo en los tipos comentados no parece una medida adecuada; si como resulta razonable pensar todas las prácticas que podrían caer bajo su ámbito se encuentran sometidas al ámbito de supervisión de la CNMV, tres años parecen más que suficientes para la oportuna denuncia ante los tribunales penales; evidentemente, la ampliación del plazo favorecerá la interposición de denuncias por parte de acusaciones populares, cuyos criterios de actuación no siempre resultan transparentes, y ello sin tener en cuenta el perjuicio que puede causarse a los posibles imputados habida cuenta del estigma que, en el ámbito de los mercados, recaerá sobre ellos aun antes de la posible condena penal.

En relación a la utilización de información privilegiada del artículo 285, habrá que tener en cuenta los criterios del Tribunal Supremo en la sentencia aquí comentada; el plazo de prescripción deberá comenzar a contar desde el día en que se alcanzó la cotización más alta después de comunicado el hecho relevante, siempre que dicha cotización (la más alta) no deba imputarse a causas distintas de la publicación de ese hecho relevante. En el caso de los supuestos contemplados en los apartados 2 y 3 del artículo 284, el plazo comenzará en el momento en que se produzcan los resultados allí contemplados, y en el caso de que cupiera apreciar (discutible) un intento de alteración de cotización (apartado 1), en la

medida en que nos encontraríamos con un delito de actividad, el plazo empezaría a contar desde que la práctica se realice (insistimos de nuevo en que creemos que en estos casos no será de aplicación la norma penal). Por lo que respecta a los supuestos del artículo 282 bis, cuando se trate de información falsa facilitada a través de folleto, el plazo debería contar a partir de la fecha del folleto, sin perjuicio de que en función de los resultados de la suscripción la pena a aplicar será distinta; si la información falsa se contiene en las informaciones financieras que periódicamente han de ofrecer los emisores, el plazo comenzará a contar desde la fecha en la que dicha obligación fue cumplimentada.

La nota más destacada en la reforma introducida se centra en lo dispuesto por el artículo 132.2.2, que señala que *«la presentación de querrela o denuncia formulada ante un órgano judicial, en la que se atribuya a una persona determinada su presunta participación en un hecho que pueda ser constitutivo de delito o falta, suspenderá el plazo de la prescripción por un plazo de seis meses para el caso de delito y dos meses para el caso de falta, a contar desde la misma fecha de la presentación de la querrela o de formulación de denuncia. Si dentro de dicho plazo se dicta contra el querrellado o denunciado, o contra cualquier otra persona implicada en los hechos, alguna de las resoluciones judiciales mencionadas en el apartado anterior; la interrupción de la prescripción se entenderá retroactivamente producida, a todos los efectos, en la fecha de la presentación de la querrela o denuncia. Por el contrario, el término de prescripción continuará desde la fecha de presentación de la querrela o denuncia si dentro del plazo de seis o dos meses, en los respectivos supuestos de delito o falta, recae resolución judicial firme de inadmisión a trámite de la querrela o denuncia o por la que se acuerde no dirigir el procedimiento contra la persona querrellada o denunciada»*. No hace falta ser un experto jurídico para aceptar que la técnica adoptada por el legislador favorece las tesis que en esta materia el Tribunal Supremo venía defendiendo frente a las que a su vez mantenía el Tribunal Constitucional. De hecho, con la fórmula suspensiva acordada, la mera interposición de denuncia o querrela interrumpirá, en la mayor parte de los casos, el cómputo de la prescripción.

4.4. Conclusiones

En cuanto al tratamiento penal del uso o suministro de información privilegiada:

A pesar de las reformas introducidas en el CP de 1995, exigidas según la exposición de motivos de la Ley Orgánica por la necesidad de abordar nuevas forma de delincuencia, la sanción penal por utilización de información privilegiada se ha concretado en un único pronunciamiento del nuestro Tribunal Supremo. Después de las reformas introducidas por la Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio, creemos que la situación será similar, puesto que ninguna modificación se ha operado en la redacción del artículo 285 del CP y que la inmensa mayoría de las prácticas irregulares seguirán siendo objeto de sanción en el ámbito administrativo.

En cuanto a la sanción penal de las prácticas tendentes a alterar el libre proceso de formación de precios:

A nuestro juicio, las reformas introducidas en 2010 en el artículo 284 del CP, añadiendo al apartado primero ya existente e introducido por la Reforma de 1995 dos apartados nuevos, obligan a una reconsideración de los supuestos en los que dicho artículo deberá ser

aplicado y por ende a los criterios para distinguir los casos en que serán objeto de sanción administrativa y aquéllos que deberán ser enjuiciados en el oportuno proceso penal.

La reforma de 1995 únicamente se refirió a la manipulación de cotizaciones en un sentido genérico, englobando dichas prácticas junto con las que se podían producir en cualquier mercado establecido para la contratación de productos y señalando como medios para la consecución de tal objetivo la amenaza, la violencia y el engaño, sin distinguir entre las características de los distintos mercados ni en qué supuestos la sanción penal se aplicaba con preferencia a los tipos contemplados en la Ley del Mercado de Valores. La reforma de 2010 mantiene este precepto pero, como consecuencia de la necesidad sentida por el legislador de adaptar su legislación a la Directiva Comunitaria 2003/6/CE, añade dos supuestos, ya referidos a los mercados de valores que, al margen de tener que considerarse como infracciones de resultado (a diferencia de la del apartado primero, que se refiere a una infracción de simple actividad), no constituyen los supuestos habituales en los que han sido apreciadas manipulaciones en nuestros mercados, y parece que sólo pueden ser realizados por las personas físicas. De acuerdo a nuestro criterio, después de la reforma de 2010, el delito deberá ser nucleado en torno a las conductas de esos apartados 2 y 3, por lo que la gran parte de las manipulaciones que podrían detectarse en nuestros mercados deberán ser objeto de una sanción administrativa.

En cuanto a la redacción del artículo 282 bis y el suministro de información engañosa al mercado:

La introducción del mencionado artículo 282 bis a través de la reforma de 2010 implica la introducción de un tipo específico, de dudosa necesidad y cuya aplicación práctica resultará, también, escasa. Hasta la reforma de 2010, la sanción penal por el suministro de información engañosa al mercado se podía sancionar a través de los artículos 250 o 290 del CP, pero en ambos casos se requería la existencia de un engaño o falsedad idónea para producir el resultado. A partir de dicha reforma, la inocuidad de la falsedad o el engaño no resulta relevante.

En todo caso, la sanción de las conductas contempladas en el párrafo primero del artículo 282 bis, que se incluye dentro de un precepto originalmente pensado para sancionar la publicidad engañosa en general, conceptualmente distinta del engaño que, en los mercados de valores, genera el suministro de información mendaz, excluye conceptualmente la posibilidad de sancionar administrativamente el suministro de información engañosa con resultado fallido. No obstante, la aplicación penal de dicho precepto se presume escasa. Si se produce el perjuicio como consecuencia del suministro de esa información falsa, algo que sólo se considera posible mediante un fallo de las facultades de supervisión de la CNMV, la aplicación del artículo 282 bis absorberá los supuestos contemplados en los artículos 251 y 290 del CP y excluirá la aplicación de sanciones administrativas. En todo caso la situación es la misma que la que existía antes de la publicación del nuevo precepto penal.

En cuanto a la posibilidad de sancionar penalmente a las personas jurídicas:

En los casos de suministro de información falsa y utilización de información privilegiada podrán ser sancionadas las personas jurídicas en cuyo favor sean tomadas las decisiones de inversión, lo que en el ámbito de la utilización de información privilegiada y por razones

prácticas difícilmente ocurrirá, salvo cuando se trate de personas jurídicas controladas por el iniciado. Las prácticas manipuladoras contempladas en el artículo 284 no darán lugar a responsabilidad penal de las personas jurídicas, lo que en principio no parece razonable.

En cuanto al plazo de prescripción:

La reforma introducida por la Ley Orgánica 5/2010, de 23 de junio, amplía el plazo de prescripción de los tipos contemplados de 3 a 5 años; adicionalmente, debe tenerse en cuenta que la interposición de denuncia o querrela suspende el cómputo del plazo para apreciarla, lo que de hecho implica una extensión adicional de aquél, lo que de alguna forma representa una victoria de las tesis mantenidas por el Tribunal Supremo frente al Tribunal Constitucional a la hora de determinar el momento a partir del cual la prescripción debía entenderse interrumpida.

En cuanto al papel de la CNMV y al ejercicio de la acción popular:

Además de las facultades que le corresponden a la CNMV en el ámbito de la supervisión y sanción, el papel de esta institución, tanto en la denuncia de los posibles tipos penales como en el auxilio a los órganos judiciales y al propio Ministerio fiscal para la determinación de las complejas cuestiones a dilucidar para la sanción de estas conductas, deviene fundamental.

Para la detección, denuncia y sanción de las conductas aquí contempladas, la actuación de la CNMV y del Ministerio Fiscal resulta el cauce procedimental adecuado para el ejercicio de la acción penal, mientras que el ejercicio de la acción popular, a tales efectos, se antoja problemático.

BIBLIOGRAFÍA

- AUGER LIÑÁN, C.: «Delitos bursátiles». *Poder Judicial*. Número especial IX. Páginas 227 y ss. 1998.
- BAJO FERNÁNDEZ, M.: «Uso de información privilegiada». *Cuadernos de derecho judicial*, núm. 10, 1998.
- DE CARLOS BELTRÁN, L. / MAGIDE HERRERO, M.: «La determinación del beneficio derivado del uso indebido de información privilegiada; reflexiones al hilo de la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 17 de julio de 2009». *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 7. Pp. 41-66, 2010.
- ENTRENA RUIZ, D.: «El empleo de información privilegiada en los mercados de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador». Ed. Thomson-Civitas. Cizur Menor, 2006.
- «El régimen de supervisión, inspección y sanción del mercado de valores, en particular del abuso de mercado», en *Derecho de la regulación económica* (Santiago Muñoz Machado, dir.), vol. 2 (*Mercado de valores*), pp. 519-582, 2010.
- HERNÁNDEZ SAINZ, E.: *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*. Ed. Thomson-Civitas. Cizur Menor, 2007.
- IBARRA IRAGÜEN, J.: «Breves comentarios en torno a las características de nuestros mercados de valores y a la posibilidad de desarrollar en ellos prácticas fraudulentas».

- «Derecho del Mercado de Valores». *Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid*, núm. 10. Pp. 111-171, octubre de 1998.
- KIRCHNER BALIU, P. / ACUÑA QUIROGA, C.: «El elemento subjetivo en las operaciones con información privilegiada (Análisis de la Sentencia Spector Photo Group NV, de 23 de diciembre de 2009, del Tribunal de Justicia de la Unión Europea)». *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 7. Pp. 339-345, 2010.
- LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, J.: «El “insider trading”». *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*. Fascículo III, 1993.
- LÓPEZ Y LÓPEZ, E.: «Delitos relativos al mercado y a los consumidores», *Diario La Ley*, núm. 7534, 2010.
- MARTÍNEZ FLÓREZ, A.: «Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores española)». *Revista de Derecho Mercantil*, 2001.
- MAYOR MENÉNDEZ, P.: «Sobre la responsabilidad conjunta de las personas jurídicas y sus administradores en el Derecho administrativo sancionador (especial referencia al Mercado de Valores)». *Revista Española de Derecho Administrativo*, núm. 87, julio/septiembre de 1995.
- MINGUELL ELEIZALDE, B.: «La información privilegiada». *Instituciones del Mercado Financiero*. Vol. VI. La Ley, Madrid, 1999.
- MONROY ANTÓN, A.J.: «El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 98, abril-junio de 2005.
- PALÁ LAGUNA, R. y GUERRA MARTÍN, G.: «El Real Decreto 1333/2005, sobre abuso de mercado en la perspectiva del Derecho de Sociedades». *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 26. Pp. 119-138, 2006.
- RODRÍGUEZ MOURULLO, G.: «La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal». *Poder Judicial*, número especial IX. Pp. 237 y ss., 1988.
- «La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no». *Anales de la Real Academia de jurisprudencia y legislación*, núm. 37. Pp. 595-614, 2007.
- TAPIA HERMIDA, A.: «El concepto de utilización de información privilegiada». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 120, octubre-diciembre de 2010.
- «La prohibición de revelar información privilegiada: su delimitación y alcance para los miembros del órgano de administración o de control elegidos por los trabajadores». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 109, enero-marzo de 2008, pp. 31-134.
- SÁNCHEZ CALERO, F.: «Delitos bursátiles». *Poder Judicial*. Número especial IX. Pp. 251 y ss., 1988.
- SÁNCHEZ GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.: «El abuso de información privilegiada (“insider trading” y operaciones de iniciados)». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 28, octubre-diciembre de 1987, pp. 721-792.

EVALUACIÓN DE LOS REQUISITOS PARA LA EMISIÓN DE LAS ACCIONES RESCATABLES

MIGUEL ÁNGEL VILLACORTA HERNÁNDEZ

*Profesor Contratado Doctor
Universidad Complutense de Madrid*

RESUMEN

El artículo analiza los requisitos establecidos para emitir acciones rescatables en la legislación mercantil española. Al analizar el texto, se identifican deficiencias en tres requisitos: la limitación cuantitativa, la limitación cualitativa y el periodo de carencia.

Las conclusiones previstas son identificar cada una de las deficiencias establecidas, y proponer una nueva regulación que las resuelva, o al menos las atenúe.

Palabras clave: *Clases de acciones, acciones rescatables, híbridos financieros, derecho mercantil.*

ABSTRACT

The article discusses the requirements to issue redeemable shares in the Spanish corporate law. When analyzing the text, identifies deficiencies in three conditions: the limitation quantitative and qualitative limitation the vesting period.

The foreseen conclusions are to identify each of the established deficiencies, and to propose a new regulation that solves them, or at least attenuate them.

Key words: *Classes of actions, redeemable shares, financial hybrids, commercial law.*

SUMARIO

INTRODUCCIÓN.

I. LIMITACIÓN CUALITATIVA.

II. LIMITACIÓN CUANTITATIVA.

III. PERÍODO DE CARENCIA.

CONCLUSIONES.

BIBLIOGRAFÍA.

INTRODUCCIÓN

Las acciones rescatables, redimibles o recuperables, constituyen una alternativa más, que se incorpora a la oferta de las distintas formas de financiación existentes para las socie-

dades anónimas cotizadas en la legislación mercantil española: acciones o participaciones sociales ordinarias, acciones o participaciones sociales privilegiadas, acciones o participaciones sociales sin voto, acciones rescatables, participaciones preferentes, préstamos participativos, obligaciones ordinarias, obligaciones convertibles en acciones, préstamos y otro endeudamiento externo.

El régimen jurídico aplicable en la actualidad a las acciones rescatables en España es el general dispuesto para toda acción con las particularidades que, en razón de su carácter redimible, detallan los arts. 500 (emisión) y 501 (amortización) del TRLSC. Al analizar ambos artículos, es posible identificar deficiencias en tres requisitos: la limitación cuantitativa, la limitación cualitativa y el periodo de carencia.

I. LIMITACIÓN CUALITATIVA

El art. 500.1 TRLSC empieza con la frase «las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables», por lo que la normativa española limita la emisión de las acciones rescatables a un cierto tipo de sociedades; sólo pueden ser emitidas por empresas que cumplan dos condiciones: sean sociedades anónimas y sean cotizadas⁽¹⁾.

La única forma de organización empresarial que la legislación mercantil española permite cotizar es la SA⁽²⁾, por lo que en España no podrán emitir acciones rescatables las SRL ni cualquier otra tipología jurídica distinta a las SA.

Ningún apartado de la Directiva Europea hace referencia al requisito de cotización. Tampoco la citada limitación está definida en ninguna otra legislación que regula las acciones rescatables⁽³⁾.

(1) La jurisprudencia sólo incide en el requisito de cotización, no en el de que sea sociedad anónima. Vid. Sentencia 39/2002, de 25 de enero de 2002 de la Audiencia Provincial de Zaragoza.

(2) El concepto de «sociedades por acciones» engloba a todo tipo de sociedades cuyo capital social está dividido en acciones. En nuestro país, las únicas posibles sociedades por acciones son las que presenten una de las dos siguientes formas jurídicas: las sociedades anónimas y las sociedades comanditarias por acciones. Pero no todas las sociedades por acciones pueden participar de los mercados bursátiles, sino que deben cumplirse otros requisitos adicionales (art. 9 y ss. del RD 1310/2005). Únicamente pueden considerarse sociedades admitidas a cotización las SA que cumplan los requisitos de capital social mínimo (6 millones de euros), estén representados en anotaciones en cuenta y sean libremente transmisibles. Al mismo tiempo, deberán solicitar su admisión y cumplir los trámites necesarios, y aportar los documentos establecidos reglamentariamente para cotizar (folleto informativo, auditorías, escrituras de constitución, estados financieros, verificación por la CNMV, etc.). Esto supone que el RD 1310/2005 no incluye los requisitos de número de accionistas (100 con una participación individual inferior al 25% del capital) y de los beneficios obtenidos (en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos deben haber sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos sobre los beneficios y dotadas las reservas legales y obligaciones correspondientes) que aparecían en el Reglamento de Bolsas de Comercio aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio, y modificados posteriormente por la OM de 19 de junio de 1997 (BOE 21-6-1997).

(3) Solamente existe un apoyo a la inclusión de la limitación cualitativa para el rescate en Francia. El art. L. 228-20 *Code Commerce* prevé un rescate que sólo podrá ser usado por sociedades cotizadas: el rescate o reembolso de acciones, a iniciativa de la sociedad o del titular, cuando el mercado carezca de liquidez y de acuerdo a las condiciones previstas en los estatutos.

El resto de apoyos para su inclusión tienen su origen, no en las acciones rescatables, sino en las acciones sin voto. La única referencia que puede apoyar la limitación cualitativa en España, aunque sea para otra figura, aparece en el art. 14 del texto italiano, donde la emisión de las acciones sin voto se reserva exclusivamente a las sociedades cotizadas.

Incluso el Derecho positivo de Dinamarca⁽⁴⁾, Estados Unidos⁽⁵⁾, Irlanda⁽⁶⁾, Italia⁽⁷⁾, Portugal⁽⁸⁾ y Reino Unido⁽⁹⁾ permite expresamente la emisión de acciones rescatables para sociedades no cotizadas.

La referencia al requisito de cotización encuentra argumento en el hecho de que la Reforma de 1998 se introdujo en una Disposición Adicional (la decimoquinta) de una Ley de Reforma del Mercado de Valores. La reforma supuso el reconocimiento legal de una nueva categoría de sociedades anónimas: las anónimas cotizadas. Entre las características de estas sociedades anónimas cotizadas está la posibilidad de emitir acciones rescatables.

Aunque posteriormente observaremos cómo algunos detalles de la limitación cualitativa no están claros, los aspectos generales del requisito sí son precisos: existe una limitación para que las acciones rescatables sólo puedan estar emitidas por sociedades anónimas cotizadas. Parece claro que no se debería haber incluido esta limitación, y las acciones rescatables deberían poder ser emitidas por todo tipo de sociedades: cotizadas, no cotizadas, anónimas, comanditarias por acciones, de responsabilidad limitada o de otro tipo⁽¹⁰⁾. Para desarrollar todo esto, a continuación se separa el razonamiento en dos: se inicia con las dudas sobre la necesidad de cotización, para posteriormente centrarnos en la cuestión de la forma jurídica.

La cotización de las acciones permite tanto una transmisibilidad más rápida como el establecimiento de un precio fijado diariamente, pero no existe ninguna peculiaridad en su esencia ni en su naturaleza que justifique la exclusión de las acciones rescatables en sociedades no cotizadas⁽¹¹⁾. Por ello, lo acertado hubiera sido permitir la emisión de

El italiano *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Dlgs de 24 febrero de 1998, núm. 58) introdujo cambios significativos en la disciplina de las sociedades cotizadas, incorporando un régimen propio y diferenciado de las sociedades no cotizadas. Esta modificación ha afectado a las *azioni di risparmio* que, en línea con las reformas realizadas en la legislación española en 1998, se someten a un estatuto jurídico más flexible cuando la sociedad emisora tiene la condición de cotizada (*vid.* Dlgs de 24 febrero de 1998, núm. 58, arts. 145-147).

(4) *Vid.* BENNETSEN, C., «Company Law in Denmark», *Company Law in Europe*, 17.^a ed., Division B, Londres, 2000, p. 232.

(5) *Cfr.* art. 6.02 RMBCA y art. 151.b *Delaware General Corporation Law*.

(6) El art. 64 *The Companies Act 1963* autorizó, tanto a las *public companies* como a las *private companies*, a la emisión de acciones rescatables preferentes (*redeemable preference shares*), siempre que los estatutos sociales permitieran esta posibilidad. Por su parte, el art. 207 *The Companies Act 1990* permitió a las «*limited companies*», previa utilización estatutaria, emitir acciones rescatables de cualquier clase (ya no sólo acciones rescatables preferentes) y autorizó la conversión de acciones emitidas de cualquier clase en acciones rescatables.

(7) *Cfr.* art. 2348 *Codice Civile*.

(8) *Vid.* art. 345 *Codigo das Sociedades Comerciais*.

(9) *Cfr.* arts. 159 y 160 *The Companies Act 1985*. Por su parte, el art. 684 *The Companies Act 2006* establece que una «*limited company*» puede emitir acciones rescatables («*redeemable shares*») ya sea abierta o cerrada. Los estatutos de una «*private limited company*» pueden excluir o restringir la emisión de las acciones rescatables. Una «*public limited company*» solamente puede emitirlos si está autorizado en sus estatutos.

(10) Las rescatables pueden ser más interesantes para SRL porque, de sus características implícitas, se deriva que un titular tiene más difícil su transmisión que los accionistas de la SA. Si se admitiera que las SRL pudieran emitir rescatables, en la figura habría que diferenciar entre acciones rescatables y participaciones sociales rescatables.

(11) Esta fundamentación es apoyada por parte de la doctrina. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: «Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables», en *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. I, McGraw-Hill, Madrid, 2002, p. 940, argumenta que «si la finalidad de la emisión es

acciones rescatables a todas las acciones, sean cotizadas o no, al igual ocurre con el resto de clases de acciones, como las acciones sin voto⁽¹²⁾. Nuestra opinión es que deberían poder emitir acciones rescatables tanto sociedades cotizadas como no cotizadas, aunque evidentemente reconocemos el mayor control de las cotizadas; la observación de este mayor control llevó a autores a realizar afirmaciones que justifican la exclusividad de la emisión de acciones rescatables a favor de las cotizadas⁽¹³⁾. Es verdad que las sociedades no cotizadas tienen menos garantías que las cotizadas, pero sería mucho más interesante ampliar la posibilidad de emitir las que no sean cotizadas, aunque sea por medio de un aumento legislativo de sus garantías, por ejemplo con la inclusión de la necesidad de que las sociedades no cotizadas tengan que cumplir unas obligaciones adicionales a las que posean las cotizadas.

La obligatoriedad de que las acciones rescatables se encuentren legislativamente delimitadas a las unidades económicas cotizadas es un problema porque excluye de su emisión a las PYMES⁽¹⁴⁾,

poner a disposición del gran público inversor un instrumento que incremente la liquidez de los mercados... el requisito de cotización carece de sentido». En efecto, la emisión de acciones rescatables en sociedades no cotizadas favorecería la inversión de terceros y la captación de recursos, ya que «los inversores de estos títulos dispondrán de un instrumento que evitaría la rigidez del mercado de acciones» y vendría a evitar la difícil transmisibilidad de sus valores al no estar admitidos a negociación en un mercado secundario. Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: «Notas en torno...», *op. cit.*, p. 941. Más claro aún es FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002, p. 242, quien cree posible que las acciones no cotizadas emitan acciones rescatables con los siguientes argumentos: «Las acciones de las cotizadas son amortizables en las mismas condiciones y con los mismos requisitos que las acciones emitidas por las no cotizadas... De la normativa no es posible inferir unas reglas sustantivas específicas, menos aún unos principios que gobiernen la amortización de las rescatables... En consecuencia no me cabe duda de la posibilidad de extender la aplicación de las reglas previstas en el art. 92 bis y 92 ter a las sociedades no cotizadas». En términos parecidos CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007, p. 295.

(12) Aunque ahora esté limitada la emisión de acciones rescatables a las sociedades cotizadas, en un momento posterior se debería ampliar su emisión a todo tipo de compañías cotizadas o no, al igual que ha ocurrido con las acciones sin voto. El art. 43.1 del Anteproyecto de LSA de 30 de mayo de 1979 sólo permitía que las acciones sin voto fueran emitidas por sociedades anónimas cotizadas. Esta previsión fue mantenida en el art. 38.1 del Anteproyecto de LSA de julio de 1986. Sin embargo, al aprobar el TRLSA se permitió la emisión por parte de sociedades cotizadas y no cotizadas.

(13) «Teniendo en cuenta los riesgos que presentan estos valores, ... el requisito de que las acciones rescatables sólo puedan estar emitidas por sociedades anónimas cotizadas... parece del todo punto razonable, ya que como consecuencia del acceso a la negociación en un mercado secundario, el control a que se verá sometida la emisión de este tipo de acciones será mayor». Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ: «Notas en torno...», *op. cit.*, p. 940. También son partidarios de restringir la emisión de acciones rescatables a las cotizadas ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad ...», *op. cit.*, 1999, pp. 30 y ss.; CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, p. 241; YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004, p. 116.

(14) Las acciones rescatables pueden ser un medio de financiación para empresas de pequeño y medio tamaño (PYMES) sin acceso real a los mercados bursátiles. En España, las acciones rescatables únicamente pueden ser emitidas por empresas que coticen en un mercado secundario. Del funcionamiento del mercado secundario se benefician tanto las grandes empresas como las pequeñas, pero en el caso de las PYMES los requisitos exigidos para el acceso al mercado secundario provocan que ofrezcan rendimientos muy bajos a los accionistas. La emisión de acciones rescatables podría ser una buena oportunidad para las pequeñas y medianas empresas, porque estudiando el comportamiento de un gran número de inversores queda claro que buscan instrumentos de ahorro que posean una rápida, sencilla y barata desinversión aunque sacrifiquen por ello una parte de los beneficios (simplemente debemos analizar el éxito de los FIM y de los FIAMM).

que son la mayoría de las empresas españolas⁽¹⁵⁾ y las que están más necesitadas de recursos financieros⁽¹⁶⁾.

Los argumentos para justificar que las sociedades no cotizadas también puedan emitir acciones rescatables no se limitan únicamente a que se deja fuera gran parte de las empresas españolas, sino porque también existen problemas de fundamentación de la esencia de la operación. El derecho de rescate tiene más sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, es decir, tiene más utilidad en acciones no cotizadas emitidas por empresas cotizadas⁽¹⁷⁾.

Como el derecho de rescate sólo tiene sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, no parece compatible la idea de acciones rescatables que coticen en bolsa. Desde esta investigación se observa otra utilidad diferente: será más útil para empresas cotizadas que quieran emitir algunos valores fuera de cotización⁽¹⁸⁾. El legislador marca la necesidad de que la sociedad sea cotizada, pero las acciones podrían no estar necesariamente cotizando⁽¹⁹⁾.

De todas formas, aunque tenga cierta utilidad para empresas cotizadas, no hay argumentos para limitarla a este tipo de sociedades, por lo que sería más acertado permitir la emisión de acciones rescatables a todas las sociedades, sean cotizadas o no⁽²⁰⁾. Como el derecho de rescate tiene sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, ampliar el ámbito de aplicación supondría facilitar la financiación a muchas empresas no cotizadas.

La aceptación de las ideas anteriores modificaría cualquier exposición de las acciones rescatables, porque supondría que el único requisito es que las acciones rescatables fueran

(15) La exclusión de las PYMES es relevante porque son el tipo de compañías más numeroso dentro del tejido empresarial español. El porcentaje de PYMES sobre el conjunto de la estructura empresarial española es 99,8%. *Vid. DIARIO DE SESIONES DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS: Pleno y Diputación Permanente. Sesión Plenaria núm. 12, celebrada el miércoles 26 de mayo de 2004, p. 428.*

(16) GARCÍA MANDALONIZ, M.: *La financiación de las PYMES*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2003, pp. 69-70, ofrece datos sobre los problemas de financiación de la PYMES. «... los problemas financieros de las PYMES proceden de dos frentes. En un frente, por el predominio de la financiación bancaria como fuente de recursos ajenos (o capital ajeno) a corto plazo; por una intensa dependencia, al tiempo, de fuentes de financiación ajena distinta de las que proceden de la negociación con los intermediarios financieros: proveedores, familiares o amigos y socios. En otro frente, por una casi absoluta preeminencia de la autofinanciación como fuente de recursos propios (o capital propio), y una gran dificultad de penetrar en el mercado de valores».

(17) Aunque en España las acciones rescatables únicamente pueden ser emitidas por empresas que coticen en un mercado secundario, es lógico pensar que el emisor no desea la cotización de estas acciones tan peculiares, para así poder diversificar aún más su oferta y diferenciarse de los productos existentes en el mercado. El TRLSC no obliga en ningún momento a que estas acciones coticen. La emisión de acciones rescatables en el mercado secundario, aunque pueda ser utilizada de forma puntual, no tiene sentido como práctica general, pues el derecho de las acciones rescatables de conceder un mayor grado de liquidez pierde su sustancia si existe un mercado de referencia en el que pueden enajenarse al valor de cotización de forma rápida y barata.

(18) Esta idea reforzará nuestra posterior argumentación para justificar la cotización parcial de los emisores de acciones rescatables.

(19) Dentro de las acciones rescatables emitidas en España existe un gran número de características comunes coincidentes en todas ellas. Una de ellas, fundamental, es que todas las emisiones son cotizadas. Sin embargo, esto no hubiera sido necesario, porque la ley marca la necesidad de que la sociedad sea cotizada, pero las acciones podrían no estar necesariamente cotizando.

(20) El art. 47 del Anteproyecto de Ley de Reforma de la LSA de enero de 1987 autorizaba la emisión de rescatables, independientemente de la condición de cotizada de la sociedad emisora.

emitidas por sociedades anónimas⁽²¹⁾. Pero podríamos ir más allá, pues no existe ningún elemento de los principios configuradores de los distintos tipos de sociedades mercantiles establecidos en España que impidan la utilización de un instrumento financiero con las características de las acciones rescatables. Si aceptáramos estas ideas, la posibilidad de emisión podría ser ampliada también a todo tipo de sociedades, por ejemplo a las sociedades de responsabilidad limitada⁽²²⁾.

Las afirmaciones anteriores son opiniones sobre lo que debería ser la regulación, sin embargo, la Ley establece una clara limitación cualitativa sobre las sociedades anónimas cotizadas. A pesar de que los aspectos generales de la limitación cualitativa son claros, la regulación no es concreta en su detalle: ni define el ámbito de cotización (es decir, qué se entiende por sociedades cotizadas), ni establece las consecuencias de la pérdida de cotización (ya sea por causas voluntarias o forzosas), ni regula la posibilidad de cotización parcial de los emisores y, por último, no establece si las acciones rescatables deben estar cotizadas o si basta con que lo sean las empresas.

El aspecto fundamental del análisis de la limitación cualitativa es identificar qué empresas pueden incluirse entre las sociedades anónimas cotizadas. Antes de la entrada en vigor del TRLSC la situación era muy deficiente. La legislación española igualaba dos términos que no son exactamente idénticos: «sociedades con acciones cotizadas» (DD.AA. Primera y Segunda del TRLSA) y «sociedades cotizadas» (RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas de sociedades cotizadas, BOE de 26 de marzo de 1991). No son idénticos porque pueden existir sociedades anónimas sin acciones cotizadas, pero con títulos de renta fija o participaciones preferentes cotizando en algún mercado⁽²³⁾. El art. 92 bis TRLSC se decantó por el término «sociedades cotizadas», que engloba a todas las sociedades con algún título cotizado en este momento. Los términos «sociedades cotizadas» o «sociedades con acciones cotizadas» utilizados hasta la entrada en vigor del TRLSC son inadecuados por ambiguos, ya que permiten que estén cotizando en el Mercado Continuo⁽²⁴⁾ de la Bolsa de valores española⁽²⁵⁾, pero también permiten que

(21) MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», en VIVES, F. y PÉREZ ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Marcial Pons, Barcelona, 2006, pp. 457-516, p. 493, es partidario de ampliar la aplicación de la figura a las sociedades anónimas no cotizadas con este argumento: «el requisito subjetivo por el que se exige la cotización bursátil de la sociedad emisora de acciones rescatables no parece conectarse necesariamente con la especial naturaleza de dichas sociedades: no encontramos a lo largo del régimen jurídico del TRLSA requisitos o limitaciones que se justifiquen únicamente desde el prisma de las sociedades anónimas en general».

(22) FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, p. 241, extiende también la posibilidad de emisión de acciones rescatables de sociedades no cotizadas a sociedades de responsabilidad limitada, ya que en estas últimas «no se plantean problemas sobre la posibilidad de establecer en estatutos cláusulas estatutarias que permitan a la sociedad adquirir las acciones del socio o impongan al socio la obligación de entregar las acciones a la sociedad para su rescate o, incluso, ordenan la enajenación a favor de tercero para cuando concurren circunstancias expresadas de forma clara y precisa en estatutos. Estas cláusulas caben dentro del art. 188.3 del RRM».

(23) Es el caso, por ejemplo, de una sociedad que tenga tanto acciones como instrumentos de renta fija cotizados y, en algún momento, dejen de cotizar las acciones.

(24) En España existen diferentes formas para que una empresa o grupo (incluidas las SICAV) coticen: en Parqué, Mercado Continuo, Nuevo Mercado y Mercado Alternativo Bursátil.

(25) La sociedad Bolsas y Mercados Españoles integra todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. Esta compañía está constituida por Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, MF Mercados Financieros, Iberclear, BME Consulting y Mercado Alternativo Bursátil.

sea de otro país, o que sea en nuestro país pero no en el Mercado Principal (o Primer Mercado), por ejemplo que sea en los Segundos Mercados de una Bolsa de valores⁽²⁶⁾, o que las acciones que coticen sean de renta fija, Deuda Pública, derivados, futuros o participaciones preferentes en vez de acciones⁽²⁷⁾. El legislador, para evitar dudas, tendría que haber sido más preciso al definir el nivel de cotización necesario, por ejemplo (de menor a mayor nivel de rigidez): «sociedades con acciones cotizadas en el Mercado Continuo español», «sociedades con acciones cotizadas en cualquier Mercado de las Bolsas de Valores españolas (Mercado Continuo, Parqué y Nuevo Mercado)», «sociedades con cualquier título cotizado en algún Mercado secundario oficial de valores español (Bolsas de Valores, Mercado de Deuda Pública Anotada, Mercado de derivados MEFF, AIAF y Mercado de Futuros)», «sociedades con cualquier título cotizado en algún Mercado secundario de valores español, sea oficial o no oficial (Mercado secundario oficial, Latibex, *Exchange Traded Funds* y Mercado Alternativo Bursátil [MAB])» o «sociedades con cualquier título cotizado en algún Mercado secundario oficial de valores (sea español o internacional)».

El art. 500 TRLSC precisa el requisito estableciendo que sólo las «sociedades cotizadas» podrán emitir acciones que sean rescatables (el art. 92 bis TRLSA utilizaba el término «sociedades con acciones cotizadas»). La verdadera novedad se encuentra en que el art.

(26) En la DA séptima de la LRLMV, que modifica el art. 48.1.a) de la Ley 18/1991, se recoge lo siguiente: «han de entenderse por mercados secundarios oficiales de valores, además de los previstos expresamente en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, los Segundos Mercados para pequeñas y medianas empresas de las Bolsas de Valores españolas ya existentes o que se creen en el futuro». Hasta hace poco, cuando una sociedad deseaba solicitar su admisión en los mercados secundarios oficiales de valores, se le ofrecían dos posibilidades: el Mercado Principal (o Primer Mercado) y el Segundo Mercado. La regulación en España del Segundo Mercado se realizó en el RD 710/1986, de 4 de abril (BOE núm. 90 de 15 de abril) y en la Orden de 26 de septiembre de 1986 (BOE núm. 238, de 4 de octubre), que desarrolla el RD citado. El Segundo Mercado recogía las emisiones y negociaciones de valores emitidos por pequeñas y medianas empresas e instituciones o, incluso, las de mayor tamaño que no han alcanzado la frecuencia y el volumen de contratación requerido por el «Mercado Principal». En España se creó para facilitar la movilización de los valores emitidos por pequeñas y medianas empresas con un capital mínimo de 25 millones de pesetas que, precisamente por su escasa dimensión, no podían acudir al mercado principal bursátil. Este Segundo Mercado ha tenido poco éxito en España, tanto que, en el momento actual, no está operativo salvo en la Bolsa de Barcelona; sin embargo, el Mercado Alternativo Bursátil, en el que ahora cotizan las SICAV, será ampliado para que también coticen las PYMES. En la actualidad existe otro mercado, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), el cual es un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características. EL MAB es un Sistema de Negociación operado por las Bolsas (SMN), promovido por BME y supervisado por la CNMV, para valores de la Unión Europea y también Latinoamérica, para inversores institucionales y particulares, que proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración y con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas. Además, es una plataforma de lanzamiento hacia el Mercado Principal para las empresas que alcancen la dimensión adecuada. A fecha de diciembre de 2009, sólo existen dos empresas que cotizan en ese mercado: Imaginario, S.A. y ZinkiaEntertainment, S.A. *Vid. BOLSAS Y MERCADOS: Empresas en expansión*, <<http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>>.

(27) En España funcionan cinco mercados secundarios oficiales: Bolsas de Valores, Mercado de Deuda Pública Anotada, Mercado de derivados MEFF, AIAF y Mercado de Futuros del Aceite de Oliva. Las Bolsas de Valores son mercados para la negociación en exclusiva de acciones y valores convertibles o que otorguen derecho de adquisición o suscripción. También se contratan en Bolsa renta fija, tanto pública como privada, *warrants* y certificados. En el Mercado de Deuda Pública Anotada se negocian bonos, obligaciones y Letras del Tesoro, así como deuda emitida por las Comunidades Autónomas y por algunos organismos públicos; estos valores se negocian también en las Bolsas de Valores, según un sistema específico de contratación. El Mercado de derivados MEFF se ocupa de la negociación de opciones y futuros. El AIAF es el mercado para la negociación de todo tipo de valores de renta fija de empresas e instituciones privados, excepto los convertibles (que son exclusivos de las Bolsas) y la deuda pública, que se negocia a través del mercado de deuda pública anotada. Por último, existe un específico Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO).

495 TRLSC da un giro copernicano al tema al definir, de forma clara, el significado de las sociedades cotizadas, que son «las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores»⁽²⁸⁾. Esto supone que el TRLSC se decanta por considerar como sociedades cotizadas a las sociedades anónimas con acciones cotizadas en cualquier Mercado calificado como secundario oficial de valores. Sin embargo, es necesario indagar aún más para resolver la laguna legislativa y poder conocer, de forma concreta, en qué mercados deben cotizar las sociedades para poder emitir estas acciones. Al indicar únicamente que es un mercado secundario oficial de valores, creemos que es indiferente el lugar donde éste tenga su sede porque en caso contrario debería haberlo especificado, por lo tanto entendemos que la sociedad debe tener acciones cotizadas en un mercado secundario oficial de valores, independientemente de que sea extranjero o español (estatal o de ámbito de una comunidad autónoma). En el extranjero existen un gran número de mercados de valores que cumplan esas características. Para observar los mercados de valores con sede en España debemos recurrir a la legislación española que regula el mercado de valores. El art. 31.2 LMV establece que los mercados regulados españoles reciben también la denominación de mercados secundarios oficiales. El art. 31.2 LMV considera mercados secundarios oficiales de valores a los siguientes: las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero, el Mercado de Renta Fija (AIAF) y, por último, cualquier otro, de ámbito estatal, que se autorice en el marco de las previsiones de esta Ley y de su normativa de desarrollo, así como aquellos, de ámbito autonómico, que autoricen las comunidades autónomas con competencia en la materia. Dentro de la potestad de crear nuevos mercados secundarios oficiales, se ha instaurado un único mercado: el mercado de futuros del aceite de oliva (MFAO), por lo que desde su creación se considera un mercado secundario oficial⁽²⁹⁾. Aunque todos estos mercados cumplan las características de «secundarios oficiales de valores», no todas las sociedades que en ellos coticen pueden emitir acciones rescatables, ya que el art. 500 TRLSC restringe la posibilidad a las sociedades que emitan en ellos acciones; y ni los futuros ni la renta fija son acciones. Por ello es posible inferir que, apoyándonos en la LMV, sólo pueden emitir acciones rescatables las sociedades cuyas acciones coticen en las Bolsas de Valores⁽³⁰⁾.

Otro aspecto no regulado en los arts. 500 y 501 TRLSC es identificar los efectos de la exclusión de cotización de una sociedad emisora de acciones rescatables⁽³¹⁾. Ante el silencio legal existen tres soluciones: mantenimiento de las acciones rescatables hasta su amortización establecida inicialmente, ejecución de un rescate anticipado o conversión

(28) La *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (KonTraG), de 27 de abril de 1998, había realizado una definición legal de sociedad cotizada, aquellas cuyas acciones hayan sido admitidas a cotización en un mercado regulado y supervisado por instancias públicas reconocidas, con sesiones regulares y que sean accesibles para el público. Vid. *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (KonTraG), § 3.

(29) Vid. Orden ECO/3519/2003, de 1 de diciembre, por la que se dispone la publicación del Acuerdo del Consejo de Ministros de 7 de noviembre de 2003, por el que se autoriza la creación del mercado de futuros del aceite de oliva que estará regido por MFAO, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva, S.A.

(30) En el futuro también se podría crear otros mercados de acciones de ámbito estatal y autonómico, porque el legislador ha dejado la puerta abierta para que ello se produzca.

(31) La exclusión de cotización de una sociedad emisora de acciones está regulada en el art. 34 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, de 28 de Julio de 1988 (LMV).

de las acciones rescatables en no rescatables. La legislación debería explicitar cuál es la alternativa correcta. Mientras que esto ocurre, la solución más adecuada a la pérdida de la condición de sociedad cotizada es el mantenimiento de las acciones rescatables hasta su amortización fijada inicialmente, ya que el rescate anticipado supondría violar el régimen establecido en la emisión, y la conversión supondría alterar la posición de los titulares, siendo necesario cumplir lo establecido en los arts. 285-290 y 293 TRLSC y el consentimiento individual de cada uno de ellos⁽³²⁾.

Con la actual redacción podría plantearse el problema de identificar si está permitida o no la emisión de acciones rescatables en sociedades parcialmente cotizadas. Lo razonable es que sí⁽³³⁾, ya que el art. 500 TRLSC no requiere que las acciones rescatables estén cotizadas. Esta posibilidad proporcionaría ventajas a las sociedades que deseen una estrategia financiera mixta, pues la emisión de acciones rescatables no cotizadas, por empresas que tengan otros títulos cotizados, permite alcanzar una diversificación de sus fuentes de financiación.

La legislación española no obliga a que los valores se encuentren en cotización⁽³⁴⁾, pero sí que las empresas emisoras coticen⁽³⁵⁾, por lo tanto se infiere que pueden emitir acciones rescatables no cotizadas las sociedades que tienen emitidas algunos otros valores que cotizan. El derecho de rescate tiene más sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, por esta razón tendrían menos utilidad fi-

(32) Las tres posibilidades de solución del problema están recogidas en YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables...*, *op. cit.*, pp. 118-120, y MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», en VIVES, F. y PÉREZ ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Marcial Pons, Barcelona, 2006, 457-516, p. 494. Ambos autores son partidarios de la primera solución. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables...*, *op. cit.*, p. 119, considera que la alternativa de continuidad de los valores «parece la menos lesiva tanto para la sociedad emisora como para los titulares de acciones rescatables»; además el mismo autor ofrece una interesante reflexión al detallar que esta medida «no puede decirse que resulte contraria al art. 92 bis del TRLSA en cuanto que su precepto reserva exclusivamente la emisión de rescatables a las sociedades cotizadas y no prohíbe a las devenidas no cotizadas que las mantengan emitidas y en circulación». Por su parte, MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto...», *op. cit.*, pp. 494-495, también es partidario del mantenimiento de los valores para la generalidad de los supuestos, sin embargo, se plantea que la ejecución de un rescate anticipado, denominado por el autor «rescate extemporáneo forzoso», podría ser la mejor solución si la «pérdida de la condición de cotizada tuviera lugar (i) con posterioridad a los plazos mínimos determinados ya legalmente, ya en el propio acuerdo de emisión, para efectuar el rescate, bien a solicitud de la sociedad, bien del accionista, y (ii) dentro del abanico temporal de que dispusieran la sociedad o en el accionista para ello». Los argumentos del autor para proponerlo es que «por una parte respetaría lo dispuesto en el art. 92 bis.1 TRLSA y, por otra, la indicada redención tendría lugar dentro del margen temporal en que, tanto para la sociedad como para el accionista, resulta absolutamente previsible el rescate y dentro del cual las expectativa razonables de rentabilidad del accionista quedan cumplidas, por más que el rescate no se produzca en el exacto momento en que aquéllos hubieran podido exigirlo».

(33) GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto...», *op. cit.*, p. 941, también es partidario de la posibilidad de emisión de acciones rescatables por sociedades parcialmente cotizadas.

(34) Parece un error la afirmación de GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: «Acciones rescatables: Aspectos legales y contables», *Partida Doble*, núm. 112, junio, 4-15, 2000, p. 10, para quienes «las acciones rescatables deben cotizar en Bolsa, sin que puedan emitirse fuera del mercado bursátil».

(35) Esta distinción ha sido bien entendida por la jurisprudencia. En JUR 2002/74023 (Jurisdicción Civil, Recurso de Apelación núm. 214/2001), la parte demandada alegó la improcedencia del procedimiento alegando que «contradice el régimen jurídico sobre acciones rescatables actualmente vigente en España... instaurado por la L. 3/1998, de 16 de noviembre, que restringe la emisión de esta clase títulos a las sociedades cotizadas, circunstancia que no concurre en la demandada». En ella claramente se especifica la necesidad de que la sociedad sea cotizada, mientras que no se recurre en ningún lugar de la Sentencia a que sean cotizadas las acciones.

nanciera las acciones rescatables que coticen en bolsa. Desde esta investigación se observa otra utilidad diferente: será útil para empresas cotizadas que quieran emitir algunos valores fuera de cotización. Esto no supone que la legislación española esté vacía de contenido. Al contrario, este aspecto parece bien definido, porque la actual redacción no obliga a que los valores se encuentren en cotización, pero sí que los emisores coticen.

Por todo ello, se puede afirmar que en la legislación mercantil española existe una deficiente especificación de la limitación cualitativa. Las afirmaciones para resolver un texto definido solamente son opiniones, lo que es absolutamente necesario es que el legislador sea más concreto a la hora de definir los detalles de la limitación cualitativa. El legislador debe identificar los efectos de la exclusión de cotización de una sociedad emisora de acciones rescatables. Por otro lado, el Derecho positivo debe precisar si está permitida o no la emisión de acciones rescatables en sociedades parcialmente cotizadas, ya que la actual redacción no se lo plantea. Relacionado con lo anterior, el legislador debería especificar, de una manera totalmente clara (con una redacción explícita), si es válida la emisión de acciones rescatables por una sociedad que cotiza o es necesario, además, que las acciones también coticen.

II. LIMITACIÓN CUANTITATIVA

La legislación española instaura una limitación cuantitativa para la financiación con rescatables. En el art. 500.1 TRLSC aparece, bajo la rúbrica «emisión de rescatables», lo siguiente: «Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables (...) por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social»⁽³⁶⁾.

Ni el Anteproyecto de enero de 1987, ni el texto elaborado por la Comisión de Expertos para la LRLMV, recogían un límite cuantitativo para la emisión de acciones rescatables, lo cual era uno de los principales argumentos en los que se fundamentaba el rechazo doctrinal a la inclusión de estas acciones en nuestro ordenamiento⁽³⁷⁾. Por el contrario, la LRLMV recoge la imposibilidad de emitir un importe superior al 25% del capital social⁽³⁸⁾.

(36) El 25% es el límite establecido en Francia para las acciones sin voto (art. 269.1 *C. de comm.*).

(37) Vid. CUESTA RUTE, J.M.^a de la: «Clases especiales de acciones y su problemática», *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, núm. 106-107, julio-octubre, 1973, p. 975. PAZ ARES, C.: «Negocios sobre...», *op. cit.*, 1987, p. 526. ALONSO ESPINOSA, F.J.: «Configuración estatutaria de las acciones (en torno a los arts. 9, G y K) de la Ley de Sociedades Anónimas según el RD Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre», *RGD*, núm. 550-551, 1990, pp. 5517-5546. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Aumento y reducción de capital...», *op. cit.*, 1987, pp. 292 y 370. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlos», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 613, 1992, pp. 2495 y 2503. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «La acción y los derechos del accionista», en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, vol. 1.º, Madrid, 1994, p. 292. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario», *RDBB*, núm. 71, julio-septiembre, 1998, 839-856, p. 843. En contra de la introducción de este límite se sitúa FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, pp. 249-254.

(38) La legislación española recoge un límite cuantitativo en otras figuras. La Ley 19/2003 establece, respecto de las emisiones por entidades del grupo o subgrupo consolidable de una entidad de crédito, un límite cuantitativo a la emisión de participaciones preferentes en función de sus recursos propios. El importe nominal de las participaciones preferentes en circulación no podrá superar, en el momento de realizar una emisión, el 30% de los recursos propios

Este límite, unido al de las acciones sin voto, es un intento de mantener el principio de integridad del capital para proteger a los acreedores. El legislador español, con la fijación del límite, «pretende prevenir el riesgo de disminución de fondos propios que pudiera llevar a su descapitalización»⁽³⁹⁾ y, en consecuencia, a la desprotección de los terceros acreedores. Este peligro sería especialmente gravoso en los supuestos de acciones rescatables con privilegios en los derechos económicos, pues el pago del dividendo privilegiado «podría suponer un obstáculo para la continuidad empresarial»⁽⁴⁰⁾.

El límite implantado en la legislación española para la emisión de acciones rescatables es más rígido que el recogido en el resto de ordenamientos donde se establece un límite para las acciones rescatables, aunque es igual o menor al dispuesto en las legislaciones que adaptan los límites cuantitativos de las acciones privilegiadas a las acciones rescatables⁽⁴¹⁾. En las regulaciones donde se ha legislado específicamente las acciones rescatables, o no existe limitación cuantitativa (II Directiva⁽⁴²⁾ y Portugal⁽⁴³⁾), o simplemente existe la limitación de que sea necesario que haya alguna acción no rescatable⁽⁴⁴⁾ (Reino Unido⁽⁴⁵⁾

básicos del grupo o subgrupo consolidable, incluyendo en dicho cómputo las participaciones preferentes que formen parte de la emisión.

(39) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, op. cit., p. 252.

(40) *Ibidem*, p. 252.

(41) Relacionado con el límite de las acciones rescatables, las legislaciones de la Europa continental también establecen una limitación cuantitativa de las acciones sin voto. En Francia las acciones privilegiadas sin voto no pueden suponer más del 50% del capital social de las empresas no cotizadas y del 25% del capital social de empresas cotizadas (art. L. 228-11 C. de comm.). En Portugal las acciones preferentes sin voto deben ser como mucho la mitad del capital social (art. 341.1 *Código das Sociedades Comerciais*).

(42) De la misma forma, la Segunda Directiva 77/91/CEE no insta un límite cuantitativo a la emisión de acciones sin voto y, sin embargo, es frecuente la existencia de límites cuantitativos para la emisión de acciones sin voto en los diversos ordenamientos de los Estados miembros.

(43) El ordenamiento portugués adapta la legislación comunitaria con la regulación de las *accões preferenciais remíveis* en el art. 345 del *Código das Sociedades Comerciais* (Sección VI del Capítulo III del *Código das Sociedades Comerciais*, aprobado por el Decreto-Ley 262/86, de 2 de septiembre de 1986). Esta adaptación tiene las características siguientes: las acciones deben ser privilegiadas, además este privilegio debe ser de tipo patrimonial; la emisión debe estar obligatoriamente prevista en los estatutos; el rescate puede establecerse a fecha fija o por decisión de la junta general de accionistas; las acciones deben estar desembolsadas en el momento de proceder al rescate, aunque no están obligadas a ello durante el periodo anterior (por ejemplo en el momento de la suscripción); el rescate deberá ser realizado por el valor nominal, salvo que se prevea una prima de rescate; obligatoria constitución de una reserva especial indisponible equivalente al valor nominal de las acciones rescatables; y por último, si los estatutos no prevén nada al respecto, el incumplimiento de la obligación de rescatar en la fecha fijada faculta al titular de las acciones a solicitar la disolución judicial de la sociedad transcurrido un año. Aunque el legislador portugués no establece limitación cuantitativa alguna, la doctrina proclama la necesidad de que haya alguna acción no rescatable. Vid. VENTURA RODRÍGUEZ, R.J.: *Novos Estudos sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em nome colectivo. Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Livraria Almedina, Coimbra, 2003, p. 461. La aceptación de este hecho supondría acercarse a su legislación más cercana, que es la del Reino Unido.

(44) En concreto, la normativa del Reino Unido y de ciertos estados de Estados Unidos de América se limitan a prohibir que la sociedad emita rescatables cuando no cuente en su capital social con acciones no rescatables.

(45) Vid. Sección 684(4) *The Companies Act 2006*. Anteriormente la sección 159(2) *The Companies Act 1985* estaba redactado en términos parecidos. Parte de la doctrina apunta el detalle de que las dos redacciones anteriores no obligan a que la sociedad deba tener acciones no rescatables en el momento de la amortización. Vid. GRIER, N.: *UK Company Law*, op. cit., 1998, p. 149. En el momento actual, la legislación británica sí tiene esta limitación para las rescatables, pero no establece limitación cuantitativa alguna para las acciones sin voto.

y Estados Unidos⁽⁴⁶⁾ o es de un 10% (Australia⁽⁴⁷⁾, Irlanda⁽⁴⁸⁾ e Italia⁽⁴⁹⁾). Relacionado con lo anterior, también existen países de la Europa continental que no tienen definidos límites cuantitativos para las acciones rescatables en particular, pero sí regulan otros límites que pueden ser adaptados a las acciones rescatables, ya sean las acciones privilegiadas⁽⁵⁰⁾, privilegiadas sin voto⁽⁵¹⁾, las acciones sin voto⁽⁵²⁾ o las acciones propias⁽⁵³⁾.

Ante el establecimiento del límite cuantitativo en España, existen dos problemas distintos. Por un lado, analizar la idoneidad de la medida (establecimiento de un límite y de ese porcentaje en concreto). Por el otro, poner el acento en las imprecisiones legislativas.

La medida de establecer un límite cuantitativo es adecuada⁽⁵⁴⁾. Acertado es poner un límite porcentual, porque así se protege a los acreedores frente a una posible descapitalización llegado el momento del rescate⁽⁵⁵⁾. Acertado también es el 25% del capital social, ya que parece razonable y suficiente. Bien es cierto que es imposible que una medida

(46) Art. 151.b *Delaware General Corporation Law*. Art. 151.c *New York Business Corporation Law*.

(47) Vid. COTTON, J.: «Australia: share buy-backs», *Company Lawyer*, núm. 9, 287-288, 1995, p. 287. PARKER-COLIN, H.E.: «Urgent issues group», *Australian Accountant*, núm. 11, vol. 67, 1997, p. 74.

(48) Art. 207.2.a *The Companies Act 1990*.

(49) La norma italiana sobre acciones rescatables remite expresamente a la regulación del art. 2357 *Codice Civile* sobre adquisición de acciones propias. Este límite es del 10% del capital social.

(50) Relacionado con el límite de las acciones rescatables, la legislación de Francia impide la emisión de acciones privilegiadas por encima del 25% del capital social en las sociedades cotizadas y el 50% en el resto de sociedades (Art. L. 228-11 *C. de Comm.*).

(51) En Portugal las acciones preferentes sin voto deben ser como mucho la mitad del capital social (art. 341.1 *Código das Sociedades Comerciais*).

(52) Relacionado con el límite de las acciones rescatables, las legislaciones de la Europa continental también establecen una limitación cuantitativa de las acciones sin voto: en Italia la mitad del capital social (art. 14.1 Ley núm. 216, de 7 de junio de 1974, art. 2351.2 *Codice Civile*, art. 145 del Texto único en materia de intermediación financiera de 1988).

(53) En Alemania existe un límite del 10% para acciones propias, extrapolables a las acciones rescatables (§71.2 AktG). La propuesta realizada por la Comisión Baums recomienda que la creación de acciones rescatables se someta a un límite del 50% del capital social (Rz. 235).

(54) Parte de la doctrina ofrece dudas sobre la idoneidad de establecer un límite cuantitativo: GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 4847, 26 de julio, 1999, p. 4, y FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, pp. 249 y ss.

(55) No falta doctrina que opina sobre la adecuación de incluir el límite. El establecimiento del límite cuantitativo tiene como objetivo «evitar la descapitalización de la compañía cuando esta proceda al rescate». Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, p. 496. FARRAR, J.; HANNIGAN, B.: *Farrar's Company Law*, 4.ª ed., Londres, Edimburgo, Dublín, 1998, p. 187. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 4847, 26 de julio, 1999, p. 4. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, 1999, p. 31. VENTURA RODRÍGUEZ, R. J.: *Novos Estudos sobre Sociedades Anónimas e Sociedades en nome colectivo. Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Livraria Almedina, Coimbra, 2003, p. 461. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada, *op. cit.*, p. 356. En su ausencia, «el rescate de los títulos generaría una disminución de los fondos propios de la sociedad, que podría abocar a la misma a dificultades financieras, cuando no a una situación de desequilibrio patrimonial». Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *op. cit.*, p. 1699. El límite cuantitativo trata de impedir que el carácter temporal de todas las acciones que componen la sociedad pudiera llevar al ejercicio de un rescate masivo por parte de un número elevado de accionistas que, a su vez, ocasione la descapitalización de la sociedad tras el rescate y, consecuentemente, la afectación del principio de integración de capital o incluso, en casos extremos, el inicio de un proceso liquidatorio como consecuencia de la disolución de la sociedad. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, *op. cit.*, 2007, p. 356.

discrecional⁽⁵⁶⁾ preventiva satisfaga a todos, ya sea porque puede parecer excesiva⁽⁵⁷⁾ o insuficiente⁽⁵⁸⁾. De todas formas, por analogía con la figura acciones sin voto⁽⁵⁹⁾, parece posible que las empresas emisoras restrinjan estatutariamente el porcentaje admisible de las acciones rescatables⁽⁶⁰⁾, ya que si el porcentaje es menor al 25% se podrán cumplir mejor las finalidades que se pretenden alcanzar con la fijación del límite porcentual.

Por otro lado, el legislador ha sido claro en la obligación de establecer el límite cuantitativo, aunque no lo ha sido tanto a la hora de definir su detalle. El límite cuantitativo de la emisión de rescatables está redactado de forma imprecisa: «por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social»⁽⁶¹⁾. La ambigua redacción provoca problemas en su aplicación. Las dudas sobre el límite establecido son cinco: no ha definido si el límite sólo funciona en el momento de la emisión o durante toda la vida de la sociedad, no ha establecido las repercusiones de sobrepasar el límite cuantitativo, no ha previsto la definición del límite en el caso de sociedades cotizadas parcialmente, no ha definido si el límite máximo de emisión de acciones rescatables debe ser calculado sobre el capital social emitido o sobre el capital social desembolsado y, por último, no ha especificado si este límite se refiere al capital social anterior a la emisión de acciones rescatables o al resultante una vez realizada esta emisión.

La primera indefinición de la Ley es que no ha determinado el momento de aplicación, es decir, no ha definido suficientemente el límite para saber si sólo funciona en el momento de la emisión o, por el contrario, durante toda la vida de la sociedad. Parece claro que debe tenerse siempre en cuenta el saldo vivo de capital representado por todas las acciones rescatables emitidas, ya que en caso contrario el límite sería muy fácil de burlar, e impediría alcanzar las finalidades pretendidas por el legislador con su inclusión.

La segunda indefinición es que la legislación no ha previsto las repercusiones de incumplir el límite cuantitativo. El legislador debería haber especificado como una causa de liquidación la superación del límite cuantitativo de las acciones rescatables igual que ha

(56) A pesar de que consideran razonable un límite cuantitativo, algunos autores afirman que es difícilmente justificable el establecimiento de éste en concreto. Vid. ZUBIRI DE SALINAS, M.: «Las acciones rescatables o recuperables ¿una opción para las sociedades cotizadas?», en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (coord.), *Las(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2000, p. 122, quien afirma que «la cuarta parte es una cifra caprichosa elegida por el legislador porque se considera que es suficiente para estimar que las otras tres cuartas partes del capital social pueden garantizar la solvencia de la sociedad frente a terceros y frente a los propios titulares de las acciones rescatables».

(57) Será considerado un límite excesivo por todos los autores que deseen buscar una regulación en nuestro país concordante con el resto de los Derechos Mercantiles que regulan las acciones rescatables, donde o no existe limitación cuantitativa o como mucho es de un 10%, como en Australia, Irlanda e Italia.

(58) En opinión de KIRCHNER y SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, p. 401, «el límite del 25% del capital social es excesivamente bajo, lo que puede constituir un obstáculo a ciertas finalidades de las acciones rescatables». En especial, en el caso de las sociedades concesionarias de obras y servicios públicos, en las cuales «conforme se acerca el momento de la extinción de la concesión, el patrimonio social se va haciendo demasiado alto, por lo que es más eficiente facilitar su progresiva liquidación anticipada, siempre que se respeten los derechos de los acreedores y los de la Administración concedente».

(59) La analogía con las acciones sin voto es observada por MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: «Las acciones sin voto», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 191, 1989, p. 404.

(60) Esta posibilidad es compartida por FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización...*, op. cit., p. 250.

(61) Cfr. art. 500 TRLS.

hecho para las acciones sin voto⁽⁶²⁾. Sin embargo, no lo ha considerado así, y es necesario resolver el problema sin que esté contemplado legislativamente entre las causas de liquidación.

Respecto a las repercusiones sobre una empresa que sobrepasara el límite, caben dos posibles interpretaciones: el exceso es irrelevante jurídicamente, o es ilegal sobrepasar el límite y es obligatorio disolver la sociedad. No es posible aceptar la imperativa disolución, ya que supondría inventar una nueva causa de disolución para supuestos diferentes de los contemplados en la Ley⁽⁶³⁾. La legislación mercantil establece dos supuestos de plazo transitorio para restablecer un equilibrio y, en caso contrario, disolución por causa legal, cuando caduca el plazo: las reducciones de capital por debajo del mínimo legal⁽⁶⁴⁾ y el límite específico de las acciones sin voto. El sistema previsto para las acciones sin voto o para las reducciones obligatorias por debajo del mínimo legal es: licitud provisional de la operación con un plazo transitorio para restablecer la situación (un año y dos años respectivamente) y disolución por causa legal cuando caduca el plazo. No cabe aplicar a las rescatables, por analogía, el sistema previsto para las sin voto o para las reducciones obligatorias por debajo del mínimo legal, porque supondría inventar una nueva causa de disolución no establecida específicamente en la Ley⁽⁶⁵⁾. Por lo tanto, la opción adecuada es que el exceso sea irrelevante jurídicamente⁽⁶⁶⁾. Al ser un aumento de capital ilegal, por infracción de lo dispuesto en el art. 500 TRLSC, no sería inscribible en el Registro Mercantil⁽⁶⁷⁾.

Por lo tanto, si la sociedad pretende emitir nuevas rescatables deberá tener cuidado de que el saldo total de las rescatables en relación con el importe nominal de todas las emitidas (las nuevas y las antiguas aún no amortizadas) no supere la cuarta parte del capital social. El aumento de capital de rescatables que superase el límite es, todo él, ilegal por infracción de lo dispuesto en el art. 500 TRLSC y, por ende, no sería inscribible en el Registro Mercantil. De igual manera, no es legal la amortización voluntaria de acciones no rescatables que determine la superación del límite cuantitativo de las rescatables. La misma conclusión vale para el acuerdo de conversión de acciones ordinarias en rescatables.

El incumplimiento del límite cuantitativo del art. 500 TRLSC puede ser directo, es decir la emisión de rescatables por encima del 25% del capital social, o indirecto, la reducción de capital social de acciones no rescatables, dejando a las acciones rescatables en un nivel superior al 25%, aunque en el momento de emisión no lo excediera.

(62) El artículo 363 TRLSC establece que la sociedad de capital deberá disolverse por una serie de causas, una de ellas, la del apartado f), es que el valor nominal de las participaciones sociales sin voto o de las acciones sin voto excediera de la mitad del capital social desembolsado y no se restableciera la proporción en el plazo de dos años. Parece razonable incluir como una causa de disolución que se supere el límite cuantitativo de las participaciones sociales sin voto o de las acciones sin voto. Lo que no es razonable es que no sea causa de disolución superar el límite de las acciones rescatables. El legislador mercantil ha igualado el espíritu de ambas figuras de clases de acciones, al considerarlas como dos instrumentos financieros híbridos con la condición de acciones.

(63) *Vid.* art. 363 TRLSC.

(64) *Cfr.* art. 102.2 TRLSC.

(65) El art. 56 TRLSC contiene un catálogo cerrado de causas de nulidad de la sociedad.

(66) La declaración de nulidad del acuerdo de emisión de las acciones rescatables se realiza a través del ejercicio de impugnación del art. 204 TRLSC.

(67) *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, p. 252.

El incumplimiento directo es sencillo de resolver. Cuando se produzca se debe proceder a la impugnación del acuerdo de ampliación de capital de la emisión las acciones rescatables⁽⁶⁸⁾ y su correspondiente nulidad (basándose en los arts. 204 y ss. TRLSC)⁽⁶⁹⁾.

El incumplimiento indirecto tiene una complejidad mayor, pues al silencio del TRLSA sobre las acciones rescatables se contraponen que, para un supuesto similar, el art. 100 TRLSC contempla una solución expresa para las acciones sin voto. Esta situación puede interpretarse en dos sentidos: la omisión supone una voluntad deliberada del legislador de que el pronunciamiento sobre las acciones sin voto no alcance a las acciones rescatables, o que es posible extender las medidas impuestas a las acciones sin voto a las rescatables por analogía⁽⁷⁰⁾. El criterio de las acciones sin voto es conceder un plazo de dos años para restablecer la proporción entre acciones rescatables y no rescatables, ya sea por medio de una ampliación de capital no rescatable, una reducción de capital a través de la disminución del valor nominal de todas las acciones rescatables o una amortización de parte de las acciones rescatables; si no se produjera ninguna de ellas, la emisora debería disolverse. Es claro que hay que seguir el dictamen de las acciones sin voto porque es el instrumento financiero al que más se parece, mucho más cuando el legislador español se ha acercado, en ubicación y filosofía, a las acciones sin voto, alejándose de las acciones propias (como realiza el Reino Unido).

Tras todas estas dudas, lagunas legislativas e indeterminaciones, es imprescindible que el Derecho positivo establezca, de forma expresa, las consecuencias que tendría que el emisor sobrepasara, de forma directa o indirecta, el límite cuantitativo establecido en el art. 500 TRLSC.

La tercera indefinición es que el legislador no ha previsto la aplicabilidad del límite máximo en los supuestos de empresas emisoras de acciones rescatables con cotización parcial, es decir, la empresa es cotizada porque algunos de sus valores están admitidos a cotización, aunque otros no lo estén. Para resolver esta situación sólo hay dos alternativas: que el porcentaje se aplique solamente sobre el capital social cotizado, o sobre el capital total de la sociedad (ya veremos más adelante si suscrito o desembolsado).

(68) La sanción por incumplimiento del límite cuantitativo dependerá del momento en que se emitan las acciones. Si es en el acto constitutivo, será nula la emisión (no la sociedad); y en los demás casos será nulo el acuerdo de modificación de los estatutos. En referencia a las acciones sin voto véase MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: «Las acciones sin voto», en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, vol. 1, 1994, p. 16. La creación de acciones superando el límite podría considerarse parcialmente nula; amortizándose las acciones que excedieran del límite legalmente establecido. En referencia a las acciones sin voto véase PORFIRIO CARPIO, L.: *Las acciones sin voto en la sociedad anónima*, La Ley-Actualidad, Madrid, 1991, p. 287.

(69) Ante el incumplimiento directo, la doctrina propone proceder a la «impugnación del acuerdo de ampliación de capital en cuya virtud se emitieron las acciones rescatables y la nulidad del mismo». Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, pp. 498-499.

(70) El único autor que se ha pronunciado es de la opinión de «proceder de acuerdo con lo establecido respecto de las acciones sin voto, es decir, conceder un plazo de dos años para restablecer la proporción legal entre las acciones rescatables y las no rescatables, mediante una ampliación de capital no rescatable, una reducción de capital a través de la disminución del valor nominal de todas las acciones rescatables o una amortización parcial de esta última clase de acciones. En defecto de estas opciones, procedería la disolución de la sociedad». Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, p. 499.

La solución más adecuada, hasta que el legislador lo concrete de forma detallada, es considerar únicamente como límite de emisión la cuarta parte del capital social cotizado, excluyendo de dicho cálculo las acciones que no estuvieran admitidas a cotización. Esto es coherente con parte de la doctrina que estudia las acciones rescatables⁽⁷¹⁾ y además es concordante con las soluciones doctrinales para problemas similares, como la autocartera⁽⁷²⁾. Algunos autores están en contra⁽⁷³⁾, sin embargo es la única solución correcta. El hecho de que el límite de las acciones rescatables sea entendido como aplicable a todo el capital social supondría que, para una sociedad que tuviera una parte del capital social no cotizado muy superior a su capital social cotizado, el límite cuantitativo sería mayor que la cifra de todo el capital social cotizado, lo cual iría en contra de la esencia de la instauración del límite cualitativo en el que las acciones rescatables sólo pueden ser emitidas por sociedades cotizadas.

Respecto al cuarto interrogante, la redacción de la Ley no precisa si el límite máximo de emisión de acciones rescatables debe ser calculado sobre el capital social emitido o sobre el capital social desembolsado. Esta imprecisión tendrá que ser resuelta en un futuro por la legislación. De momento, las empresas emisoras elegirán la interpretación que más les convenga, teniendo en cuenta que, en el caso de existir desembolsos pendientes, el importe máximo de acciones rescatables a emitir será mayor si elegimos realizarlo sobre el capital social suscrito que sobre el desembolsado. Evidentemente, estas diferencias sólo serán representativas en incrementos de capital no dinerarios, pues no pueden realizarse incrementos de capital dinerarios cuando existan desembolsos pendientes superiores al 3% del capital social⁽⁷⁴⁾.

La doctrina no ha encontrado una respuesta unánime sobre el problema de si el límite se calcula sobre el capital suscrito o desembolsado, aunque la opción por el capital suscrito ha sido defendida mayoritariamente⁽⁷⁵⁾. Frente a esta interpretación, la Propuesta de Cód-

(71) Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: «Las acciones rescatables», *op. cit.*, pp. 6 y 955, quien mantiene que la limitación «debe tomar como base de cálculo la suma del nominal de aquellas acciones admitidas a negociación en un mercado, excluyendo de dicho cálculo las que no estuvieran admitidas a cotización».

(72) GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ: «Las acciones rescatables», *op. cit.*, pp. 941 y 942, propone adaptar «las soluciones doctrinales respecto al límite cuantitativo de la autocartera cuando la sociedad cotizara parcialmente», a efectos de determinar si tal limitación cuantitativa será la general (20%), o por el contrario, la particular prevista para las sociedades cotizadas (10%). Los límites de mantenimiento de autocartera están recogidos en el art. 142 TRLSC para las sociedades no cotizadas y el art. 509 TRLSC para las cotizadas (en el texto pretérito, el límite general se situaba en el art. 75.2 del TRLSA, y el de sociedades cotizadas en la DA 1.ª 2 TRLSA).

(73) Partidarios de que el límite de las acciones rescatables sea entendido aplicable a todo el capital social son FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, 2002, pp. 252-254, y YANES YANES: *Las acciones rescatables...*, *op. cit.*, 2004, p. 125.

(74) Aunque la posibilidad de realizar incrementos de capital social con aportaciones no dinerarias no está expresamente excluida en la Ley, parece una alternativa contradictoria con las motivaciones de la figura en España.

(75) Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, McGraw-Hill, Madrid, 1999, p. 6, quien entiende que «si las acciones se introducen vía aumento de capital, debe hablarse sin más de capital, pues el art. 154 de la Ley de Sociedades Anónimas exige el total desembolso de las acciones anteriormente emitidas». De igual forma, CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, p. 242, piensa que debe prevalecer la opción del capital suscrito, en detrimento del capital desembolsado, ya que con esta interpretación se evita tener que recalcular el número de acciones rescatables que pueden emitirse, a medida que se produzca el desembolso gradual de los dividendos pasivos». También son partidarios del capital suscrito ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada»,

go de Sociedades Mercantiles establece que el límite se cuantifique en función del capital desembolsado⁽⁷⁶⁾.

Parece más lógica la utilización del valor nominal suscrito, por analogía con la adquisición derivativa de acciones propias⁽⁷⁷⁾ y porque si el legislador hubiese querido establecer otro medio distinto al nominal lo hubiese aclarado expresamente, «como realizó con el capital desembolsado para las acciones sin voto de las sociedades anónimas»⁽⁷⁸⁾ en el art. 98 TRLSC. Es cierto que no tiene mucho sentido que la Ley establezca dos criterios distintos para fijar el límite máximo de financiación: uno para rescatables y otro para las sin voto. Sin embargo, no existen argumentos para entender que, donde el art. 500.1 TRLSC dice «capital social», deba interpretarse «capital social desembolsado». Además, es la interpretación más prudente.

De esta forma, los emisores de acciones privilegiadas tienen un límite cuantitativo acumulable (el límite cuantitativo de las rescatables es aplicable acumulativamente al de las acciones sin voto), pero calculado sobre dos bases diferentes. La sociedad que emita acciones sin voto y, además, acciones rescatables, puede llegar a tener hasta 3/4 partes de su capital en estos recursos financieros: hasta la mitad (del capital desembolsado) con acciones sin voto y hasta la cuarta parte (del capital suscrito) con acciones rescatables. En el supuesto que una compañía emita acciones rescatables sin voto, el límite para ellas es del 25% del capital, pudiendo sin embargo emitir adicionalmente acciones sin voto no rescatables por un 25% del capital social⁽⁷⁹⁾.

Al establecer el límite con el importe nominal de las acciones rescatables, hay que incluir el sumatorio de los valores nominales de todas las rescatables emitidas, ya sean antiguas o nuevas (capital suscrito total)⁽⁸⁰⁾.

La quinta y última indefinición es que no aparece regulado si este límite se refiere al capital social anterior a la emisión de acciones rescatables o al resultante una vez efectuada

op. cit., p. 32. VEIGA COPO, A.B.; MARTÍN MOLINA, P.B.: «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las acciones rescatables», *Revista de Contabilidad y Tributación*, núm. 194, mayo, 1999, p. 172. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, p. 242. GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: «Acciones rescatables...», *op. cit.*, 2000, p. 10. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, 2002, p. 253. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables...*, *op. cit.*, 2004, p. 123.

(76) *Vid.* MINISTERIO DE JUSTICIA: *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002, art. 383.1.

(77) *Vid.* GALLEGO DÍEZ, E.; GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E.: *Contabilidad de Sociedades*, Pirámide, Madrid, 2000, p. 115, quienes abogan por el valor nominal suscrito, «... por analogía con la adquisición derivativa de acciones propias».

(78) *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, p. 32. *Vid.* GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: «Las acciones rescatables: Una nueva modalidad de financiación», *Revista de Contabilidad y Tributación*, núm. 40, 137-162, 2003, p. 145. *Vid.* MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, pp. 496-497.

(79) Comparten lo afirmado, respecto a los límites en el supuesto que existan acciones rescatables sin voto, FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, p. 292; YANES YANES: *Las acciones rescatables...*, *op. cit.*, p. 124, y CHAMORRO DOMÍNGUEZ: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, *op. cit.*, p. 362.

(80) Es irrelevante el importe de la prima de emisión en el caso de que hubiere, no debiéndose computar a efectos del límite.

esta emisión. Lo lógico es optar por la segunda interpretación: el límite se refiere al capital social resultante una vez realizado el aumento de capital con emisión de rescatables. Por un lado, seguir el criterio de emitir rescatables con el techo de la cuarta parte del capital resultante después de la ampliación es la opción más prudente, ya que el límite contrario es mucho más fácil de burlar. Por otro lado, debe ser aplicado porque es el criterio seguido en otras ocasiones por el legislador, por ejemplo, en el art. 303 TRLSC en que, a propósito del límite sobre el capital, se trata de las reservas legales capitalizables y se especifica el capital «ya aumentado»; existe otro ejemplo asimilable, pues es el criterio seguido en las acciones sin voto⁽⁸¹⁾. Además, cuando el Derecho español desea legislar que el límite sea antes de la ampliación, lo especifica expresamente⁽⁸²⁾. Por último, es concordante con la interpretación recogida en el art. 383.1 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, única reforma prevista que ampliaría y mejoraría la vigente normativa mercantil⁽⁸³⁾.

III. PERÍODO DE CARENCIA

El art. 500.3 TRLSC explicita: «Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión». Esto supone que el legislador ha establecido un límite temporal mínimo para las acciones en las que el emisor tenga un derecho de rescate⁽⁸⁴⁾, sin que haya establecido límite temporal mínimo para otro tipo de acciones rescatables, ni límite temporal máximo alguno para ninguna tipología de acciones rescatables. Esto no es óbice para que, en el acuerdo de emisión, las partes puedan fijar el límite temporal máximo o mínimo, siempre que se respete el periodo de carencia legal.

La motivación fundamental del legislador, al establecer el período de carencia, es proteger al inversor⁽⁸⁵⁾, al garantizar un mínimo de estabilidad de la inversión, para pla-

(81) Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto...», *op. cit.*, pp. 496-497, quien interpreta que el cómputo del 25% se aplique a la cifra de capital resultante tras la emisión de rescatables, basándose en que ese criterio «coincide con el defendido a propósito de los límites cuantitativos de la emisión de las acciones sin voto, en cuya sede se ha razonado que el cómputo deba realizarse de acuerdo con el criterio indicado». Otros autores argumentan que debe entenderse referido al momento posterior porque es la solución adoptada para las acciones sin voto. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, p. 253. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, p. 242.

(82) De la misma forma, GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: «Las acciones rescatables: ...», *op. cit.*, p. 145, son partidarios de la opción «después de la ampliación», basándose en lo siguiente: «Debe ser el capital después de la ampliación, pues cuando quiere manifestar lo opuesto (antes de la ampliación), la legislación mercantil lo recoge explícitamente, como ocurre en el art. 152 del TRLSA».

(83) Existen otros argumentos a favor de esta alternativa. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, *op. cit.*, 2007, p. 36, argumenta que «debe ser respetado con relación al momento posterior a la emisión, ya que así pueden evitarse emisiones sucesivas».

(84) La misma restricción se contempla en el art. 383.3 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles.

(85) La observación de que la función principal de la carencia es proteger al inversor es apoyada por la doctrina: «esta limitación temporal se ha establecido con una finalidad claramente tuitiva de los inversores al garantizar una permanencia y estabilidad mínima a su inversión». Vid. VICENT CHULIÁ, F.; SALINAS ADELANTADO, C.: «Derecho de sociedades y mercado de valores», *La Ley*, 21 de abril, 1999, p. 5. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 12, trimestre I, 1999, p. 36. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, p. 157.

nificar un escenario razonable donde estimar el riesgo y la rentabilidad de la inversión realizada⁽⁸⁶⁾.

No existe especificación de un período de carencia, ni en el Derecho comunitario ni en el británico. Tampoco existen limitaciones temporales de ningún tipo para las acciones rescatables a opción del emisor en ninguna legislación de nuestro entorno⁽⁸⁷⁾.

El plazo de carencia es utilizado en otras figuras⁽⁸⁸⁾, aunque responde a otro propósito distinto al financiero, que es el explicitado por la legislación mercantil española sobre rescatables. Siguiendo los criterios del Comité de Basilea, la normativa internacional y comunitaria de control de solvencia de ciertas entidades (bancos, entidades de crédito, entidades de seguro, sociedades y agencias de valores), la financiación subordinada sólo es computable dentro de los recursos de capital de peor calidad (*tier two*)⁽⁸⁹⁾ cuando, entre otras cosas, presente una cierta estabilidad. Nuestro Derecho, al igual que el comunitario, fija en cinco años⁽⁹⁰⁾ la duración mínima de la financiación subordinada computable⁽⁹¹⁾. Por este motivo en las numerosas emisiones de participaciones preferentes que suelen realizar las empresas cotizadas españolas, a través de filiales domiciliadas en paraísos fiscales, es frecuente que

(86) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, op. cit., p. 256. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 4847, 26 de julio, 1999, p. 5. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», op. cit., p. 36. Esta medida es «una garantía institucional orientada al mejor funcionamiento del mercado y capaz de prevenir el uso poco serio y meramente especulativo de la cláusula de rescate por los emisores». YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables...*, op. cit., p. 157.

(87) «La única legislación donde han existido limitaciones sobre las acciones rescatables a opción de la compañía emisora es la norteamericana», pero no han sido temporales sino de eliminación y reticencias en su aplicación. Vid. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», op. cit., p. 36. Según FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, op. cit., pp. 254-255, en el Derecho estadounidense y en las legislaciones de sus Estados, «existe un cierto rechazo a la redimibilidad a voluntad de la sociedad sobre todo si afecta a acciones ordinarias (*callable common shares*)», imponiendo limitaciones a este tipo de rescatables, cuando no prohibiéndolas. En la pretérita *Model Act* sólo se permitió atribuir la facultad de rescate a la sociedad emisora en el caso de que recayese sobre acciones privilegiadas; algunos estados permiten *callable or redeemable common shares* sólo si existe al menos otra clase de acciones ordinarias que no sea rescatable. La doctrina americana no terminó de entender estas limitaciones que, por lo demás, están ausentes en la regulación actual del *Model Business*». Entre la doctrina estadounidense que trata el tema, a la que se refiere el anterior autor, destaca HAMILTON, Robert W.: *Corporations including...*, op. cit., p. 258.

(88) En el pasado, otras figuras también tuvieron un periodo de carencia. Los *titres participatifs* franceses son valores mobiliarios con remuneración mixta: constan de una parte fija y otra variable en función de los resultados de la emisora. Su duración es indeterminada, no son amortizables y sólo son reembolsables tras todos los acreedores comunes y en el caso de liquidación de la entidad emisora. No obstante, en el contrato de emisión, la sociedad emisora puede reservarse un derecho de rescate anticipado que no podría ser ejercitado antes de siete años desde la emisión. Art. 228-36 Ley de 3 de enero de 1983.

(89) La mayoría de las empresas que emiten participaciones preferentes son intermediarios financieros. A estas sociedades les influye tanto la regulación general del mercado financiero como la específica aplicable a su sector. Dentro de la regulación específica de la actividad bancaria, es fundamental la dedicada a los recursos propios mínimos. La actividad de los intermediarios financieros requiere la diversificación de productos financieros de riesgo de diferente calidad. Esto ha obligado a las diferentes autoridades supervisoras a establecer criterios que permitan calificar los híbridos financieros dentro de los diversos niveles (*Tier*) del capital regulatorio.

(90) Según FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., p. 255, «Si no estuviere estipulada una fecha de vencimiento, la computabilidad como recursos propios requiere un plazo estipulado de preaviso de al menos cinco años».

(91) Cfr. art. 22 del RD 1343/1992, de 6 de noviembre; Norma 8.a de la Circular del Banco de España 5/1993, de 26 de marzo; y art. 4.3 de la Directiva del Consejo de 17 de abril de 1989 relativa a los fondos propios de las entidades de crédito.

el emisor se reserve la facultad de rescatar a partir del quinto año. En las entidades de crédito sujetas a supervisión especial, por tanto, el plazo de carencia responde a otro propósito, que no es el financiero. Las acciones rescatables no tienen el objetivo de servir de garantía para la cobertura de riesgos, ni para el cálculo de la ratio de solvencia; por el contrario, la finalidad de la legislación española de las acciones rescatables es su utilización como elementos de inversión-financiación. Para los instrumentos con propósitos financieros, la forma de fijar el plazo debe ser otra. Para el caso concreto de las acciones rescatables, el período obligatorio de carencia legal de tres años protege la posición del inversor, lo que supone una motivación financiera. Si el rescate es a voluntad del emisor, el inversor sufre el riesgo de que, en cualquier momento, la sociedad decida amortizar su participación de manera que le resulta imposible un cálculo financiero anticipado de la rentabilidad. Por esta razón, las emisiones de privilegiadas rescatables pueden contener una cláusula en la que se fije un período de carencia, que permita a los inversores una cierta estimación del riesgo y un aproximado cálculo financiero de la rentabilidad esperada de la inversión⁽⁹²⁾.

A pesar de lo anterior, existen dudas sobre si la legislación ha acertado al incluir el plazo de carencia⁽⁹³⁾. No parece razonable que el plazo de carencia sea legal y mínimo, más bien debería ser fruto de la oferta y la demanda⁽⁹⁴⁾. Si verdaderamente existiese una lógica financiera para imponer un plazo de carencia, debería ser el mercado financiero el que lo estableciera⁽⁹⁵⁾.

(92) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, op. cit., pp. 255-256, quien apoya el argumento con estas palabras: «Sin perjuicio de que en las entidades sujetas a supervisión especial el plazo de carencia responda a otros propósitos, se supone que el período obligatorio de carencia legal de tres años de las acciones rescatables, protege la posición del inversor, lo que supone una clara motivación financiera. El argumento vendría a ser el siguiente: si el rescate se configura a voluntad de la sociedad, el accionista sufre el potencial riesgo de que en cualquier momento que pueda resultar el coste de capital rescatable excesivo, la sociedad decida amortizar su participación de manera que le resulta imposible un cálculo financiero anticipado de la rentabilidad. El argumento tiene más fuerza si se tiene en consideración que, en el Derecho comparado, las rescatables son privilegiados que atribuyen derecho a un sólo dividendo que suele estar referido al valor nominal y que no es infrecuente la rentabilidad esperada por el accionista rescatable se cifre, sustancialmente, en el dividendo garantizado. Por esta razón, las emisiones de privilegiadas rescatables suelen contener una cláusula en la que se fije un período de carencia, que permita a los inversores una cierta estimación del riesgo y un aproximado cálculo financiero de la rentabilidad esperada de la inversión. Es fácilmente comprensible que sin una garantía temporal de estabilidad, los inversores en capital a plazo, resistan una configuración financiera que les pone en las manos del deudor».

(93) Esta afirmación es compartida por ZUBIRI DE SALINAS, M.: «Las acciones rescatables...», op. cit., p. 124: «No hay ninguna razón objetiva que establezca este plazo». Otros autores también albergan dudas sobre si es una buena medida el establecimiento del periodo de carencia. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, op. cit., p. 256. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables...*, op. cit., 2007, p. 383.

(94) «Si la racionalidad financiera exigiese la fijación de un plazo de carencia en una concreta emisión, deberían ser las partes las que libremente lo establezcan. Si el inversor está dispuesto a permitir un plazo inferior de carencia e, incluso, la ausencia de un período tal, a cambio de una mayor rentabilidad en términos de dividendo, no se entiende muy bien por qué motivo debe prohibirlo el legislador». Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones...*, op. cit., p. 256. «El requisito particular establecido por el legislador español aporta poco a la flexibilidad de las sociedades y a la seguridad o protección de los inversores. Es obvio que el propio mercado financiero determina el desarrollo de los precios y que plazos de carencia podrán depender, principalmente, de la rentabilidad ofrecida por el emisor, sin que sea necesario —sino más bien entorpecedor— contar con un límite mínimo legal que puede no adecuarse a la situación global del mercado, razones por las cuales resultaría más adecuado prescindir de esta limitación temporal». Vid. CHAMORRO: *Las acciones rescatables...*, op. cit., 2007, pp. 383-384.

(95) Al respecto, FERNÁNDEZ DEL POZO, op. ult. cit., p. 256, no entiende «el motivo de excluir posibilidades reales de contratación en atención a ciertos prejuicios injustificados de tutela del inversor».

Por todo ello, el período de carencia de carácter legal debe ser eliminado, de forma que los emisores establezcan el período de carencia que sea aceptable por el mercado financiero en cada momento. Si el emisor establece un período escaso, no tendrá inversores suficientes, por lo que estarán obligados a ir ampliándola (o aumentando la rentabilidad) hasta que encuentren los recursos financieros que necesita el emisor. Además, esta medida no tiene precedente ni en la II Directiva ni en ninguna adaptación suya establecida en los países de nuestro entorno.

Nuestra recomendación es que el legislador elimine el plazo de carencia para todas las emisiones de acciones rescatables. Si la racionalidad financiera exigiese la fijación de un plazo de carencia en una concreta emisión, deberían ser las partes las que libremente lo establecieran. Si el inversor está dispuesto a aceptar un plazo inferior de carencia e, incluso, su ausencia, a cambio de una mayor rentabilidad en términos de dividendo⁽⁹⁶⁾, no se entiende por qué debe prohibirlo el legislador. Si verdaderamente existiese una lógica financiera para imponer un plazo de carencia, debería ser el mercado financiero el que lo estableciera. No se entiende el motivo de excluir posibilidades reales de contratación, en atención a prejuicios injustificados de tutela.

En el supuesto de que se mantuviera el período de carencia, el legislador debería concretar más la redacción, porque con el texto actual existen dos posibles interpretaciones, las cuales conllevan diferentes repercusiones económicas sobre los inversores y emisores. Las posibilidades son que el cómputo se refiera de fecha a fecha o por ejercicios económicos. Las dudas las ha creado la propia legislación, ya que la actual referencia a «tres años a contar desde la emisión» (LRLMV, TRLSA y TRLSC) sustituye a la expresión «tres ejercicios sociales a contar desde la emisión» establecida en el Proyecto de LRLMV en su paso por el Senado (enmiendas 74 y 99). El legislador es el único que puede enmendar este error, con una explicitación de una de las dos interpretaciones, pero es más adecuado atender a tres ejercicios contables en vez de hacerlo de fecha a fecha, ya que se continúa con el criterio establecido por el texto redactado por la Comisión de Expertos y, además, la acción estaría sin rescatar en la fecha de reparto de remuneración (siempre que haya reparto) de tres ejercicios económicos, lo que, salvo que se emitan al comienzo del ejercicio contable, no se produciría con la otra alternativa, pudiendo ocurrir que sólo esté sin rescatar en dos fechas de reparto de dividendos⁽⁹⁷⁾. Mientras que la indefinición se mantenga y el legislador no establezca cuál es la interpretación adecuada (fecha a fecha o por ejercicios económicos), se producirá una disputa entre los inversores y la sociedad emisora porque la opción de años

(96) Los tres componentes de toda inversión son rentabilidad, liquidez y riesgo.

(97) La doctrina no tiene una respuesta unánime. Parte de la doctrina es partidaria de interpretar que «el periodo de carencia es por ejercicios económicos». Vid. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, p. 36. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables...*, *op. cit.*, p. 158. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, p. 36, escribe que «parece más adecuado considerar que el cómputo de los tres años no deberá hacerse de fecha a fecha sino por ejercicios sociales como se indicaba en el Texto redactado por la Comisión de Expertos. De esta forma al inversor se le garantizaría que, al menos, podría percibir los dividendos correspondientes a esos tres ejercicios si es que en los mismos existieran beneficios repartibles. De no hacerse así, es posible que aunque transcurrieran tres años, el inversor cobraría, siempre en la hipótesis de que existieran beneficios repartibles, solamente los dividendos correspondientes a dos ejercicios». Por el contrario, ZUBIRIDE SALINAS, M.: «Las acciones rescatables...», *op. cit.*, p. 122, afirma que «la determinación por fechas exactas es más conveniente ya que produce una mayor certeza jurídica».

naturales es más favorable a los inversores, mientras que la alternativa de año en año es más ventajosa para el emisor⁽⁹⁸⁾. La sociedad emisora pretenderá que los tres ejercicios se entiendan cumplidos aun cuando desde la emisión no hubieran transcurrido efectivamente tres años naturales, porque podrá efectuar su derecho de rescate en un momento anterior. Por su parte, los inversores preferirán que se prolongue el plazo mínimo más allá de los tres ejercicios sociales y hasta alcanzar los tres años naturales, ya que la protección será mayor.

CONCLUSIONES

La legislación española sobre las acciones rescatables permite una gran flexibilidad, tanto es así que existen múltiples opciones para caracterizar la emisión. Esta flexibilidad abre un abanico enorme de posibilidades. La flexibilidad en el diseño de este tipo de emisiones tiene su origen en la laxa redacción del art. 500 TRLSC. Este texto permite diseñar las acciones rescatables con las características más atractivas para los inversores y más adecuadas para el emisor, dependiendo de las necesidades y circunstancias que existan en cada momento. Como ejemplo, podemos afirmar, en primer lugar, que la posibilidad de rescate puede establecerse a favor, exclusivamente, del inversor, del emisor o a favor tanto de éste como de los tenedores de las acciones (si bien, en este último caso, es lógico pensar que se establezcan precios distintos de rescate para cada una de las partes). En segundo lugar, el precio de rescate puede, en vez de estar fijado en el momento de la emisión, establecerse en la fecha de rescate en función de la evolución de la cotización de las acciones durante un determinado periodo de tiempo. En tercer y último lugar, el momento de ejercicio del derecho de rescate puede establecerse en una fecha concreta, en un conjunto de posibles fechas o a lo largo de un periodo de tiempo (es decir, la opción de rescate puede caracterizarse como una opción de tipo europeo, bermuda o americano, respectivamente). Incluso, cabe la posibilidad de que tanto el momento del rescate como su precio y la potestad para su ejercicio se condicionen a la evolución de un vínculo externo, como por ejemplo la evolución de un indicador del mercado.

Ante esta variedad de alternativas, se plantean determinadas cuestiones relativas a las ventajas y desventajas que presentan las acciones rescatables, en los diferentes momentos de su existencia, tanto para las sociedades emisoras como para los inversores que las adquieren. La principal ventaja que obtendría una empresa que se financiara con acciones rescatables es que en el corto plazo podría volver a decidir sobre cuál es la mejor forma de financiarse. Si los tipos de interés hubiesen descendido en el mercado, podría transformar, con el consiguiente ahorro de costes financieros, los fondos propios en fondos ajenos; en caso contrario, si no interesa la solicitud de un préstamo, se podría financiar con una nueva emisión de acciones rescatables. La razón fundamental para que un inversor suscriba acciones rescatables es que, además de beneficiarse de las ventajas de la renta variable, elimina algunos riesgos propios de ésta, como el de la liquidez o el de la consecución de

(98) Hasta que el legislador no establezca cuál es la interpretación adecuada, existirá una inevitable confrontación entre inversores y emisores: «la una interesada en que los tres ejercicios se entiendan cumplidos aun cuando desde la emisión no hubieran transcurrido efectivamente tres años naturales, y los otros en prolongar el plazo mínimo más allá de los tres ejercicios sociales y hasta alcanzar los tres años naturales». Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., p. 158.

pérdidas patrimoniales en el momento de la enajenación de valor, por lo que sería especialmente apropiada para inversores adversos al riesgo.

Esta investigación ha inferido conclusiones respecto al detalle del texto que regula las acciones rescatables en España. Fundamentalmente, se han identificado diversas deficiencias encontradas en el contenido y redacción de la regulación vigente. Entre ellas, destacan las imprecisiones de los límites establecidos como requisitos para realizar la emisión y la inadecuada inclusión de un período de carencia.

Para evitar las dudas e interpretaciones a la hora de emitir acciones rescatables, el legislador español debería establecer, de forma concreta, qué alternativas son válidas entre las observadas en esta investigación. Sólo así podrán consensuarse los métodos que son admitidos y, por lo tanto, utilizables por los emisores que pretenden financiarse con estos instrumentos, y cuáles no son admitidos. La explicitación de las alternativas válidas permitiría a las empresas emisoras plantearse, de forma fundamentada, la emisión de acciones rescatables. En el momento de la búsqueda de recursos de financiación, la sociedad deberá realizar un análisis para cotejar los costes y los beneficios que le representaría la emisión de estas acciones, comparándolos, con un mismo análisis coste-beneficio, frente a operaciones financieras similares. Estos costes y beneficios son principalmente monetarios, aunque no exclusivamente. La empresa emisora deberá tener en cuenta la necesidad de conceder derechos de voto a las nuevas acciones, la premura con que se precisara el retorno de la inversión (la emisión de acciones rescatables necesita un plazo mayor que otros elementos de financiación), y, sobre todo, el coste de los medios de financiación. Si a todos estos interrogantes se les añaden las dificultades para conocer las posibilidades legislativas de la figura, las sociedades tendrán reticencias, como en la actualidad ocurre, a convertirse en emisoras de acciones rescatables.

En la legislación mercantil española existe una deficiente especificación de la limitación cualitativa. Las afirmaciones para resolver un texto poco concreto solamente son opiniones, lo que es absolutamente necesario es que el legislador sea más concreto a la hora de definir los detalles de la limitación cualitativa. El legislador debe identificar los efectos de la exclusión de cotización de una empresa emisora de acciones rescatables. Por otro lado, el Derecho positivo debe precisar si está permitida o no la emisión de acciones rescatables en sociedades parcialmente cotizadas, ya que no se plantea en la actual redacción. Relacionado con lo anterior, el legislador debe especificar si es válida la emisión de acciones rescatables por una sociedad que cotiza, o es necesario, además, que los títulos también coticen.

Nuestra recomendación es que legislador elimine el plazo de carencia para todas las emisiones de acciones rescatables. Si la racionalidad financiera exigiese la fijación de un plazo de carencia en una concreta emisión, deberían ser las partes las que libremente lo establezcan. Si el inversor está dispuesto a aceptar un plazo inferior de carencia, o incluso su ausencia, a cambio de una mayor rentabilidad, no se entiende por qué debe prohibirlo el legislador. Si verdaderamente existiese una lógica financiera para imponer un plazo de carencia, debería ser el mercado financiero el que lo estableciera. No se entiende el motivo de excluir posibilidades reales de contratar, en atención a prejuicios injustificados de tutela.

En el supuesto de que se mantuviera el período de carencia, nuestra recomendación es que el legislador concrete más la redacción, porque con el texto actual existen dos

posibles interpretaciones, las cuales conllevan diferentes repercusiones económicas sobre los inversores y emisores. Las posibilidades son que el cómputo se refiera de fecha a fecha o por ejercicios económicos. Las dudas las ha creado la propia legislación, ya que la actual referencia («tres años a contar desde la emisión») en el texto definitivo del TRLSC y la LRLMV sustituye a la expresión «tres ejercicios sociales a contar desde la emisión» establecida en el Proyecto de LRLMV (enmiendas números 74 y 99). El legislador es el único que puede corregir este error, con una explicitación de una de las dos interpretaciones. Parece más adecuado atender a tres ejercicios contables en vez de hacerlo de fecha a fecha, ya que se continúa con el criterio establecido por el texto redactado por la Comisión de Expertos y, además, porque la acción estaría sin rescatar en la fecha de reparto de remuneración (siempre que haya reparto) de tres ejercicios económicos, lo que, salvo que se emitan al comienzo del ejercicio contable, no se produciría con la otra alternativa, pudiendo ocurrir que sólo esté sin rescatar durante dos fechas de reparto de dividendos. Mientras que la indefinición se mantenga y el legislador no establezca cuál es la interpretación adecuada (fecha a fecha o por ejercicios económicos), se producirá un conflicto entre los inversores y la sociedad emisora porque los años naturales son más favorables a los inversores y la opción de año en año es más ventajosa para el emisor. La sociedad emisora pretenderá que los tres ejercicios se entiendan cumplidos aun cuando desde la emisión no hubieran transcurrido tres años naturales, porque podrá efectuar su derecho de rescate en un momento anterior. Por su parte, los inversores preferirán que se prolongue el plazo mínimo más allá de los tres ejercicios sociales y hasta alcanzar los tres años naturales, ya que la protección será mayor.

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO ESPINOSA, F.J.: «Configuración estatutaria de las acciones (en torno a los arts. 9, G y K) de la Ley de Sociedades Anónimas según el RD Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre», *RGD*, núm. 550-551, 1990.
- ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 12, trimestre I, 1999.
- BENNETSEN, C.: «Company Law in Denmark», *Company Law in Europe*, 17.^a ed., Division B, Londres, 2000.
- CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000.
- CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: «Las acciones rescatables como instrumento de financiación de planes de opciones sobre acciones», *Actualidad jurídica*, núm. 27, enero 2009, pp. 42-44.
- *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007.
- COTTON, J.: «Australia: share buy-backs», *Company Lawyer*, núm. 9, 287-288, 1995, p. 287.
- CUESTA RUTE, J.M.^a de la: «Clases especiales de acciones y su problemática», *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, núm. 106-107, julio-octubre, 1973.

- FARRAR, J.; HANNIGAN, B.: *Farrar's Company Law*, 4.^a ed., Londres, Edimburgo, Dublín, 1998.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002.
- GALLEGRO DÍEZ, E.; GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E.: *Contabilidad de Sociedades*, Pirámide, Madrid, 2000.
- GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables», en *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. I, McGraw-Hill, Madrid, 2002.
- «El nuevo régimen de las acciones preferentes (art. 50.3 LSA)», en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A., *La(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Tecnos, Madrid, 2000.
- «Las acciones rescatables», *La Ley*, 24 de mayo, 1999, pp. 1694-1702.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 4847, 26 de julio, 1999, pp. 1-6.
- GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: «Acciones rescatables: Aspectos legales y contables», *Partida Doble*, núm. 112, junio, 4-15, 2000.
- GARCÍA MANDALONIZ, M.: *La financiación de las PYMES*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2003.
- GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: «Las acciones rescatables: Una nueva modalidad de financiación», *Revista de Contabilidad y Tributación*, núm. 40, 137-162, 2003.
- HAMILTON, Robert W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1996.
- *Corporations including partnerships and limited partnerships cases and materials*, American Casebook series, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1992.
- KIRCHNER y SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999.
- MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», en VIVES, F. y PÉREZ ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Marcial Pons, Barcelona, 2006, pp. 457-516.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: «Las acciones sin voto», en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, vol. 1, 1994.
- «Las acciones sin voto», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 191, 1989, 7-44.
- PARKER-COLIN, H.E.: «Urgent issues group», *Australian Accountant*, núm. 11, vol. 67, 1997.
- PAZ ARES, C.: «Negocios sobre las propias acciones», en AA.VV., *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propie-

dad y Mercantiles de España y Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987, pp. 526 y ss.

PORFIRIO CARPIO, L.: *Las acciones sin voto en la sociedad anónima*, La Ley-Actualidad, Madrid, 1991.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «La sociedad anónima y el mercado», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 14, 2000, pp. 13-46.

— «La sociedad anónima y el mercado», *RDS*, núm. 14, 2000, pp. 13-46.

— *Sociedad anónima modelo 1988. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, McGraw-Hill, Madrid, 1999.

— «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 71, julio-septiembre, 1998, pp. 839-856.

— «La acción y los derechos del accionista», en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, vol. 1.º, Madrid, 1994, pp. 292 y ss.

— «Las acciones», en URÍA; MENÉNDEZ; OLIVENCIA, *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, vol. 1, Madrid, 1993.

— «A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 613, 1992, pp. 2495-2499.

— «Aumento y reducción de capital», en *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y el Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987.

VEIGA COPO, A.B.; MARTÍN MOLINA, P.B.: «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las acciones rescatables», *Revista de Contabilidad y Tributación*, núm. 194, mayo, 1999.

VENTURA RODRÍGUEZ, R.J.: *Novos Estudos sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em nome colectivo. Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Livraria Almedina, Coimbra, 2003.

VICENT CHULIÁ, F.; SALINAS ADELANTADO, C.: «Derecho de sociedades y mercado de valores», *La Ley*, 21 de abril, 1999.

YANES YANES, P.: «Notas sobre las alternativas de financiación del reembolso de acciones rescatables», *Anales de la Facultad de Derecho de la Universidad de La Laguna*, núm. 19, 2002, pp. 287 y ss.

— *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004.

ZUBIRI DE SALINAS, M.: «Las acciones rescatables o recuperables ¿una opción para las sociedades cotizadas?», en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (coord.), *Las(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2000.

PRESIDENTE EJECUTIVO Y GOBIERNO CORPORATIVO DE SOCIEDADES COTIZADAS EN ESPAÑA: UNA APROXIMACIÓN AL ESTADO DE LA CUESTIÓN AL HILO DEL RECIENTE LIBRO VERDE SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA UNIÓN EUROPEA⁽¹⁾

LUIS CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO

*Profesor doctor Titular (I) de Derecho Mercantil
Universidad Rey Juan Carlos de Madrid*

RESUMEN

En el presente trabajo se aborda una aproximación crítica al estado de la cuestión en relación con la figura del Presidente-Consejero delegado o primer ejecutivo en las sociedades cotizadas desde la perspectiva de la normativa española de Buen Gobierno Corporativo, al hilo del reciente Libro Verde sobre Gobierno Corporativo de la Unión Europea.

Palabras clave: *Presidente, Consejero delegado, Presidente ejecutivo, Gobierno Corporativo, separación de funciones, soft law, cumplir o explicar, transparencia, Informe Anual de Gobierno Corporativo.*

ABSTRACT

The present Paper includes an state of the art approach to the Executive Chair role in Public Companies under spanish Good Corporate Governance rules, following the recent UE Green Paper on Corporate Governance.

Key words: *Chairman, CEO, Executive Chair, Corporate Governance, roles separation, Soft Law, Comply or Explain, Disclosure, Annual Report on Corporate Governance.*

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN: EL DEBATE SOBRE LA BONDAD DEL PRESIDENTE EJECUTIVO EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS REABIERTO POR EL LIBRO VERDE SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA UNIÓN EUROPEA.
 - A) **Algunas precisiones conceptuales previas: la consulta planteada por la Comisión Europea en torno a la necesidad de garantizar la separación de cargos de Presidente del Consejo de Administración y Consejero Delegado.**

(1) El presente trabajo tiene su origen en la comunicación «Presidente ejecutivo y Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas en España: una aproximación al estado de la cuestión al hilo del reciente Libro verde de la UE sobre Gobierno Corporativo (Executive Chair and Corporate Governance of public companies in Spain: an approach to the state of the art following the recent UE Green Paper on Corporate Governance)», presentada en el IX Congreso HARVARD-COMPLUTENSE, celebrado, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, J & A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid, en la *Harvard Law School* en los días 7 a 10 de noviembre de 2011 con el título *Transatlantic view on corporate and financial law issues*.

- B) El debate sobre la bondad de la figura del Presidente ejecutivo de las sociedades cotizadas reabierto por el Libro Verde de la Unión Europea sobre Gobierno Corporativo.**
- II. UNA APROXIMACIÓN A LA PROBLEMÁTICA DEL PRESIDENTE EJECUTIVO EN LA SOCIEDAD COTIZADA DESDE LA PERSPECTIVA DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN EL DERECHO COMPARADO.
- A) **La evolución del sistema francés de Presidente-Director General hacia sistemas de administración más conformes con las directrices del Buen Gobierno Corporativo.**
- B) **El sistema dual de administración en el Derecho de Sociedades alemán y su aproximación a la cuestión.**
- C) **Las peculiaridades del modelo del Reino Unido: el sistema monista con estricta separación de funciones entre el Presidente del Consejo de Administración o *Chairman* y el Consejero delegado o CEO.**
- D) **El monismo renovado en los Estados Unidos y su mayor permisividad hacia la acumulación de funciones y facultades en la figura del Presidente del Consejo de Administración.**
- III. EL PRESIDENTE EJECUTIVO EN EL SISTEMA MONISTA DE ADMINISTRACIÓN DE SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS EN EL DERECHO ESPAÑOL DESDE LA PERSPECTIVA DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO.
- A) **Breve referencia al tratamiento estrictamente societario de la figura.**
- B) **La aproximación al presidente ejecutivo en la sociedad cotizada por la normativa de Buen Gobierno Corporativo en el Derecho español.**
- C) **Breve examen de alguno de los supuestos más relevantes de sociedades del IBEX 35: la práctica de las sociedades cotizadas españolas.**
- IV. REFLEXIONES FINALES: LAS ALTERNATIVAS DE APROXIMACIÓN AL PROBLEMA DEL PRESIDENTE EJECUTIVO DESDE EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS SISTEMAS MONISTAS DE ADMINISTRACIÓN DE SOCIEDADES COTIZADAS, COMO EL ESPAÑOL.
-

I. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN: EL DEBATE SOBRE LA BONDAD DEL PRESIDENTE EJECUTIVO EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS REABIERTO POR EL LIBRO VERDE SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA UNIÓN EUROPEA

- A) **Algunas precisiones conceptuales previas: la consulta planteada por la Comisión Europea en torno a la necesidad de garantizar la separación de cargos de Presidente del Consejo de Administración y Consejero Delegado**

A lo largo del presente trabajo trataremos de aproximarnos desde la perspectiva del Buen Gobierno Corporativo a la figura del Presidente del Consejo de Administración que,

junto a las competencias propias de su cargo, disfruta de otras de naturaleza ejecutiva, todo ello al amparo de la preocupación que la Unión Europea ha manifestado al respecto, a la luz del reciente Libro Verde aprobado por la Comisión con fecha 5 de abril de 2011⁽²⁾ (en lo sucesivo, *el Libro Verde de la UE*).

Dicho texto, sometido a consulta pública cuyo resultado se hizo público el pasado 15 de noviembre⁽³⁾, formula una serie de cuestiones a los operadores jurídicos y económicos de la Unión en relación con las cuestiones de principal actualidad en los diferentes sistemas de Gobierno Corporativo del Derecho Comparado. En concreto la pregunta número 3 de las formuladas por la Comisión en el referido documento, en relación con el Consejo de Administración, manifiesta lo siguiente:

«¿Debe la UE tratar de garantizar que las funciones y los deberes del presidente del consejo de administración y del consejero delegado estén claramente separados?».

La pregunta suscita, a nuestro entender, dos cuestiones diferentes. En primer lugar, la posición en relación con el tradicional rechazo desde la perspectiva del Buen Gobierno Corporativo de la acumulación de facultades estrictamente presidenciales y ejecutivas, en particular, las propias de primer ejecutivo o Consejero delegado en el seno del Consejo de Administración y, en segundo lugar, la necesidad de que dicha independencia o separación de funciones en la cúpula de la compañía se garantice por la Unión Europea⁽⁴⁾. Al segundo

(2) Libro Verde sobre la normativa de gobierno corporativo de la UE hecho público por la Comisión Europea el pasado 5 de abril de 2011 (COM (2011) 164 FINAL), con el fin de someter a consulta su contenido y una serie de preguntas expresamente formuladas, cuyo texto íntegro se encuentra disponible en la dirección web <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_es.pdf>.

Dicho documento es una respuesta de la Unión Europea a la necesidad de afrontar la revisión y remodelación en su conjunto de los sistemas de Gobierno Corporativo de los países miembros puesta de manifiesto a raíz de la crisis económica y financiera de los últimos años, siguiendo el camino iniciado con el Libro Verde sobre *El gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración*, adoptado en junio de 2010. Así, como de forma expresa señala el propio Libro verde en su página 2, «*El gobierno corporativo es un medio para frenar planteamientos a corto plazo perjudiciales y la asunción de riesgos excesivos. La finalidad del presente Libro Verde es evaluar la eficacia de la normativa actual de gobierno corporativo de las empresas europeas, a la luz de las consideraciones mencionadas*».

En cuanto a la relación entre la crisis económica y financiera y las normas de Gobierno Corporativo, así como a la necesaria revisión de los principios que lo integran como consecuencia de la referida crisis, véase, el documento de la OCDE *Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, febrero de 2010, disponible en <www.ecgi.org/codes>, así como el informe de la *Comission on Corporate Governance* de la NYSE, de 23 de septiembre de 2011, disponible en <www.ecgi.org/codes>.

En nuestra doctrina, la relación entre la crisis económica y financiera y Gobierno Corporativo ha sido analizada, entre otros, por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., en «El papel de los accionistas y los administradores en la crisis de las entidades de crédito», *RDBB*, julio-septiembre 2009, pp. 113 y ss.

Para un análisis global de la afectación de la crisis económica y financiera mundial al gobierno de los mercados financieros, véase CAZORLA PRIETO, L.M.^a, *Crisis Económica y Transformación de Estado*, Thomson Reuters-Aranzadi, 2009.

(3) Un resumen de las distintas contestaciones recibidas a la consulta formulada se recoge en el documento resumen de la Comisión Europea, comprensivo de todas las contestaciones recibidas a su consulta publicado el pasado 15 de noviembre de 2011, bajo el título *Feedback Statement. Summary of Responses to the Comission Green Paper on The EU Corporate Governance Framework* (disponible en <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporategovernanceframework_en.htm>).

Pueden también ser consultadas todas las respuestas recibidas por la Comisión de los Gobiernos y operadores jurídicos, económicos y sociales en el referido *link*.

(4) La cuestión de la conjunción de cargos de Presidente del Consejo de Administración y Consejero delegado ha sido siempre vista con recelo por los sistemas de Gobierno Corporativo, en particular, europeos. Un recelo que, a

de los debates, que entronca con cuestiones de planteamiento general de los sistemas de Gobierno Corporativo como sistemas de autorregulación y *soft law* o sistemas normativos que la crisis financiera y económica ha puesto de nuevo en el centro del debate, nos referiremos de una manera sólo tangencial, dado que excede de los necesariamente limitados contornos del presente trabajo.

Nos centraremos, en consecuencia, en el primero de los aspectos, con el propósito de establecer las bases para poder reformular una posición actual ante el fenómeno de acumulación de facultades, competencias y responsabilidades en la figura del Presidente del Consejo de Administración, a la vista del estado actual de la cuestión tanto en el Derecho comparado como en el Derecho y práctica españoles.

Partiendo de la anterior precisión, en buena lógica, constituye un paso previo necesario al análisis de la problemática expuesta la delimitación precisa de sus contornos. Así, empleamos deliberadamente el término Presidente ejecutivo como sinónimo de Presidente-Consejero delegado, o primer ejecutivo de la compañía, lo que implica excluir del análisis que abordamos otras figuras que, sin acoger aquella denominación y categoría jurídico-formal, hacen referencia a Presidentes del Consejo de Administración que no asumen la condición de Consejero delegado o primer ejecutivo de la compañía, pero incorporan, no obstante, a su haz de competencias, no sólo las estrictamente relacionadas con la representación, coordinación e impulso de la labor del Consejo de Administración, sino otras de naturaleza ejecutiva en el seno de la compañía. Es, por tanto, el concepto de Presidente ejecutivo⁽⁵⁾ un concepto que se circunscribe, en este análisis, al de Presidente-Consejero delegado y, por ello, excluye el amplio elenco de diferentes manifestaciones empíricas de Presidentes de Consejo de Administración con competencias ejecutivas distintas de las inherentes al cargo y más o menos intensas, que la libertad de configuración estatutaria y la flexibilidad y *plurifuncionalidad morfológica*⁽⁶⁾ de nuestros tipos sociales, en este caso, de la SA, ampara.

Por otro lado, nuestro análisis se refiere al Presidente del Consejo de Administración en los sistemas monistas de administración de sociedades de capital, como el español. Es decir, nos centraremos en el Presidente del Consejo de Administración como órgano único de administración de la sociedad anónima, dejando, en consecuencia, al margen el estudio

raíz de la crisis financiera y económica iniciada en el año 2008, se ha visto intensificado hasta verse convertida ésta en una de las cuestiones principales en los procesos de revisión de los principios y directrices del buen gobierno corporativo. Véase, en este sentido, TONELLO, M., en «Separation of Chair and CEO Roles», en *post* recogido en el *blog* del *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, el pasado 1 de septiembre de 2011.

(5) La figura del Presidente del Consejo de Administración con facultades ejecutivas tales como velar por el buen funcionamiento de los órganos de la sociedad, presidir la Comisión ejecutiva, participar directamente en la gestión de proyectos y operaciones, según dispongan los estatutos sociales, el reglamento del consejo, el de la Junta o los concretos acuerdos sociales que lo dispongan, es una figura común en nuestra práctica societaria pero no en la de otros países de nuestro entorno jurídico, en las que no se produce una disociación de poderes ejecutivos o dualidad de primeros ejecutivos.

A este tipo de presidencia que caracteriza el gobierno de nuestras sociedades cotizadas se refiere de forma expresa MATEU DE ROS, R., en *El Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, p. 259, al referirse a este presidente como «presidente ejecutivo limitado», figura que se aleja del Presidente-CEO americano o el Presidente-Director General francés.

(6) Es ya clásico el tratamiento de esta característica definitoria de los tipos sociales de nuestro Derecho hecho por FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., en *La atipicidad en Derecho de Sociedades*, Pórtico, Zaragoza, 1977.

de este escenario en los sistemas dualistas de administración, en los que, junto a un Directorio u órgano de gestión y representación de la sociedad, se prevé un Consejo de Vigilancia o de Supervisión, no dotado de funciones ejecutivas, sino simplemente de supervisión de la actuación del Directorio⁽⁷⁾.

No podemos, en este sentido, obviar que el Libro Verde de la UE plantea en su cuestión tercera, relativa a la bondad de la coincidencia de las figuras de Presidente del Consejo de Administración y Consejero delegado en una misma persona, una problemática que entiende también aplicable a los sistemas dualistas de administración en los que la referencia amplía al Presidente del Consejo de Administración incluye Presidente del órgano administrativo de supervisión o vigilancia⁽⁸⁾. Es decir, el Libro Verde, dada la coexistencia en la Unión Europea de sistemas monistas y sistemas dualistas de administración, hace uso de un concepto amplio y material de Presidente de Consejo de Administración, comprensivo tanto del Presidente de dicho órgano en el sistema monista como del Presidente del órgano de supervisión o vigilancia en el dualista⁽⁹⁾. En definitiva, se equipara Consejo de Administración con órgano de supervisión, a partir de la identificación de las funciones del órgano de administración, como funciones de supervisión de la gestión social⁽¹⁰⁾.

Pues bien, nuestro análisis excluye las implicaciones del modelo dualista, no sólo por entender que estamos ante una problemática propia o característica del modelo monista, en el que se opta por la concentración y distribución interna de las facultades de ejecución y supervisión en un único órgano de administración, y más extraña al modelo dualista, sino por que nuestro estudio centrado en el Derecho Español, de corte monista, lo impone.

Finalmente, nuestro análisis no se extiende tampoco a cuestiones de actualidad en la revisión de los planteamientos de los sistemas de Gobierno Corporativo tras la crisis económica y financiera, como son las relativas al reforzamiento de la transparencia en relación con cuestiones como la retribución de los Consejeros, la revisión de los sistemas de control de la adecuada satisfacción del principio de cumplir o explicar o, desde una perspectiva más general, la sustitución de la autorregulación por normas imperativas y la extensión de los principios informadores del Gobierno Corporativo a sociedades no cotizadas⁽¹¹⁾.

(7) Son ejemplos de este sistema dualista el alemán y el francés, a los que nos referiremos en líneas ulteriores de nuestro trabajo.

(8) En este sentido, el Libro Verde en su página 5 destaca que «*el término consejo de administración se refiere esencialmente a la función de supervisión de los administradores. En una estructura dual, esta función recae por lo general en el consejo de supervisión*».

(9) El Consejo de Administración en su conjunto en los modelos que se identifican con el denominado *monismo renovado* asume una función esencialmente supervisora de la actuación de los miembros del Consejo que gozan de facultades ejecutivas delegadas, proceder éste que se intensifica, como expondremos en líneas posteriores, en las sociedades anónimas cotizadas.

La configuración y características actuales del modelo monista revisado se analizan y detallan por el profesor ALONSO UREBA, A., en «Hacia un modelo monista renovado de administración de la SA cotizada como opción al modelo dualista», en *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España (cuestiones pendientes de reforma)*, tomo I, AA.VV., Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2011, pp. 657 y ss.

(10) Esta equiparación es criticada en el punto 2.3 del Dictamen emitido con fecha 13 de octubre de 2011 por el Comité Económico y Social de la Unión Europea en relación con el Libro Verde, disponible en el *link* <www.toad.eesc.europa.eu/ViewDoc.aspx?doc...2011_CR_ES.doc>.

(11) Véase, en este sentido, lo dispuesto por el Libro Verde de la UE en sus páginas 3 y 4.

B) El debate sobre la bondad de la figura del Presidente ejecutivo de las sociedades cotizadas reabierto por el Libro Verde de la Unión Europea sobre Gobierno Corporativo

Una de las cuestiones tradicionalmente debatidas en el seno del movimiento del *Corporate Governance* o Gobierno Corporativo ha sido la relativa a la bondad de la acumulación de facultades ejecutivas y las propias del Presidente del Consejo de Administración en una misma persona, en el marco de un sistema monista de administración. De este modo, la aproximación tradicional desde este movimiento a las situaciones de acumulación de poder descritas y, muy en particular, a los supuestos de Presidente Consejero delegado o primer ejecutivo de la compañía ha sido de rechazo y desconfianza por entender que dicha acumulación impide el adecuado desempeño de la función supervisora de la gestión que al Consejo de Administración se atribuye y, en general, el papel que al Presidente del Consejo corresponde en relación con el impulso de las funciones del propio Consejo de Administración como órgano director de la sociedad⁽¹²⁾.

Pues bien, más allá de las soluciones que tanto en el ordenamiento jurídico español como en el Derecho Comparado se han dado hasta la fecha a esta situación, una de las preocupaciones que la UE manifiesta en el seno del reciente Libro Verde, expresamente recogida en su pregunta número 3, es: «¿Debe la UE tratar de garantizar que las funciones y deberes del presidente del consejo de administración y del consejero delegado estén claramente separados?».

De este modo, la UE, en su creciente preocupación por el Gobierno Corporativo y la responsabilidad social de las empresas como elementos clave para reforzar la confianza de las personas en el Mercado Único Europeo, manifestada en la Comunicación de la Comisión Europea *Hacia un Acta del Mercado Único*⁽¹³⁾, ha identificado la cuestión relativa a la posibilidad de acumular los cargos de Presidente del Consejo de Administración y el de Consejero Delegado o CEO, como una de las cuestiones de especial sustantividad desde la perspectiva del Gobierno Corporativo en la práctica societaria comunitaria.

Cierto es que el planteamiento de la pregunta permite un análisis limitado de la cuestión, dado que se refiere exclusivamente a la posibilidad de acumular los cargos de presidente del Consejo de Administración y de Consejero Delegado, y no a todas aquellas situaciones en las que el Presidente del Consejo de Administración, sin ostentar el cargo de Consejero Delegado, sin embargo, sí asume funciones de naturaleza ejecutiva distintas de las que, como Presidente del órgano de administración, le corresponden, y que pudieran poner en peligro el correcto y eficaz desempeño de estas últimas. Pero no lo es menos que el planteamiento formal de esta cuestión sirve para reabrir el debate y revisar las posturas hasta la fecha adoptadas al respecto.

En este escenario, la Comisión se plantea si, partiendo de la bondad intrínseca de la separación de cargos de Presidente del Consejo de Administración y Consejero delega-

(12) En estos términos se refiere a la cuestión el profesor SÁNCHEZ CALERO en SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007, p. 809.

(13) Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, *Hacia un Acta del Mercado Único. Por una economía social de mercado altamente competitiva*, COM(2010)608 final/2, página 30.

do⁽¹⁴⁾, procede la garantía y tutela de dicha separación por parte de la UE, por medio de sus instrumentos normativos. Por lo tanto, al debate de la afectación al Gobierno Corporativo⁽¹⁵⁾ de la acumulación de poderes y facultades en la figura del Presidente del Consejo de Administración se le añade el de la determinación del vehículo o instrumento a través del cual garantizar y tutelar la separación de funciones, bien a través de las normas de *soft law* propias y características, hasta la fecha, del Gobierno Corporativo y relacionadas con la simple recomendación o bien, por el contrario, por medio de la imposición normativa de dicha separación⁽¹⁶⁾.

II. UNA APROXIMACIÓN A LA PROBLEMÁTICA DEL PRESIDENTE EJECUTIVO EN LA SOCIEDAD COTIZADA DESDE LA PERSPECTIVA DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN EL DERECHO COMPARADO

Como hemos adelantado, la cuestión de la acumulación de los cargos de Presidente del Consejo de administración y Consejero delegado o primer ejecutivo y, en general, de la asunción por el Presidente del Consejo de funciones de naturaleza ejecutiva es una cuestión tradicionalmente abordada en los distintos Códigos de Buen Gobierno Corporativo e informes sobre la materia, con enfoques diversos en función del ordenamiento jurídico de que se trate. La diferente aproximación al fenómeno descrito deriva de las distintas tradiciones jurídicas y prácticas de organización del funcionamiento del órgano de administración de las sociedades anónimas cotizadas. Veamos alguno de los ejemplos más significativos y relevantes del estado de la cuestión en países de nuestro entorno jurídico.

A) La evolución del sistema francés de Presidente-Director General hacia sistemas de administración más conformes con las directrices del Buen Gobierno Corporativo⁽¹⁷⁾

La tradición jurídica francesa en cuanto al gobierno o administración de sociedades de capital, en particular, anónimas, se caracteriza por el monismo y por la unión del presidente

(14) Una bondad intrínseca de la separación de cargos y funciones que es un planteamiento cuestionado y no pacífico. En este sentido, véase el análisis de la cuestión que desde el prisma del derecho de los EE.UU. se hace por TONELLO, M., en «Separation of Chair and CEO Roles...», *op. cit.*

(15) La primera formulación de concepto de Gobierno Corporativo aparece en la doctrina estadounidense y engloba la relación de las sociedades abiertas al público, entendiéndose por tales las sociedades cotizadas, y sus factores de referencia fundamentales, como son el capital, el trabajo, proveedores, clientes y gestión empresarial y, sobre la base de lo anterior, la función del *Board of Directors* de la Sociedad, esto es, su Consejo de Administración. *Vid.*, en este sentido, WILLIAMSON, O.E., en *The economic Institutions of Capitalism*, Free Press, Londres, 1985.

El reciente Libro Verde de la UE define, sobre la base del concepto empleado por el *Informe Cadbury*, el Gobierno Corporativo «como el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas y como una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de una empresa, su consejo, sus accionistas y otras partes interesadas» (p. 2).

(16) Esta discusión acerca de la necesaria determinación legal de alguno de los elementos de los estatutos de las sociedades mercantiles y el ámbito reservado a la autonomía de la voluntad en la regulación de dichos elementos se encuentra en el propio origen del concepto y movimiento del *Corporate Governance* y en las discusiones doctrinales en torno a él. En este sentido, *vid.* WILLIAMSON, O.E., en *The economic Institutions of...*, *op. cit.*

(17) Nos hemos referido a la estructura y diseño del órgano de administración en la sociedad anónima francesa en nuestro trabajo CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., «Una aproximación al modelo de administración de la sociedad anónima francesa», en *La modernización del derecho de sociedades de capital en España (cuestiones pendientes de reforma)*, tomo I, AA.VV., Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2011, pp. 781 y ss.

del Consejo de Administración y del Director General o primer ejecutivo en una misma persona, a través de la figura de Presidente-Director General o P-DG.

El sistema de gestión y administración de sociedades anónimas francés es tradicionalmente monista, esto es, basado en la existencia de un órgano de administración y representación social único, fundamentalmente el Consejo de Administración. La especialidad de dicho sistema monista reside en las facultades legalmente reconocidas al Presidente del Consejo de Administración que, a las propias de presidente del órgano de administración de la sociedad, incorpora facultades ejecutivas, de gestión y representación, propias del Director General, de tal forma que dicha figura es conocida como el Presidente-Director General o P-DG.

La Ley de 24 de julio de 1966 regula por primera vez en el ordenamiento francés, por influencia directa de la tradición germana, un sistema de administración de sociedades anónimas dualista estructurado en torno a un Directorio u órgano de gestión y representación y un Consejo de Vigilancia como órgano de control y supervisión del Directorio.

Por ello, el Código de Comercio francés ofrece dos posibilidades de administración o gestión de la sociedad anónima: la tradicional de órgano único de administración, y la novedosa de administración bicéfala o dualista con órgano de gestión (Directorio) y órgano de control o supervisión (Consejo de Vigilancia)⁽¹⁸⁾.

Pues bien, en este escenario de coexistencia de modelos de administración social, la práctica ha revelado una preferencia en el ordenamiento francés por el sistema monista tradicional, al que la reforma de 2001 incorporó la posibilidad de separación de los cargos y funciones de Presidente del Consejo de Administración y Director General. Dicha preferencia se funda, a juicio de la doctrina francesa, en el carácter colegiado del Directorio, difícilmente compatible con la unidad de dirección en la gestión de la sociedad anónima, en el formalismo derivado de la multiplicación de controles y trámites en la administración y, finalmente, en la dificultad práctica de separar gestión de control o supervisión⁽¹⁹⁾.

La Ley de 15 de mayo de 2001, de Nueva Regulación Económica, en su título III modifica el régimen monista tradicional, al introducir la posibilidad de separar los cargos de Presidente del Consejo de Administración y Director General, cargos hasta la fecha necesariamente unidos.

Aun cuando, estrictamente, la disociación de presidencia del Consejo de Administración y Dirección General no era una novedad en el derecho de sociedades francés, dado que la separación de cargos y funciones era la regla general hasta 1940⁽²⁰⁾, la finalidad de

(18) La calificación de los sistemas monista y dualista de administración de la sociedad anónima como *tradicional* y *novedoso*, respectivamente, es empleada por COZIAN, M., VIANDER, A. y DEBOISSY, F., en *Droit de Sociétés*, Litec, 2007, p. 235.

(19) En estos términos se pronuncian LE CANNU, P., en *Pour une évolution du droit des sociétés anonymes ave directoire et conseil de surveillance*, Bull. Joly, 2000, p. 483; CAUSSAIN, J.-J., *Le directoire et le conseil de surveillance de société anonyme*, Litec, 2002; y COZIAN, M., VIANDER, A. y DEBOISSY, F., en *Droit de Sociétés...*, *op. cit.*, p. 292.

(20) En este sentido, *vid.* COURET, A., en «El tercer sistema en el Derecho francés después de la reforma de 2001», *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, AA.VV., RdS, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2005, p. 120, y COZIAN, M., VIANDER, A. y DEBOISSY, F., en *Droit de Sociétés...*, *op. cit.*, p. 235.

la recuperación de dicho sistema —esta sí novedosa— reside en la necesidad de introducir principios propios de *Buen Gobierno Corporativo* o *Good Corporate Governance* en la administración de la sociedad de capital.

En la incorporación de este sistema subyace la idea de que facilita la separación de la dirección de la administración y gestión de la sociedad anónima, del control y supervisión de dicha dirección. El Presidente del Consejo de Administración se configura como el sujeto encargado de dirigir e impulsar la actividad de dicho órgano colegiado y, por su parte, el Director General, concentra las facultades de dirección, gestión y ejecución que deberán ser controladas por el propio Consejo de Administración.

Esta división de funciones deriva, a juicio de la doctrina francesa, del modelo británico en el que se distingue el *Chairman of the Board* del *Chief Executive Officer*⁽²¹⁾.

La normativa societaria que delimita el sistema de administración descrito se completa con los códigos y principios integrantes del *soft law* sobre Buen Gobierno Corporativo francés. En este conjunto normativo destaca el *Code de Gouvernement D'entreprise des Sociétés Cotées* aprobado en el año 2003 por la *Association Française des Entreprises Privés (AFEP)* y por *Mouvement des Entreprises de France (MEDEF)*, revisado en abril del año 2010, y las *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise* aprobadas en el año 2004 por la *Association Française de la Gestion Financière (AFG)* y revisadas, recientemente, en abril del año 2011.

Ambos textos parten de reconocer la existencia de una triple opción para las sociedades anónimas cotizadas francesas a la hora de establecer el sistema de administración social, el sistema dualista, el monista con Presidente-Director General y, finalmente, el sistema monista de presidencia disociada o separación de cargos de Presidente y de Director General. Sin embargo, no son idénticas las soluciones propuestas, dado que mientras que el *Code* aprobado por AFEP y MEDEF no se decanta por ninguna de las opciones expuestas e impone como único requisito la transparencia en cuanto a la justificación por uno u otro modelo a través de la información remitida a los accionistas y al mercado⁽²²⁾, las *Recommandations* aprobadas por la AFG entienden más ajustada a los principios del Buen Gobierno Corporativo la separación de funciones ejecutivas y de impulso y dirección del órgano administrativo de supervisión, por lo que se recomienda el empleo de la estructura dualista o la monista con la separación de cargos. En aquellos casos en los que, pese a la recomendación, se acuda a un sistema monista con la figura del Presidente-Director general se recomienda que se justifique y se explique a los accionistas las concretas circunstancias que aconsejan la opción por dicho sistema y que, en el seno del Consejo de Administración, se designe a un consejero independiente (*Independent Lead Director*)⁽²³⁾ que supervise la actuación del P-DG y que tenga reconocida la facultad, entre otras, de convocar al Consejo de Administración.

(21) En este sentido, COURET, A., en «El tercer sistema en el Derecho francés después de la reforma de 2001...», *op. cit.*, p. 120.

(22) Véase, en este sentido, el punto 3 del *Code*, disponible en <www.ecgi.org/codes>.

(23) Figura que tiene su origen en el *Combined Code of Corporate Governance* del Reino Unido y que también tiene su reflejo en el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo en la Recomendación 17.

B) El sistema dual de administración en el Derecho de Sociedades alemán y su aproximación a la cuestión

El sistema germano de gobierno y administración societaria es un sistema dualista, caracterizado por la distribución de competencias y funciones entre un Consejo de Dirección o Administración (*Vorstand*) en sentido y estricto y, junto a dicho órgano, un Consejo de Supervisión o de Vigilancia (*Aufsichtsrat*), en el que, a diferencia de lo que ocurre en el supuesto francés, no existe posibilidad de optar por una estructura monista del órgano de administración⁽²⁴⁾.

El sistema de *soft law* de Gobierno Corporativo germano⁽²⁵⁾ se estructura en torno al Código alemán de Gobierno Corporativo (*Deutscher Corporate Governance Kodex*), también conocido como *Código Cromme*, de 26 febrero de 2002, revisado por última vez el pasado 26 de mayo de 2010⁽²⁶⁾, y se caracteriza por la conexión que las disposiciones de Gobierno Corporativo y el Derecho societario a través de la exigencia regulada en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas alemana (*Aktiengesetz*) relativa a la emisión de declaración anual de cumplimiento con las disposiciones de Gobierno Corporativo o de *compliance*.

Atendiendo a la naturaleza dualista del órgano de administración de la sociedad anónima alemana, el *Código Cromme* destina parte de sus recomendaciones a la estructura, régimen, competencias y funcionamiento del Consejo de de Vigilancia o Supervisión (punto 5), elementos, todos ellos, destinados a la garantía de la independencia del Consejo de Supervisión y de su Presidente frente al Consejo de Dirección al que monitoriza⁽²⁷⁾. Sin embargo, ninguna disposición o recomendación específica se prevé en cuanto a la imposibilidad de que por el Presidente del Consejo de Vigilancia se asuman facultades de naturaleza ejecutiva, posibilidad ésta que parece, en todo caso, contraria a los principios informadores del régimen del funcionamiento del Consejo de Vigilancia y, en general, del sistema dualista de administración societaria⁽²⁸⁾.

(24) Para una visión general del ordenamiento germano de sociedades anónimas véase, SHIMDT, K., «La Junta General en la Ley alemana de Sociedades Anónimas en la reforma del Derecho de Sociedades Anónimas», *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, vol. I, AA.VV., *RdS*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2005, pp. 27 y ss.

Recientemente, ESTEBAN VELASCO, G., se ha referido al modelo de administración dualista y su configuración actual en «¿Es oportuno introducir en España la opción del sistema dual de administración y control? Algunas cuestiones de política jurídica y de régimen jurídico», en *La modernización del derecho de sociedades de capital en España (cuestiones pendientes de reforma)*, tomo I, AA.VV., Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2011, pp. 641 y ss.

(25) Para un análisis general de dicho sistema, véase, BAUMS, T., en «El código alemán de Gobierno Corporativo del año 2002: relaciones entre la regulación legal y la autorregulación», en *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, vol. I, AA.VV., *RdS*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2005, pp. 65 y ss.

(26) Su texto se halla disponible en <www.ecgi.org/codes>.

(27) Véase, a título de ejemplo, la prohibición del Presidente del Consejo de Vigilancia de presidir la Comisión de Auditoría o el período de carencia de 2 años para que un miembro del Consejo de Administración pueda ser elegido miembro del Consejo de Vigilancia, como regla general.

Por su parte, los artículos 95 y ss. de la AktG regulan el Consejo de Vigilancia sin hacer referencias de forma expresa a las posibles incompatibilidades entre el Presidente del Consejo de Vigilancia y funciones de naturaleza ejecutiva propias del Consejo de Dirección.

En relación con esta cuestión véase HOFFMAN-BECKING, M., en «Vorstandsvorsitzender oder CEO?», *ZfG*, 2003.

(28) Téngase en cuenta que la figura del CEO o Consejero delegado puede asimilarse, muy a grandes rasgos, con el Presidente del Consejo de Dirección en el modelo dualista germano.

La falta de tratamiento específico del problema que nos ocupa es una constatación, a nuestro juicio, de que la asunción de funciones estrictamente ejecutivas por el Presidente del Consejo de Vigilancia, órgano al que corresponde la supervisión de la gestión social, no es una práctica tan generalizada o extendida como lo es la asunción por parte del Presidente del Consejo de Administración en otros sistemas monistas anglosajones y continentales, de facultades ejecutivas. Y, ello, seguramente derivado de la propia tradición dualista germana más respetuosa, en principio, con la garantía de la función de supervisión en el seno de la administración social que otros sistemas de corte monista. Entendemos, así, que la asunción de funciones ejecutivas por el Presidente del Consejo de Vigilancia podría vulnerar los principios informadores del dualismo germano.

C) Las peculiaridades del modelo del Reino Unido: el sistema monista con estricta separación de funciones entre el Presidente del Consejo de Administración o *Chairman* y el Consejero delegado o CEO

El sistema de administración societaria de las grandes sociedades anónimas cotizadas en el Reino Unido es un sistema monista, en el que en las disposiciones del *Corporate Governance*, por razones vinculadas a la especial influencia de determinados inversores en la estructura del capital de aquéllas, se ha puesto especial énfasis en la necesaria separación de papeles entre el *Chairman* y el CEO de la sociedad.

Los principios del *Corporate Governance* desembarcan en Europa procedentes de EE.UU., fundamentalmente a través del Reino Unido, en cuyo ordenamiento jurídico constituye el primer hito el conocido como *Informe Cadbury* de 1992⁽²⁹⁾, antecedente del *Combined Code on Corporate Governance* del año 2000⁽³⁰⁾, en el que se reconoce el principio general que informa el sistema de Gobierno Corporativo en el Reino Unido y por extensión en ámbito comunitario, la regla del *Comply or Explain*⁽³¹⁾.

En la actualidad, y tras las conclusiones alcanzadas por el *Informe Walker*⁽³²⁾, que aborda el estado del Gobierno Corporativo a raíz de la situación de crisis económica y financiera, el sistema de Gobierno Corporativo del Reino Unido tiene como principal texto el *Corporate Governance Code* de junio del año 2010⁽³³⁾.

(29) El texto del *Informe Cadbury* al completo puede consultarse en <http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php>.

(30) El texto del *Combined Code on Corporate Governance* del año 2000 al completo puede consultarse en <http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php>.

(31) Dicho principio informa también el sistema de gobierno corporativo español, tal y como se desprende de la LMV (artículo 116) y el CUBG (muy en particular, téngase en cuenta la referencia hecha a dicho principio como un principio informador general del código, dentro del epígrafe I «Principios Generales»). También es recogido, el referido principio, por la Directiva 2006/46/CE, que promueve su aplicación al exigir que las empresas que cotizan en bolsa mencionen en su informe de Gobierno Corporativo si aplican un código de este tipo y que informen al respecto según un planteamiento de cumplir o explicar.

(32) El texto final del *Walker Review* de 26 de noviembre de 2009 al completo puede consultarse en <http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php>. Este informe dio lugar a la revisión del *Combined Code* de 1 de diciembre de 2009, última versión vigente de dicho código hasta su sustitución por el *Corporate Governance Code* de junio del año 2010.

(33) El texto del *Corporate Governance Code* de junio de 2010 al completo puede consultarse en <http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php>. Junto a dicho Código, destacan también otros textos recientes como los *Corporate*

Dicho Código parte del principio general de cumplir con lo en él dispuesto, o explicar las causas que justifican apartarse de los criterios en él contenidos (*Comply or Explain*)⁽³⁴⁾, y es el resultado de la reformulación del *Combined Code on Corporate Governance* a la vista de la revisión formulada por Sir David Walker de la normativa de Gobierno Corporativo de Bancos y otras instituciones financieras⁽³⁵⁾ con ocasión de la crisis económico-financiera⁽³⁶⁾.

Desde la perspectiva que nos centra, la normativa de Gobierno Corporativo del Reino Unido ha desarrollado un sistema propio y característico de estricta división de responsabilidades de administración y dirección en sentido amplio, en el seno de un sistema monista de administración de sociedades anónimas. De este modo, el desempeño del cargo de CEO ha de corresponder a persona distinta del Presidente del Consejo de Administración o *Chairman*. Esta división de funciones, ya recogida en el *Combined Code on Corporate Governance*, se mantiene en el reciente *Corporate Governance Code* resultante de la reforma impulsada por el *Informe Walker* y en el *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies*⁽³⁷⁾ o Código de Gobierno Corporativo para sociedades no cotizadas.

En particular, el *Corporate Governance Code* destaca en su epígrafe A.2, como principio informador del órgano de administración social, la clara y estricta división de responsabilidades entre la presidencia del Consejo de Administración y las funciones ejecutivas relativas a la gestión diaria del negocio de la sociedad, de modo que se establece que ningún miembro del órgano de administración podrá tener atribuidos poderes ilimitados de decisión⁽³⁸⁾.

Dicho principio informador se traduce en una concreta exigencia del *Code* recogida en el epígrafe A.2.1 que impone que los papeles de Presidente del Consejo (*Chairman*) y

Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK de noviembre de 2010 y el *AIC Code of Corporate Governance* de octubre de 2010, ambos textos disponibles al completo en la citada página web.

(34) En relación con el citado principio, el Código en su página 4 subraya lo siguiente: «*The “comply or explain” approach is the trademark of corporate governance in the UK. It has been in operation since the Code’s beginnings and is the foundation of the Code’s flexibility. It is strongly supported by both companies and shareholders and has been widely admired and imitated internationally*» (El enfoque o principio cumplir o explicar es el signo distintivo de la normativa de Gobierno Corporativo del Reino Unido. Su aplicación proviene ya desde los orígenes del Código y es la razón de su intensa y característica flexibilidad. Cuenta con el decidido apoyo tanto de las sociedades como de los accionistas y ha sido ampliamente admirado e imitado internacionalmente). En este sentido, la inspiración de dicho principio puede apreciarse, sin ir más lejos, en la configuración actual de la normativa de Gobierno Corporativo española y, en general, en la comunitaria.

(35) *Vid.* nota a pie de página número 24.

(36) El punto primero del preámbulo del *Code*, en su página 3, destaca la importancia del fenómeno de la crisis económico-financiera en el origen de la reciente reforma de la normativa de Gobierno Corporativo del Reino Unido.

(37) Dicho texto fue publicado en noviembre del año 2010 por el *IoD* (Instituto de Consejeros) del Reino Unido y contiene un conjunto de principios de buen gobierno aplicables a sociedades no cotizadas. Entre dichos principios, el número 10 recoge idéntica previsión relativa a la estricta separación de papeles y facultades entre Presidente del Consejo de Administración y Consejero Delegado que la hecha por el epígrafe A.2 del *Code*, al que nos referimos en la siguiente nota a pie de página.

(38) En concreto, el *Corporate Governance Code* establece el siguiente principio informador en su epígrafe A.2: «*There should be a clear division of responsibilities at the head of the company between the running of the board and the executive responsibility for the running of the company’s business. No one individual should have unfettered powers of decision*».

de primer ejecutivo Consejero delegado (*Chief Executive Officer* o CEO) no pueden ser desempeñados por una misma persona. Además, se dispone que la división de responsabilidades entre el Presidente y el Consejero Delegado debe estar claramente establecida, recogida por escrito y aprobada por el propio Consejo⁽³⁹⁾.

Puede apreciarse, a la vista de lo anterior, que estamos, a grandes trazos, ante un modelo de administración monista renovado, en el que se busca garantizar la estricta separación de papeles en el liderazgo de las sociedades entre Presidente del Consejo y primer ejecutivo, radicando en la intensidad de esta garantía la especialidad propia del modelo del Reino Unido en cuanto a la cuestión que nos centra⁽⁴⁰⁾. Los motivos en los que se funda esta particular preocupación por la separación de funciones en el seno del órgano de administración parecen estar vinculados, como hemos tenido ocasión de avanzar, a la estructura del capital de las sociedades cotizadas en el FTSE 350, en la que gozan de especial influencia los inversores institucionales⁽⁴¹⁾.

D) El monismo renovado en los Estados Unidos y su mayor permisividad hacia la acumulación de funciones y facultades en la figura del Presidente del Consejo de Administración

El análisis del sistema norteamericano de Gobierno Corporativo de sociedades cotizadas⁽⁴²⁾ supone el estudio del ordenamiento jurídico en el que la concepción y delimitación de los contornos actuales del Gobierno Corporativo, tal y como en la actualidad lo entendemos, se originó⁽⁴³⁾.

En cuanto a la cuestión que nos ocupa, esto es, la posible conjunción de papeles del Presidente del Consejo de Administración y del CEO o Consejero delegado, la práctica norteamericana ha sido tradicionalmente favorable a la coincidencia de cargos en una misma persona, escenario éste que, sin embargo, se ha venido cuestionando en las últimas décadas y con particular intensidad desde los escándalos de *Enron* y *Worldcom* a prin-

(39) El referido epígrafe reza, en concreto, lo siguiente: «*The roles of chairman and chief executive should not be exercised by the same individual. The division of responsibilities between the chairman and chief executive should be clearly established, set out in writing and agreed by the board.*».

(40) Otra de las especialidades características que tradicionalmente ha distinguido al sistema del Reino Unido es la previsión de la figura del *Independent Senior Director*, como consejero independiente que ha de asumir la coordinación y comunicación de dicho grupo de consejeros con el Presidente del Consejo de Administración, con el fin de dar mejor cumplimiento y satisfacción a la función supervisora propia de este tipo de consejero. Al papel y cometido de esta figura que, para el caso de que coincidan Presidente y Consejero Delegado, el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo también prevé, se refiere el epígrafe A.4.1 del *Code*.

(41) Véase, en este sentido, HOPT, K.J., en «Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International legislation», *American Journal of Comparative Law*, invierno de 2011, pp. 31 y ss.; y de forma más general en relación con las diferencias entre el sistema inglés y el americano, MILLER, G., «Political Structure and Corporate Governance: Some Points of Contrast Between the United States and England», *Colum. Bus. L. Rev.* 51, 1998.

(42) Para una aproximación detallada al fenómeno del Gobierno Corporativo en las sociedades cotizadas estadounidenses, vid. GUERRA, G., en *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses (Su influencia en el Movimiento de Reforma del Derecho Europeo)*, Thomson-Aranzadi, 2003.

(43) Una precisa referencia al origen norteamericano del movimiento del *Corporate Governance* y de su posterior asunción por los sistemas jurídicos europeos se recoge en BAUMS, T., «El Código alemán de...», *op. cit.*, p. 67.

cipios de la década pasada, situación que se acentúa con la crisis financiera de los años 2008 y 2009⁽⁴⁴⁾.

Sentado lo anterior, es preciso subrayar que la normativa norteamericana que integra el sistema de Gobierno Corporativo se halla distribuida entre códigos y principios aprobados por asociaciones o agencias reguladoras como la *Securities Exchange Commission* (en lo sucesivo, la *SEC*) o la *New York Stock Exchange* (en lo sucesivo, *NYSE*) y leyes como la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002⁽⁴⁵⁾ o la más reciente *Dodd-Frank Act*⁽⁴⁶⁾, reacción de la *Administración Obama* frente de la crisis financiera con epicentro en *Wall Street* en el año 2008.

En este sentido, un recorrido por la normativa integrante del sistema norteamericano de Gobierno Corporativo, así como un repaso a los principales acontecimientos de las últimas décadas con el fin de abordar una actualización y revisión de los principios informadores de dicho sistema, se recoge en el Informe de la *Commission on Corporate Governance* de la *NYSE*, de 23 de septiembre de 2010⁽⁴⁷⁾. Dichos principios parten de la tradicional distinción en el gobierno y funcionamiento de las sociedades cotizadas norteamericanas entre el Consejo, el equipo gestor o *management*, y los accionistas⁽⁴⁸⁾. En relación con la estructura y el papel del Consejo de Administración o *Board*, el principio A.1 de los analizados en el Informe afirma la imposibilidad de aplicar la regla *one size fits all*, dado que dichas cuestiones —entre las que se incluye la distribución de papeles y competencias entre el Presidente

(44) Al cuestionamiento de la tradicional posición a favor de la conjunción de cargos en una misma persona se refiere, resumiendo el estado de la cuestión, TONELLO, M., en «Separation of Chair and CEO Roles...», *op. cit.* En dicha entrada en el *blog* de referencia se citan los principales argumentos esgrimidos para sostener tanto una posición a favor de la conjunción de cargos como para la defensa de su separación, a los que al hilo de las conclusiones de la presente comunicación nos referiremos.

Sin perjuicio de la existencia de una corriente doctrinal, científica y práctica que cuestiona la combinación de los papeles y funciones de *Chair* y *CEO*, lo cierto es que los datos empíricos revelan, en la actualidad, que la preferencia de las sociedades cotizadas norteamericanas sigue siendo la de mantener la conjunción o unión de ambos cargos.

(45) *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745, de 30 de julio de 2002. Dicha Ley se aprueba como respuesta a los escándalos *Enron* y *WorldCom*, siendo, al tiempo de ser aprobada, la legislación relativa a las sociedades cotizadas más relevante, desde las propias *Securities Acts* de 1933 y 1934. Desde el punto de vista de la normativa de Gobierno Corporativo en los EE.UU., constituyó un hito, en la medida en la que supuso la incorporación de importantes cuestiones relativas al gobierno de las sociedades cotizadas en una Ley Federal, aspectos que hasta la fecha habían quedado recogidos en Leyes estatales.

(46) *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No. 111-203, H.R. 4173, de 21 de julio de 2010. Esta Ley aborda una importante reforma del sistema financiero norteamericano como reacción frente a la crisis financiera y de principios como el *Too Big to Fail*, cuyo epicentro en septiembre del año 2008 con la bancarrota de *Lehman Brothers* se situó en *Wall Street*. En ella se profundiza en el camino iniciado por la *Sarbanes-Oxley Act*, al federalizar cuestiones de Gobierno Corporativo, antes legisladas a nivel estatal. En relación con el impacto social y político de la reforma operada por la *Dodd-Frank Act*, resulta interesante el artículo de Kara ROWLAND «Historic Wall Street Reform Hill signed», publicado en la edición del *Washington Post* de 21 de julio de 2010.

(47) Informe que se encuentra disponible en <www.ecgi.com>.

(48) A dicha triple división como criterio para agrupar los distintos principios informadores del sistema de Gobierno Corporativo se refiere el Informe de la *NYSE* en su página 25. Adviértase, en este sentido, que es característico de la estructura de gobierno de las sociedades cotizadas norteamericanas la distinción entre, por un lado, el Consejo de Administración o *Board*, que tiene atribuidas no sólo competencias de supervisión de la gestión social, sino también de orientación y superior dirección de la misma y, por otro, el *Management* o equipo gestor, encargado de la administración y gestión diaria de la vida social, a cuya cabeza se sitúa el *CEO*. Esta estructura característica de la gestión social en sentido amplio de las sociedades cotizadas estadounidenses se detalla extensamente por GUERRA, G., en *El Gobierno de las Sociedades...*, *op. cit.*, pp. 197 y ss.

y el CEO, la identificación de sus cargos en una misma persona, o su separación— han de ser concretadas sobre la base de un análisis empírico y casuístico, en atención a circunstancias de hecho concurrentes, como los objetivos y estrategia empresarial o su cultura y tradición, no siendo, en todo caso, cuestiones susceptibles de ser impuestas por normas imperativas⁽⁴⁹⁾. Se añade que, para la adopción de la decisión relativa a la estructura y papel del Consejo de Administración y de sus miembros de que se trate, se debe contar con la opinión y criterio tanto de los accionistas (en especial de los accionistas a largo plazo o *long term shareholders*) como del equipo gestor o *Management*⁽⁵⁰⁾.

El sistema se completa con una obligación de (*full disclosure*) o comunicación de información a la SEC para su publicación, vigente para las sociedades cotizadas desde febrero de 2010, que se extiende a la estructura del Consejo de Administración, de modo que se incluye la distribución de papeles entre *Chair* y CEO, y la explicación de los motivos o razones que han llevado a optar por una u otra de las posibilidades estudiadas, a la vista de sus específicas características o circunstancias⁽⁵¹⁾.

En definitiva, en los EE.UU. se distingue entre el ámbito práctico y doctrinal, por un lado, en el que, al igual que acontece en Derecho europeo, existe un debate centrado en la elección de un sistema u otro como el más conforme a las directrices del Buen Gobierno Corporativo⁽⁵²⁾, y el nivel normativo, por otro, en el que se opta por una solución de mínimos y de naturaleza formal que garantiza la cobertura y amparo de ambos sistemas y que concentra su interés en reforzar la tutela la publicidad de las razones que han llevado a la sociedad cotizada de que se trate a optar por un sistema u otro.

III. EL PRESIDENTE EJECUTIVO EN EL SISTEMA MONISTA DE ADMINISTRACIÓN DE SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS EN EL DERECHO ESPAÑOL DESDE LA PERSPECTIVA DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

Analizados de forma somera los aspectos más destacados de alguno de los sistemas de nuestro entorno jurídico en relación con el tratamiento de la acumulación de funciones ejecutivas en la figura del Presidente del Consejo de Administración o del Consejo de Su-

(49) Este enfoque, de naturaleza mucho más pragmática que el europeo, no parte de establecer una bondad *per se* de ninguna de las dos opciones en juego, a saber, conjunción o separación de cargos y cometidos, sino de reconocerlos como alternativas posibles, cuya elección desde la perspectiva de la eficiencia en el gobierno de la sociedad y de la satisfacción de los principios de buen gobierno corporativo dependerá de las concretas circunstancias y características de la sociedad cotizada de que se trate. Se descarta un análisis apriorístico y se refuerzan las obligaciones de información o *disclosure* en relación con esta cuestión, como garantía formal que satisfaga las exigencias de publicidad que tutelan debidamente la posición del accionista.

(50) Se refiere a estos aspectos el principio A, relativo al Consejo de Administración (*Board of Directors/Composition and Role*), página 26 del Informe.

(51) Dicha obligación de (*full disclosure*) se introdujo por la *SEC Final Rule* de 19 de diciembre de 2009, «Proxy Disclosure Enhancements», aprobada por dicha agencia reguladora en aplicación de los requerimientos de la *Sarbanes-Oxley Act*. Este requerimiento ha sido posteriormente recogido de forma expresa en una Ley Federal como la *Dodd-Frank Act*, que en su sección 972 reforma la *Securities Act* de 1934 en el sentido de introducir una sección 14B que comprende la obligación de información a la SEC antes referida.

(52) Véase, en este sentido, TONELLO, M., en «Separation of Chair and CEO Roles...», *op. cit.*

pervisión o Vigilancia, nos detendremos en el estudio de los principios configuradores del sistema español, con el fin de delimitar su contenido esencial y valorar la aproximación hecha al fenómeno que nos detiene.

A) Breve referencia al tratamiento estrictamente societario de la figura

Dentro del sistema *monista renovado*⁽⁵³⁾ de administración de sociedades de capital, al que se adscribe nuestro Derecho, el Presidente del Consejo de Administración regulado por la Ley de Sociedades de Capital⁽⁵⁴⁾, al igual que el delimitado por la antigua Ley de Sociedades Anónimas, se constituye como un cargo de necesaria existencia en el seno del Consejo, cuya función esencial es la de velar por la buena marcha y funcionamiento del órgano de administración social que preside. En este sentido, el Presidente del Consejo de Administración ocupa una posición de primacía en el seno del órgano que preside a modo de *primus inter pares*, que se concreta en un conjunto de funciones legalmente determinadas tendentes a garantizar que el Consejo de Administración cumpla las funciones encomendadas por la Ley y los Estatutos sociales. Estas funciones son la convocatoria del Consejo de Administración y la elaboración del orden del día de sus sesiones, velar por que la información sea facilitada a los consejeros con carácter previo a la celebración de las reuniones del Consejo, verificar la correcta constitución de la reunión del Consejo de conformidad con lo exigido por la Ley y los Estatutos, solicitar al Consejero delegado que informe al Consejo, dirigir, moderar y coordinar el desarrollo de las sesiones del Consejo de Administración y, finalmente, la firma y legalización de las actas del Consejo con la inclusión de su visto bueno⁽⁵⁵⁾.

(53) Un análisis de las características del sistema *monista renovado* o de *supervisión* —frente al tradicional gerencial— que delimita la Ley de Sociedades de Capital (artículos 209 y ss. del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital y profundiza para las sociedades cotizadas tanto la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores como el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo y las restantes disposiciones del *sof law* español de Gobierno Corporativo excede de los restringidos límites del presente trabajo. Un estudio de dicho régimen como evolución del tradicional *monismo gerencial* hacia un *dualismo funcional*, influenciado por las exigencias del movimiento del Gobierno Corporativo, puede encontrarse, entre otros trabajos, en SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores...*, *op. cit.*, pp. 766 y ss.; ESTEBAN VELASCO, G., en «La separación entre dirección y control: el sistema monista español frente a la opción entre distintos sistemas que ofrece el Derecho Comparado», *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas II*, AA.VV., *RdS*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2005, pp. 727 y ss.; ALONSO UREBA, A., en «Diferenciación de funciones (supervisión y dirección) y tipología de consejeros (ejecutivos y no ejecutivos) en la perspectiva de los artículos 133.3 (responsabilidad de los administradores) y 141.1 (autoorganización del Consejo) del TRLSA», en *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, vol. II, AA.VV., *RdS*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2005, pp. 769 y ss.; ALONSO LEDESMA, C., «El buen gobierno de las sociedades en Europa», *RDBB*, 2002, pp. 129 y ss.; PAZ-ARES, C., en «El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa», en AA.VV., *Libro Homenaje al profesor Fernando Sánchez-Calero*, vol. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 1805 y ss.; GALLEGO, E., en «El Consejo de Administración», *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, vol. I, AA.VV., Thomson-Civitas, Madrid, 2011, pp. 1738 y 1739. Véase, también, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., en *Consejeros delegados, comisiones ejecutivas y consejos de administración: la delegación en el órgano administrativo de las S.A.*, Montecorvo, 1971.

(54) Artículos 242 y ss. del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de capital.

(55) A la definición de la naturaleza del Presidente del Consejo de Administración y al detalle del conjunto de facultades legales que configuran la posición del mismo como impulsor del buen funcionamiento del Consejo de Administración se refiere el profesor SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores...*, *op. cit.*, pp. 592 y 593.

Desde una perspectiva general, el Presidente del Consejo de Administración delimitado por la Ley de Sociedades de Capital responde a la necesidad de impulso⁽⁵⁶⁾, dirección y representación de dicho órgano colegiado de administración, con el fin de poder dar adecuada satisfacción a las competencias y funciones de gestión, administración y representación social legal y estatutariamente encomendadas. Junto a estas funciones, corresponde al Presidente del Consejo de Administración presidir la Junta General de Accionistas en aquellos casos en los que los estatutos sociales no dispongan lo contrario, facultad ésta que permite reforzar la coordinación entre ambos órganos sociales⁽⁵⁷⁾.

Más allá de estas funciones la Ley de Sociedades de Capital no atribuye al Presidente del Consejo de Administración ni la representación de la sociedad —que corresponde al Consejo de Administración en su conjunto—, ni funciones ejecutivas en sentido estricto, que corresponderán, también conjuntamente, al Consejo, sin perjuicio de las delegaciones que éste pueda efectuar en alguno o algunos de sus miembros⁽⁵⁸⁾. Ahora bien, a pesar de esta ausencia de atribución legal de facultades ejecutivas, la figura del Presidente del Consejo de Administración como impulsor y garante del buen funcionamiento del Consejo de Administración reviste una complejidad que lo aleja del simple *Chairman* británico, como figura limitada a la dirección, presidencia y moderación de las reuniones y debates del Consejo de Administración.

Sin embargo, la ausencia de atribución legal de funciones ejecutivas al Presidente del Consejo de Administración no impide que estatutariamente, o a través de los mecanismos de delegación de competencias del Consejo, al Presidente se le atribuyan funciones puramente ejecutivas, llegando incluso a convertirle en el primer ejecutivo de la sociedad⁽⁵⁹⁾. Un proceder, éste, que como ha destacado la doctrina goza de una importante raigambre en nuestro Derecho, configurado, de este modo, como un sistema de tintes ciertamente presidencialistas⁽⁶⁰⁾.

Este escenario de monismo renovado con un Consejo de Administración centrado en funciones supervisoras y de tinte presidencialista se ve reforzado o intensificado en el ámbito de las sociedades cotizadas, por efecto de los planteamientos y disposiciones de los sucesivos códigos de Buen Gobierno Corporativo⁽⁶¹⁾ y de documentos en ellos basados como

(56) A esta labor general de *impulso* del Consejo de Administración órgano que tiene legal y estatutariamente encomendadas la gestión y representación social se refiere el profesor GIRÓN TENA, J., en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1952, p. 365.

(57) Así lo establece el artículo 191 de la Ley de Sociedades de Capital.

(58) De conformidad con lo dispuesto por los artículos 209, 233 y 245 de la Ley de Sociedades de Capital.

(59) La delegación de facultades del Consejo de Administración en uno o más consejeros o en las comisiones ejecutivas se regula en el artículo 249 de la Ley de Sociedades de Capital. Es, precisamente, esta posibilidad la que permite y ampara la formulación en nuestro Derecho de un sistema monista *renovado* o de *supervisión*, con especial intensidad en el ámbito de las sociedades cotizadas, al concentrarse, en aplicación de dicha previsión, las facultades estrictamente ejecutivas que al Consejo de Administración corresponden en uno o más de sus miembros, correspondiendo a los restantes y al Consejo en su conjunto la supervisión de la actuación de aquéllos. A este fenómeno se refiere GALLEGO, E., en «El Consejo de...», *op. cit.*, pp. 1738 y 1739.

(60) En este sentido se pronuncian, entre otros, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores...*, *op. cit.*, pp. 807 y 808, y MATEU DE ROS, R., en *El Código Unificado de Gobierno...*, *op. cit.*, pp. 258 y ss.

(61) Se trata de los conocidos como *Informe Olivencia*, *Código Aldama* y, finalmente el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo o *Código Conthe*.

el Reglamento del Consejo tipo⁽⁶²⁾ aprobado por la Comisión del Mercado de Valores, dando lugar a una problemática específica relacionada con la pasividad de los Consejeros de las sociedades anónimas cotizadas⁽⁶³⁾.

B) La aproximación al presidente ejecutivo en la sociedad cotizada por la normativa de Buen Gobierno Corporativo en el Derecho español

Las disposiciones de Buen Gobierno Corporativo españolas se encuentran recogidas en textos legales como la Ley de Sociedades de Capital⁽⁶⁴⁾ y la Ley del Mercado de Valores y, junto a ello, en un conjunto de informes y Códigos de Buen Gobierno Corporativo en los que se ha concretado dicho movimiento en nuestro Derecho⁽⁶⁵⁾. Nos referimos al *Informe Olivencia* y su Código de Buen Gobierno de febrero de 1998⁽⁶⁶⁾, al *Informe Aldama* emitido en enero de 2003⁽⁶⁷⁾ y, finalmente, al conocido como *Código Conthe*, el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo de 19 de mayo de 2006⁽⁶⁸⁾.

Pues bien, la cuestión relativa a la separación o concurrencia de los cargos de Presidente del Consejo de Administración y primer ejecutivo de la compañía recibe un tratamiento neutral o equidistante en el actual Código Unificado de Buen Gobierno que deriva del planteamiento de la problemática hecha por el *Informe Olivencia*. Así, pese a la existencia de una posición doctrinal mayoritaria en nuestro Derecho⁽⁶⁹⁾ que, en sintonía, también, con

En relación con esta cuestión subraya PAZ-ARES, C., en «El gobierno de las sociedades cotizadas: un apunte de política legislativa», en *Libro Homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, AA.VV., vol. II, Madrid, 2002, pp. 1805 y ss., que «el modelo que subyace en el Informe Olivencia es un modelo de supervisión, dentro del cual el principal objetivo del Consejo de Administración es controlar el equipo gestor de la compañía que actúa bajo la dirección del primer ejecutivo».

(62) Reglamento tipo del Consejo de Administración ajustado al Código de Buen Gobierno (1998).

(63) Al problema de la *pasividad* de los Consejos de Administración en las sociedades cotizadas, derivado de una aplicación práctica desafortunada de la función supervisora del Consejo de Administración, acentuada a partir de las consideraciones del *Código Olivencia* y del Reglamento tipo del Consejo ajustado al mismo, se refiere de forma extensa SÁNCHEZ CALERO, F., en *Los administradores de las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 769.

(64) Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, que dedica su título XIV a la regulación de las sociedades cotizadas.

(65) Una referencia general a los distintos hitos y fases en la evolución del Gobierno Corporativo en España se recoge en DUQUE, J., «Del Texto Refundido de la LSA de 1989 a la Ley de transparencia de 2003: Hitos y Situación Actual del Ordenamiento Español en materia de Gobierno Corporativo», *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, AA.VV., vol. I, *op. cit.*, pp. 251 y ss. y, de forma más resumida, en TAPIA HERMIDA, A.J., en *Las sociedades cotizadas: noción y estatuto jurídico*, Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, 2010/26, disponible en <www.eprints.ucm.es>.

(66) Informe y Código emitidos en febrero de 1998 por la *Comisión especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*.

(67) *Informe Aldama*, de enero de 2003, elaborado por la Comisión especial de carácter técnico constituida por Acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de julio de 2002 al objeto de determinar las pautas y criterios que pudieran favorecer la transparencia del mercado de valores y de analizar el estado de situación y el grado de asunción del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de febrero de 1998.

(68) *Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, de 19 de mayo de 2006, que incorpora como Anexo I el Código Unificado de Buen Gobierno.

(69) Son muchos los autores que en nuestro Derecho se han posicionado a favor de la estricta separación de los cargos de Presidente del Consejo y primer ejecutivo como sistema más conforme con las exigencias del Buen Gobierno Corporativo, dado que permite evitar las consecuencias negativas de la acumulación de poder en una sola persona. Ejemplos paradigmáticos de dicha posición doctrinal mayoritaria son los planteamientos del profesor SÁNCHEZ CALERO,

la corriente normativa y doctrinal prevalente en nuestro entorno jurídico, abogaba por el establecimiento de un principio claro de separación estricta de cargos que impidiera los efectos perniciosos de la acumulación de poder, el Informe Olivencia defiende una posición neutra o de equidistancia, sustentada en la imposibilidad de acreditar empíricamente la superioridad de uno u otro modelo de articulación de las relaciones entre el Presidente y primer ejecutivo⁽⁷⁰⁾.

De este modo, la recomendación número 5 dispone que «en el caso de que el Consejo opte por la fórmula de acumulación en el Presidente del cargo de primer ejecutivo de la sociedad, se adopten las cautelas necesarias para reducir los riesgos de la concentración de poder en una persona».

Asume, así, el *Código Olivencia*, una posición equidistante, al admitir la posibilidad de que se produzca una acumulación de cargos, en cuyo caso se deben establecer las cautelas necesarias para mitigar la concentración de poder en una única persona, pero sin llegar a concretar el contenido de dichas cautelas.

Por su parte, el Reglamento tipo del Consejo aprobado por la CNMV fue más allá, atribuyendo en su artículo 10.1 al Presidente del Consejo de Administración la condición de primer ejecutivo de la compañía, lo que ha contribuido a intensificar y reforzar en la práctica el presidencialismo característico de las sociedades cotizadas españolas⁽⁷¹⁾.

El *Informe Aldama*, en la misma línea, reconoce el predominio sociológico de la opción de la estricta separación de cargos y manifiesta dudas sobre la conveniencia de dicha acumulación, pero parece adoptar una posición más cercana a la acumulación de cargos al destacar el déficit de liderazgo y los costes de eficiencia y coordinación que la opción dualista puede generar. En todo caso, dichos planteamientos no permiten optar por uno u otro criterio con carácter abstracto o general, sino que se reconoce la necesidad de llevar a cabo un análisis de las circunstancias concretas concurrentes en cada sociedad.

El CUBG, como avanzábamos, es deudor de los anteriores textos y mantiene la posición de neutralidad y equidistancia respecto de ambas posibilidades de articulación de relaciones entre Presidente del Consejo y primer ejecutivo de la sociedad, ante la imposibilidad de acreditar de forma empírica la bondad de una de las opciones respecto de la otra, pero incluye como novedad la necesaria designación de un *Senior o Independent Director* como figura de contrapreso, en el caso de que el Presidente del Consejo reúna también la condición de primer ejecutivo de la compañía⁽⁷²⁾.

F., en *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 806 y ss., y los autores allí referidos. Es, también, contrario a la acumulación de cargos MATEU DE ROS, R., en *El Código Unificado de Gobierno...*, op. cit., pp. 258 y ss.

Esta doctrina critica tanto la tibieza del CUBG en sus recomendaciones 16 y 17, como la práctica tradicional española vinculada a la acumulación de cargos y concentración de poder en una misma persona.

Otro sector doctrinal ha sido más moderado a la hora de manifestarse a favor de la separación de cargos. Es el caso de ESTEBAN VELASCO, G., en «La separación entre dirección y control...», op. cit., p. 765.

(70) Véase, en este sentido, el epígrafe 3.2 del *Informe Olivencia*, en el que se reconoce que cualquiera de los dos modelos presenta ventajas e inconvenientes.

(71) *Vid.*, en este sentido, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., p. 807.

(72) En este sentido, es preciso subrayar la justificación teórica de esta posición contenida en la introducción de la Recomendación número 16 del Informe. Esta postura del *Código Conthe*, unida a la tradicional prevalencia del

En concreto, la Recomendación 16 establece lo siguiente:

«*Que, el Presidente, como responsable del eficaz funcionamiento del Consejo, se asegure que los consejeros reciban con carácter previo información suficiente; estimule el debate y la participación activa de los consejeros durante las sesiones del Consejo, salvaguardando su libre toma de posición y expresión de opinión; y, organice y coordine con los presidentes de las Comisiones relevantes la evaluación periódica del Consejo, así como, en su caso, la del Consejero Delegado o primer ejecutivo*».

Dicha recomendación 16 se complementa con la 17 en la que, concretando las cautelas que ya el *Código Olivencia* recomendaba en el caso de que se optara por la acumulación de cargos, el *Código Conthe* establece lo siguiente:

«*Que, cuando el Presidente del Consejo sea también el primer ejecutivo de la sociedad, se faculte a uno de los Consejeros independientes para solicitar la convocatoria del Consejo, o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día; para coordinar y hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros externos; y para dirigir la evaluación por el Consejo de su Presidente*».

Se recomienda, de este modo, que en caso de acumulación de cargos se designe un *Lead* o *Senior Director*⁽⁷³⁾ que permita controlar la actuación del Presidente ejecutivo, de tal forma que se reduzcan los riesgos derivados de la acumulación de poder en una única persona.

Así las cosas, nuestros textos de Buen Gobierno Corporativo realizan, a nuestro parecer, una aproximación razonable y mesurada a la problemática planteada, caracterizada por su neutralidad y equidistancia, de modo que se admite tanto la separación de cargos como la concurrencia, en atención a las concretas circunstancias de la sociedad de que se trate. La preocupación por los riesgos derivados de la acumulación de poder se resuelve recomendando la designación de un *Lead* o *Senior Director* entre los consejeros independientes como elemento de control del Presidente ejecutivo⁽⁷⁴⁾.

C) Breve examen de alguno de los supuestos más relevantes de sociedades del IBEX 35: la práctica de las sociedades cotizadas españolas

Desde una perspectiva general, los datos estadísticos correspondientes al año 2010⁽⁷⁵⁾ indican que las sociedades cotizadas españolas, lejos de apartarse de la tradición favora-

sistema presidencialista, ha llevado a la doctrina a considerar que el Código no sólo no mantiene una posición neutral sino que parece más favorable al sistema presidencialista. Así, SÁNCHEZ CALERO, F., en *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 806 y ss.

(73) Figura del *Lead* o *Senior Director* de origen anglosajón y con gran predicamento en el Reino Unido, a la que sus sucesivos códigos de Buen Gobierno han hecho referencia expresa en los términos expuestos en epígrafes precedentes de nuestro trabajo.

(74) El sistema del CUBG ha sido criticado por el sector doctrinal que defiende la estricta separación de cargos, por entender que ha sido una oportunidad perdida para la recomendación de dicha opción como única admisible desde la perspectiva del Buen Gobierno. En este sentido, destaca la crítica hecha por MATEU DE ROS, R., en *Código Unificado de Gobierno Corporativo...*, op. cit., p. 258 y ss.

(75) Información estadística tomada del *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración para España*, en su última edición hasta la fecha, publicada a finales del año 2011, así como del *Informe de Gobierno Corporativo de las*

ble al nombramiento de un Presidente-Consejero delegado, o que asuma las funciones de primer ejecutivo, continúan optando de forma abrumadoramente mayoritaria por un Presidente del Consejo de Administración que asuma el papel, al mismo tiempo, de primer ejecutivo de la compañía. Así, un total del 73% (el 82% en el caso del IBEX 35) de las sociedades cotizadas disponen de un Presidente del Consejo y primer ejecutivo en el año 2010, siendo esta cifra ligeramente superior al 71% correspondiente al año 2009⁽⁷⁶⁾.

Más en particular, dentro de las compañías en las que los cargos de Presidente del Consejo y primer ejecutivo coinciden, sólo el 6% no ha adoptado medidas para contrarrestar el poder de dicha figura. Adicionalmente, el 41% de las sociedades cotizadas objeto de estudio (el 67% en el caso del IBEX 35) ha designado un *Lead Director* o Vicepresidente, de conformidad con las previsiones de la Recomendación 17 del CUBG, como medida de limitación del poder del Presidente-Consejero delegado.

Sin perjuicio de los anteriores datos, de carácter general, nos hemos detenido en el examen de la estructura escogida por ocho de las grandes sociedades cotizadas del IBEX 35, en concreto ACS, BBVA, BANCO SANTANDER, IBERDROLA, ENDESA, TELEFÓNICA, INDITEX y BME.

De entre los supuestos estudiados, sólo ENDESA, por razón de su composición accionarial y división del capital social, ha optado por una estricta división de papeles y poderes entre el Presidente del Consejo de Administración y el Consejero delegado⁽⁷⁷⁾, sin perjuicio de que al Presidente del Consejo de Administración se le confiera también la facultad de representar frente a terceros a la sociedad⁽⁷⁸⁾.

En el caso del BBVA, el Presidente del Consejo de Administración es también el primer ejecutivo de la compañía, salvo que el Consejo acuerde la separación de ambos cargos

entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, correspondiente al ejercicio 2010, publicado por la CNMV a finales del año 2011.

(76) *El Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*, publicado por la CNMV, correspondiente al ejercicio 2010, destaca que 25 Presidentes del IBEX 35 gozan de la condición de primer ejecutivo de la compañía.

Con arreglo al *Índice Spencer Stuart 2011*, en el año 2004 la cifra se situaba en el 67%, por lo que parece claro el lento crecimiento de la figura en la práctica en nuestro Derecho. Esta situación contrasta con lo que acontece en otros ordenamientos tradicionalmente favorables a la aceptación de la conjunción de cargos, como en los EE.UU., en los que la cifra de sociedades cotizadas con *Chair-CEO* desciende lentamente. En el caso del *S&P500* en el año 2010 el 59% de los Presidentes son máximos ejecutivos, cifra que se enmarca en una corriente de lento pero progresivo retroceso de la figura. En otros Derechos de nuestro entorno jurídico la cifra de Presidentes que gozan de la condición de primeros ejecutivos de la compañía es muy inferior (1,3% en Gran Bretaña, 9% en Italia, o 50% en Francia).

El referido Informe subraya en su página 15 que «*El porcentaje de Presidentes-CEO sigue oscilando entre el 68% y el 75% durante todos los años que llevamos haciendo este Índice. A pesar de que las mejores prácticas internacionales recomiendan una separación entre ambas funciones, constatamos que en España no sólo no ha disminuido sino que ha aumentado en los últimos años el número de compañías en las que el Presidente es también máximo ejecutivo*».

(77) El artículo 33 del Reglamento del Consejo de Administración impone la existencia diferenciada del doble cargo con funciones diferenciadas en los términos que se establecen en los Estatutos Sociales y en el propio Reglamento.

(78) El artículo 46 de los Estatutos Sociales (en el mismo sentido que el 34 del Reglamento del Consejo de Administración) confiere al Presidente del Consejo de Administración la representación de la sociedad ante Administraciones Públicas e Instituciones de los sectores en los que la sociedad desarrolle su actividad, facultad que excede de las propias del Presidente como órgano de coordinación e impulso del Consejo de Administración. En la actualidad el cargo del Presidente corresponde a Borja Prado y el de CEO a Andrea Bretan.

cuando así lo aconseje el interés social. La condición de primer ejecutivo del Presidente del Consejo de Administración no impide la designación y nombramiento de otros Consejeros delegados⁽⁷⁹⁾.

Por su parte, el BANCO SANTANDER establece un modelo similar al del BBVA, con un Presidente ejecutivo y la posibilidad de designar, adicionalmente, Consejeros delegados⁽⁸⁰⁾.

Los Estatutos sociales y el Reglamento del Consejo de Administración de IBERDROLA prevén la figura del Presidente del Consejo de Administración con funciones ejecutivas que lo equiparan al primer ejecutivo de la compañía y, junto a ello, la posibilidad de designación de un Consejero delegado. Adicionalmente, los Estatutos sociales de IBERDROLA, dando cumplimiento a la recomendación número 17 del CUBG, imponen la figura del *Lead Director*, que ha de corresponder a un Consejero independiente⁽⁸¹⁾.

ACS prevé un modelo de Presidente ejecutivo y, junto a ello, la posibilidad de que se designe, de forma adicional, uno o varios Consejeros delegados⁽⁸²⁾.

Los Estatutos Sociales y el Reglamento del Consejo de Administración de INDITEX, al contrario que los modelos hasta el momento expuestos, configuran un sistema de Presidencia del Consejo de Administración que no goza de atribuciones de primer ejecutivo y, junto a ello, la posibilidad de designar consejeros delegados⁽⁸³⁾.

TELEFÓNICA prevé, de forma muy similar al BANCO SANTANDER, un Presidente del Consejo de Administración que goza de la condición y facultades propias de primer ejecutivo de la compañía, sin posibilidad de que se acuerde por el Consejo la separación de ambos cargos. Adicionalmente, se permite el nombramiento de uno o varios Consejeros delegados adicionales⁽⁸⁴⁾.

Finalmente, BME goza de un Presidente ejecutivo que ostenta, tanto la representación a título individual como la alta dirección de la compañía⁽⁸⁵⁾, mientras que, pese a que es-

(79) Todo ello, de conformidad con los artículos 38, 39 y 49 de los Estatutos Sociales y 5 del Reglamento del Consejo de Administración. En la actualidad, junto al Presidente ejecutivo (Francisco González) existe la figura del Consejero delegado (Ángel Cano).

(80) De conformidad con lo dispuesto por los artículos 43 y 49 de los Estatutos Sociales y 8 y 9 del Reglamento del Consejo de Administración. En el caso del BANCO SANTANDER no se prevé la posibilidad de que el Consejo de Administración, por razón de conveniencia para el interés social, acuerde la separación de los cargos de Presidente del Consejo y primer ejecutivo. En la actualidad, junto al Presidente ejecutivo (Emilio Botín) existe la figura del Consejero delegado (Alfredo Sáenz).

(81) Así resulta de lo dispuesto por los artículos 38 y 48 de los Estatutos Sociales y 18 y 20 del Reglamento del Consejo de Administración. El cargo de Presidente y Consejero delegado corresponde en la actualidad a Ignacio Sánchez Galán.

(82) Así lo disponen los artículos 15 y 19 de los Estatutos Sociales y 17 y 19 del Reglamento del Consejo de Administración. En la actualidad, Florentino Pérez ostenta los cargos de Presidente del Consejo de Administración y Consejero delegado.

(83) De conformidad con los artículos 26 y 30 de los Estatutos Sociales y 8 del Reglamento del Consejo de Administración, Pablo Isla ostenta los cargos de Presidente del Consejo de Administración y Consejero delegado.

(84) Al amparo de lo dispuesto por los artículos 26 y 32 de los Estatutos Sociales y 13 del Reglamento del Consejo de Administración. En la actualidad el cargo de Presidente ejecutivo lo ostenta César Alierta y el de Consejero delegado Julio Linares.

(85) La figura del Presidente ejecutivo, cargo ostentado en la actualidad por Antonio Zoido Martínez, bajo la fórmula de atribución al mismo de la alta dirección de la sociedad, aparece expresamente recogida en el apartado 2 del artículo 12 del Reglamento del Consejo de Administración de BME.

tatutariamente se prevé la posibilidad de designación de Consejeros delegados, no se ha hecho uso de tal facultad por parte del Consejo de Administración.

IV. REFLEXIONES FINALES: LAS ALTERNATIVAS DE APROXIMACIÓN AL PROBLEMA DEL PRESIDENTE EJECUTIVO DESDE EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS SISTEMAS MONISTAS DE ADMINISTRACIÓN DE SOCIEDADES COTIZADAS, COMO EL ESPAÑOL

El objetivo fundamental del presente trabajo, como avanzábamos en las primeras líneas, es el de abordar una aproximación al estado de la problemática relativa a la acumulación en una misma persona de los cargos de Presidente del Consejo de Administración y primer ejecutivo de la compañía o Consejero delegado, en ordenamientos caracterizados por acoger un sistema de administración monista renovado de sociedades anónimas, como el ordenamiento jurídico español. Y, todo ello, al hilo de la oportunidad que nos brinda consulta formulada por la Comisión Europea en su Libro Verde sobre Gobierno Corporativo, en el seno de la cual, como cuestión número 3, se recoge la que nos ocupa.

Pues bien, la interrogante formulada por la Comisión suscita, a nuestro entender, dos cuestiones de naturaleza diferente. Una primera, de carácter material, relativa a la valoración de la concurrencia o separación de papeles y funciones de Presidente del Consejo de Administración y primer ejecutivo de la compañía, desde la perspectiva del Buen Gobierno Corporativo, pese a que la Comisión, de conformidad con la corriente mayoritaria en nuestro entorno jurídico y sociológico, parece partir de la premisa de entender contraria a los principios informadores del Bueno Gobierno Corporativo la concurrencia de cargos⁽⁸⁶⁾. Otra segunda, de tintes formales, relacionada con el deber de garantizar aquella separación de cargos y funciones que la Comisión se plantea, así como los mecanismos concretos para su articulación.

Nos detendremos, en primer lugar, en el segundo de los problemas expuestos. En este sentido, la Comisión, a resultas del renovado interés por la disciplina del Gobierno Corporativo y su relación con la crisis económica y financiera⁽⁸⁷⁾, propone garantizar la separación de cargos y funciones del Presidente del Consejo de Administración y del Consejero delegado, esto es, intervenir con el fin de que dicho principio se haga real y efectivo. Al margen de que la simple formulación de tal cuestión constituye, a nuestro juicio, una manifestación de la creciente corriente de intervencionismo normativo y público en los mercados como reacción natural a los acontecimientos económicos de los últimos años, en el plano más concreto del Gobierno Corporativo supone la actualización del debate en torno a las fuentes normativas de dichos sistemas. Es decir, se retoma, al hilo de la concre-

(86) En este sentido se manifiestan también los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE (disponibles en <www.oecd.org>), documento que en su página 65 subraya lo siguiente: «La separación de ambos cargos puede considerarse como una buena práctica, ya que puede contribuir a establecer un equilibrio adecuado de poderes, aumentar las posibilidades de rendición de cuentas y mejorar la capacidad del Consejo para adoptar decisiones con independencia frente a la Dirección».

(87) En cuanto a la relación entre la crisis económica y los sistemas de Gobierno Corporativo, véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., en «El papel de los accionistas y los administradores en la crisis...», *op. cit.*, pp. 113 y ss.

ta cuestión que nos detiene, la ya clásica problemática relativa a la opción entre derecho positivo tradicional en cualquiera de sus distintas manifestaciones o el recurso al conocido como *soft law*, como instrumento adecuado para la introducción en el funcionamiento de las sociedades cotizadas de los principios del Gobierno Corporativo⁽⁸⁸⁾.

La profundidad y complejidad del problema de fuentes formales del sistema de Gobierno Corporativo que la necesidad de dotar de un contenido concreto y específico al término «garantizar» empleado por la Comisión suscita, acentuado por las diferencias existentes entre los distintos sistemas jurídicos de los Países Miembros de la Unión, impide que nos detengamos, por razón del alcance limitado del trabajo, en esta cuestión. Sin perjuicio de ello, entendemos que la intervención garantista de la Comisión no debería implicar la incorporación de un principio material de separación estricta de los cargos de Presidente del Consejo de Administración y primer ejecutivo de la compañía a disposiciones generales imperativas como Reglamentos o Directivas comunitarias⁽⁸⁹⁾. Dicha incorporación supondría la imposición de un sistema de organización del Consejo de Administración de los sistemas monistas renovados, cuya bondad abstracta, como veremos, puede ser, cuanto menos, cuestionada con fundamento, así como la incorporación a instrumentos normativos imperativos de cuestiones que constituyen el ámbito propio de los Códigos de Buena Conducta como manifestación concreta de la autorregulación característica de los sistemas de Gobierno Corporativo⁽⁹⁰⁾. Sentado lo anterior, la garantía que la Comisión pudiera ofrecer

(88) Un planteamiento general de la cuestión de las fuentes del Gobierno Corporativo se encuentra en ALONSO UREBA, A., en «El gobierno de las grandes empresas (Reforma legal versus códigos de conducta)», *El gobierno de las sociedades cotizadas*, AA.VV., Marcial Pons, 1999, pp. 95 y ss.

(89) El dictamen emitido por el Comité Económico y Social de la Unión Europea de fecha 13 de octubre de 2011, en contestación a las consultas planteadas por el Libro Verde, subraya la existencia de hasta tres distintas corrientes de sistemas de Gobierno Corporativo (el inglés, el germano y el latino), circunstancia que dificulta cualquier intento de unificación normativa e imperativa de criterios materiales de Buen Gobierno Corporativo.

En relación con esta cuestión, el documento resumen de la Comisión Europea, comprensivo de todas las contestaciones recibidas a su consulta, publicado el pasado 15 de noviembre de 2011, bajo el título *Feedback Statement. Summary of Responses to the Commission Green Paper on The EU Corporate Governance Framework* (disponible en <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporategovernanceframework_en.htm>), destaca que, incluso, entre los operadores que han presentado contestación a la consulta planteada por la Comisión en un sentido favorable, son muchos los que han sugerido que, aun considerándose la separación de cargos y funciones como un principio positivo, la EU debería limitarse a recomendarlo, en lugar de garantizarlo, como la cuestión 3 propone. Frente a la imposición de dicho principio por medio de instrumentos normativos vinculantes, se ha argumentado también que debe corresponder a las propias compañías la decisión de aplicar una estricta separación de funciones o no, a la luz de sus concretas circunstancias y, por otro lado, que el principio de subsidiariedad característico del ordenamiento jurídico comunitario impide cualquier intervención o iniciativa directa de la UE al respecto.

En España, la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación elaboró un informe de respuesta a la Consulta de la Comisión, de fecha 24 de mayo de 2011. En dicho Informe, en la respuesta a la pregunta 3 se manifiesta de forma expresa que «Esta cuestión debe confiarse al derecho nacional». Posteriormente, se destaca la solución ofrecida por las Recomendaciones 16 y 17 del CUBG.

(90) En este sentido, destacaba MASFERIN, E., en «Gobierno Corporativo», *Los Consejos de Administración españoles en una economía globalizada*, AA.VV., Boletín del Círculo de Empresarios, núm. 62, 1997, p. 291, que «Cada empresa debe tener sus ideas, su filosofía, sus creencias y valores y traducirlos en compromisos y el legislador no debería intervenir».

En este sentido, la gran mayoría de respuestas a la consulta formulada por el Libro Verde hasta la fecha publicadas, después de manifestar su posición en relación con el principio de separación de cargos, coinciden en oponerse a la introducción de dicho principio por medio de normas imperativas. Es el caso, a título de ejemplo, de la respuesta del informe del Gobierno francés de septiembre de 2011 (disponible en <www.sgae.gouv.fr>), del informe del *Financial*

debería, entendemos, ir destinada a imponer la vigencia efectiva y un auténtico *enforcement* de mecanismos de garantía formales como los principios *Comply or Explain*, o reglas relacionadas con el suministro de información por parte de las sociedades cotizadas (*Full disclosure*), dejando, en su caso, la regulación de las relaciones entre el Presidente del Consejo y el primer ejecutivo a los Códigos de Buen Gobierno.

Reflejo de la complejidad de dotar de un contenido concreto a la intervención garantista de la Comisión Europea, habida cuenta de la diferente naturaleza jurídica de los instrumentos normativos del ordenamiento comunitario, del problema teórico-abstracto de las fuentes normativas del Gobierno Corporativo, y de las diferentes opciones en relación con dicha cuestión adoptadas en los distintos ordenamientos jurídicos de los Países Miembros⁽⁹¹⁾, es, a título de ejemplo, el tratamiento comunitario del sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en Bolsa, cuestión en relación a la cual se ha limitado a aprobar la recomendación 2009/385/CE, de 30 de abril de 2009⁽⁹²⁾.

Junto al aspecto formal que deriva de la propuesta de intervención garantista de la Comisión Europea y la concreta determinación de su alcance, se plantea la material, relativa a la valoración de la concurrencia de papeles y funciones entre el Presidente del Consejo de Administración y el primer ejecutivo de la compañía de que se trate. Y, ello, aun cuando, como hemos tenido ocasión de exponer, pareciera que más que la disyuntiva entre dos modelos de organización distintos, la Comisión parte de la preferencia de la separación absoluta de cargos como modelo abstracto más conforme con los principios del Buen Gobierno Corporativo.

Así las cosas, hemos efectuado un breve recorrido al estado de la cuestión tanto en los distintos ordenamientos jurídicos de nuestro entorno como en España, con el propósito de poder replantearnos, en una aproximación crítica, la bondad abstracta del punto de partida tomado por la Comisión: la necesaria separación estricta de cargos, funciones y papeles en-

Report Council del Reino Unido (disponible en <www.frc.org.uk>), del informe del Gobierno del Reino Unido de julio de 2011 (disponible en <www.bis.org.uk>), del informe de la *London Stock Exchange Group* de 21 de julio de 2011 (disponible en <www.londonstockexchange.uk>) y, finalmente, del informe de 13 de octubre de 2011 del Comité Económico y Social de la Unión Europea, referido en la nota a pie de página precedente. Por el contrario, se muestra a favor de la imposición imperativa del principio de separación de cargos, aunque con excepciones y matizaciones, el Consejo Europeo de Colegios Profesionales de Abogados en su informe de 24 de junio de 2011 (disponible en <www.ccbe.eu>). Así lo manifiesta de forma expresa la Comisión en la página 6 de su documento resumen de respuestas a sus consultas, denominado *Feedback Statement. Summary of Responses to the Commission Green Paper on The EU Corporate Governance Framework*.

(91) Opciones que se refieren a la intensidad de la intervención del legislador en la regulación de principios materiales del Gobierno Corporativo, o a la conexión o articulación de las relaciones entre de dicha legislación positiva y los Códigos de Buen Gobierno Corporativo y demás disposiciones integrantes del *Soft Law*.

(92) De conformidad con el artículo 288 del TFUE las Recomendaciones y los dictámenes no serán vinculantes. Pese a ello, el contenido de la Recomendación responde de forma clara a una dicción imperativa, lo que supone una contradicción reveladora de la situación descrita. El análisis de esta situación puede encontrarse en PALÁ LAGUNA, R., «Soft Law, Moral Suasion y autorregulación: ¿tibieza del legislador o prudencia en la elaboración de normas jurídicas?», borrador de trabajo para el seminario permanente sobre validez, invalidez y eficacia de la Universidad de Zaragoza, mayo 2010, p. 17, disponible en <www.dialnet.com>.

En el caso de España, las previsiones de la recomendación comunitaria se han incorporado a la Ley del Mercado de Valores a través de la introducción del nuevo artículo 61 *ter* por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible. En dicho precepto se regula el *Informe anual sobre remuneraciones de los Consejeros de las sociedades anónimas cotizadas*.

tre el Presidente del Consejo de Administración y el Consejero delegado o primer ejecutivo de la compañía, como articulación de las relaciones entre ambos cargos que mejor satisface las exigencias del Buen Gobierno Corporativo.

Ciertamente, es una posición normativa y doctrinal mayoritaria la que postula la estricta separación de cargos tanto en el ordenamiento jurídico español⁽⁹³⁾ como en el Derecho comparado⁽⁹⁴⁾, pero no lo es menos que la doctrina científica en ordenamientos en los que la tendencia de los últimos años ha sido el reforzamiento de la estricta separación de cargos, como el estadounidense, empieza a cuestionarse la abstracta bondad de esta solución para todo tipo de compañías cotizadas, a la vista de análisis empíricos⁽⁹⁵⁾.

Un breve repaso a los argumentos a favor y en contra de una u otra opción de las existentes se recoge en el *Informe Olivencia*⁽⁹⁶⁾ que, al ocuparse de este problema, describe en primer término las ventajas e inconvenientes que ofrece la acumulación de cargos. En cuanto a las ventajas se subraya la relativa al reforzamiento del liderazgo del Presidente y, en consecuencia, de la dirección de la compañía, tanto en el orden interno como el externo, lo que, entre otras circunstancias, facilita el reclutamiento de personas más competentes para encabezar las sociedades cotizadas⁽⁹⁷⁾. En relación con los inconvenientes, el *Informe Olivencia* enfatiza el problema de la concentración en una única persona y la confusión que se ocasiona respecto de dos tareas distintas como son la de dirección del Consejo y la de gestión de la sociedad, lo que puede, además, comprometer las funciones de supervisión del Consejo de Administración⁽⁹⁸⁾.

(93) A esta posición doctrinal mayoritaria nos hemos referido de forma expresa en nuestra nota a pie de página 69.

(94) Manifestación paradigmática de la opción por la estricta separación de cargos y funciones es la del Reino Unido (*Code on Corporate Governance*) y, por influencia directa del mismo, el Código italiano de Buen Gobierno Corporativo. En el mismo sentido se manifiestan los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE en su página 65, en los términos referidos en la nota a pie de página número 85.

(95) En este sentido, destacan las conclusiones alcanzadas por RAM BALIGA, B., CHARLES MOYER, R., y S. RAO, R., en «CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?», *Strategic Management Journal*, 17, 1996, pp. 41-53; BENNINGTON, L., en «Review of the corporate and healthcare governance literature», *Journal of Management and Organization*, 16(2), 2010, p. 314; DALTON, D.R., HITT, M.A., TREVIS CERTO, S., Y DALTON, C.M., en «The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity, and the market for corporate control», *The Academy of Management Annals*, 1: 1-64, 2007, p. 13. En general dichos estudios no encuentran relación directa o significativa entre la separación de cargos y la *performance* financiera de la compañía. En este sentido, véase también, LORSCH, J.W., y ZELLEKE, A., «Should the CEO Be the Chairman?», *MIT Sloan Management Review*, 46(2) 2005, pp. 70-74.

Un repaso al estado de la cuestión en el Derecho estadounidense puede encontrarse en TONELLO, M., en «Separation of Chair and CEO Roles...», *op. cit.*

(96) En este sentido, véase el punto 3.2 del *Informe Olivencia*. En el mismo sentido y muy parecidos términos, véase también la Recomendación número 16 del CUBG y su comentario introductorio.

(97) La *stewardship o administrative theory*, en la que se fundamenta este razonamiento, sostiene que los beneficios de la separación de los cargos de Presidente del Consejo y primer ejecutivo no son tan claros. La concentración de poder en una persona permite satisfacer el principio de unidad de decisión esencial para una gestión eficiente de la compañía. Véase la referencia contenida a esta teoría en TONELLO, M., en «Separation of Chair and CEO Roles...», *op. cit.*

(98) Estos argumentos derivan de forma directa o indirecta de la teoría económica de la agencia o *Agency Theory* (véase DALTON, D.R., HITT, M.A., TREVIS CERTO, S., y DALTON, C.M., en «The fundamental agency problem, *op. cit.*), según la cual la separación de cargos aumenta la independencia del Consejo de Administración en el ejercicio de su función supervisora de la gestión diaria de la compañía o *Management*, y la función supervisora del equipo gestor que corresponde al Consejo de Administración a través de su Presidente, en representación de los accionistas, puede ponerse en peligro por conflicto de interés si es el Presidente del Consejo de Administración el que desempeña el cargo

Pues bien, la experiencia de ordenamientos jurídicos de nuestro entorno como el estadounidense⁽⁹⁹⁾ o el francés⁽¹⁰⁰⁾, o la propia experiencia ofrecida por la situación de las sociedades cotizadas españolas⁽¹⁰¹⁾, unida a la ausencia justificación empírica concluyente de las bondades teórico-abstractas que se predicán de la estricta separación de cargos⁽¹⁰²⁾, permiten aproximarse a la cuestión partiendo de un principio de reconocimiento de ambas posibilidades, esto es, separación o acumulación de cargos, como instrumentos admisibles de equilibrio y distribución de poder en el seno de la administración de las sociedades cotizadas, que permitan satisfacer, en su caso, las exigencias del Buen Gobierno Corporativo. Más aún cuando existen mecanismos de control del poder del Presidente y primer ejecutivo en el caso de que se opte por la acumulación de cargos⁽¹⁰³⁾.

Refuerza esta conclusión el resultado de la consulta formulada por la Comisión Europea, que acredita la ausencia de una posición común y homogénea a este respecto por parte del conjunto de operadores jurídicos y económicos consultados. Manifiesta la Comisión en su documento resumen⁽¹⁰⁴⁾ que las respuestas recibidas acreditan una división clara y por partes iguales de los operadores a favor y en contra de la separación de cargos y funciones en la cúpula del órgano de administración monista. Por un lado, empleados, inversores institucionales, aseguradoras, *proxy agents* y auditores, entre otros, se muestran a favor de la estricta separación, sobre la base de argumentos como los ya citados, relativos a los peligros que ocasiona la concentración de poder en una única persona y, en definitiva, como condición necesaria y garantía para la independencia del Presidente del Consejo de Administración⁽¹⁰⁵⁾.

de CEO. Dicha teoría parte de la peculiar estructura de las sociedades cotizadas norteamericanas en las que se distingue la Alta Administración encomendada al Consejo de Administración y el *Management* o gestión, ajeno a las funciones del Consejo, atribuida a los *officers*, a la cabeza de los cuales se sitúa el CEO, condición que recae normalmente en un miembro del Consejo de Administración.

(99) Como hemos expuesto en epígrafes precedentes, en el Derecho estadounidense, más allá de una corriente doctrinal y sociológica más favorable en los últimos años a la separación de cargos, no existe regla alguna que imponga dicha separación, sino que la regla general de la *full disclosure* se extiende a las relaciones y organización de la estructura del Consejo en cuanto a la figura del Presidente y el primer ejecutivo.

(100) En el Derecho Francés, como hemos expuesto, es figura tradicional la del Presidente-Director General, que supone aunar la condición de Presidente del Consejo de Administración y de primer ejecutivo de la compañía.

(101) Los datos empíricos, como hemos tenido ocasión de detallar, sugieren que no sólo no desciende el número de sociedades cotizadas españolas que optan por la acumulación de cargos, sino que, muy al contrario, dicho número aumenta.

(102) En este sentido, véase TONELLO, M., en «Separation of Chair and CEO Roles...», *op. cit.*, y la justificación que allí se hace de la inexistencia de relación entre la separación de cargos y el resultado de la gestión financiera de la compañía, y la ausencia de vinculación necesaria entre separación de cargos y mayor independencia del *Chair* o eficiencia en la gestión de la compañía.

(103) Nos referimos a la figura del *Lead Director* que, derivada de la tradición jurídica del Reino Unido a la que hemos tenido ocasión de hacer referencia, se integra en la Recomendación 17 del CUBGC.

(104) Véase el documento resumen de la Comisión Europea, comprensivo de todas las contestaciones recibidas a su consulta, publicado el pasado 15 de noviembre de 2011, bajo el título *Feedback Statement. Summary of Responses to the Commission Green Paper on The EU Corporate Governance Framework* (disponible en <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporategovernanceframework_en.htm>).

(105) El mantenimiento de este criterio no es óbice para que muchos de estos operadores económicos y jurídicos manifiesten dudas sobre la bondad de un papel garante de la UE consistente en la imposición del principio por medio de instrumentos normativos vinculantes.

Frente a este grupo se sitúan compañías, sector bancario, asociaciones empresariales, y, en general, las profesiones liberales, que rechazan la imposición de la separación de poderes como un criterio admisible de Buen Gobierno⁽¹⁰⁶⁾.

A la vista de cuanto antecede, entendemos que los sistemas de Buen Gobierno Corporativo deberían alejarse de la incorporación del criterio de la estricta separación de cargos como único criterio admisible. Al contrario, entendemos que podría ser adoptado en su lugar un criterio amplio y flexible que permita optar por separación o acumulación de cargos, con la incorporación de las adecuadas garantías en este último caso, en función de las concretas circunstancias de hecho que concurran en la sociedad o compañía de que se trate, de tal forma que se rechace, en este ámbito concreto, la vigencia del principio *one size fits all*.

Dicho criterio flexible debería complementarse con las exigencias provenientes de la vigencia del principio formal *cumplir o explicar*, más ajustado a la tradición jurídica europea que el estricto *full disclosure* estadounidense, lo que permitiría configurar, en definitiva, un sistema de contornos muy similares al derivado de las recomendaciones del CUBG al que hemos hecho referencia en epígrafes precedentes⁽¹⁰⁷⁾.

Todo lo anterior nos conduce a criticar el planteamiento de la cuestión número 3 del Libro Verde, dado que parte de la premisa de la necesaria separación de cargos, ignorando que, en función del caso concreto de que se trate, dicha opción podría no garantizar necesariamente una mejor satisfacción de los principios informadores del Buen Gobierno Corporativo, afectando negativamente, al contrario, la eficiencia en el gobierno y gestión de esta.

Por ello, a nuestro juicio, los esfuerzos comunitarios y de las autoridades nacionales deberían dirigirse tanto a garantizar la extensión de las obligaciones de información y transparencia, y las exigencias derivadas del principio *cumplir o explicar* al ámbito de las relaciones entre el Presidente y el Consejero delegado de la compañía —extremo este no previsto en la actual redacción de nuestra normativa interna de Gobierno Corporativo⁽¹⁰⁸⁾, fundamentalmente el CUBG— como a reforzar mecanismos de *enforcement* internos de estas reglas. Todo ello, abandonando la idea de imponer un criterio material de articulación de dichas relaciones, cuya bondad empírica, insistimos, puede ser cuestionada con fundamento.

(106) En este grupo las posiciones son más heterogéneas, coincidiendo de modo generalizado, todas ellas, en la necesidad de garantizar una regla flexible que permita a cada compañía optar por acumulación de cargos y funciones o separación de los mismos, a la vista de sus concretas circunstancias concurrentes. Todo ello, por entender que no existen evidencias empíricas que acrediten la bondad reclamada de la regla de la estricta separación.

(107) Esta posición que coincide, a grandes rasgos, con el enfoque adoptado por el CUBG, se identifica también con el criterio manifestado por el Gobierno Francés en su informe de septiembre de 2011 al que nos hemos referido en la nota a pie de página número 74. Por el contrario, los informes procedentes del Gobierno e instituciones del Reino Unido citados en esa misma nota a pie de página, de conformidad con su tradición jurídica, defienden una estricta separación de cargos como principio básico, que habrá de ser implementada a través de principios contenidos en códigos de Buen Gobierno por medio del recurso a la *Comply or Explain Rule*.

(108) Entendemos que las reformas de la normativa de Buen Gobierno Corporativo interna, en esencia, el CUBG, podrían dirigirse a exigir que las sociedades cotizadas justifiquen y den publicidad, a través del preceptivo Informe Anual de Gobierno Corporativo, a los motivos que han conducido a la concreta elección de un sistema de estricta separación de cargos o, en su lugar, de conjunción de ellos, tal y como acontece en los ordenamientos estadounidense y francés en los términos expuestos en el trabajo.

CRÓNICA

LA INFORMACIÓN EXIGIDA A LOS OPERADORES COMO VALOR PARA LA EFICIENCIA DEL MERCADO DE VALORES ⁽¹⁾

CARMEN ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA

*Profesora Contratada Doctor
Departamento de Derecho Mercantil. Universidad de Granada*

RESUMEN

La decisión final de inversión que permite la canalización del ahorro hacia la inversión productiva, función económica esencial del sistema financiero en general, y del mercado de valores en particular, queda en buena medida condicionada por el contenido de la información efectivamente suministrada al inversor; poniendo así de manifiesto que el substrato de lo que se negocia en el mercado de valores es la información. Ahora bien, esta decisión final del inversor no debe atender tan sólo a la observancia de la información de carácter económico que contempla a éste desde el ámbito de la seguridad económica que se le debe procurar, sino que también tiene que estar fuertemente condicionada por la información que además se le dota al inversor desde su faceta jurídica en aras de reportarle confianza (fiducia) en el negocio jurídico de inversión o desinversión a realizar; es decir, en el grado de seguridad jurídica que le ofrezca la concreta inversión a ejecutar. Pretendiendo precisamente esta última finalidad de protección jurídica del inversor, desde la legislación financiera y la actividad supervisora en el ámbito del mercado de valores se permite contemplar a una disciplina informativa por la que se viene a exigir la difusión de cuanta información resulte necesaria para fundamentar su decisión de inversión. Así las cosas, se hace necesario procurar un análisis de la misma a efectos de poder determinar si la normativa mediante la que se procede a su

ABSTRACT

The final decision that allows the allocation of savings towards the productive investment, economical function of the financial system in general, and the stock market in particular, is in part conditioned by the content of the information given effectively to the investor, highlighting it is the information what is negotiated in the stock market.

However, the investor's final decision must not just pay attention to the observation of the economical information which contemplates it from the economical security it must provide. It also has to be highly conditioned by the information with which the investor is also provided from the legal point of view in the name of confidence (fiducia) on the legal business of investment or disinvestment to be done, that is, on the degree of legal security that the particular investment is offering.

Having in mind the last aim of legal protection of the investor, from the financial legislation and the supervising activity in the field of the stock market, contemplating an informative discipline is allowed, by means of which we demand spreading whatever information is required to support his decision to invest. Thus, it is necessary to provide its analysis in order to determine if the regulations which allow its articulation, that is, if the information to be provided to the investor, its modalities and its contents in the stock market consider or not the expected effectiveness.

(1) Sirvan estas reflexiones como la forma de poder expresar mi más sincero homenaje y agradecimiento a mi querido maestro, el Profesor Fernando VALENZUELA GARACH, Catedrático de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Universidad de Granada, cuyo fallecimiento el pasado 13 de noviembre de 2011, si bien ha puesto fin a una brillante carrera dedicada a la enseñanza y la investigación, no lo ha hecho a los sentimientos de afecto y admiración de los que tuvimos la fortuna de ser sus amigos.

articulación, esto es, si las informaciones que han de suministrarse al inversor, sus modalidades y sus contenidos en el ámbito del mercado de valores, contemplan o no la eficacia deseada.

Palabras clave: Información, mercado de valores, inversores, emisores, intermediarios financieros.

Key words: Information, Stock market, Investors, Issuers of values, Financial intermediaries.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS EXIGIDAS A LOS EMISORES.
 1. **Derivadas de la normativa reguladora del mercado primario de valores.**
 2. **Derivadas de la aplicación de normas de conducta.**
- III. LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS EXIGIDAS A LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.
 1. **Establecidas en el seno del negocio jurídico celebrado con el inversor.**
 - A) Fase precontractual o de formación del contrato.
 - B) Fase contractual o de ejecución de los contratos.
 - C) Fase postcontractual o de liquidación de los contratos.
 2. **Establecidas en el sistema de organización.**
- IV. LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS EXIGIDAS A LAS SOCIEDADES COTIZADAS.
 1. **Relacionadas con el régimen de sus acciones.**
 2. **Procedentes del régimen de transparencia contable, financiero y político.**
 3. **Derivadas de la aplicación de normas de conducta.**
- V. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

La crisis económica iniciada en 2008, que está llevando a las economías del mundo a enfrentar el peor escenario desde la década de los 30, tiene su origen en la incertidumbre provocada en los inversores por la información especulativa introducida en los mercados. Ciertamente, es la especulación la que, basando su actuación en la filtración de informaciones en agencias de noticias internacionales o prestigiosos medios de comunicación, toma la iniciativa y hace que los inversores impulsen a los mercados en cuanto se conocen datos favorables o desfavorables sobre el desempeño económico.

Esto nos lleva a pensar que la información económica, es decir, aquella relacionada con la capacidad de rentabilidad del producto, y por ello la que viene a otorgar únicamente seguridad económica en la toma de decisiones en el mercado, es la que hasta ahora tiene un mayor peso en la percepción por los inversores. En otras palabras, la propaganda económica suele ser más potente que la razón, y la especulación en los medios de comunicación internacionales, aunque se señale que sólo se trata de hipótesis, no puede ser contrarrestada por la solvencia de la economía.

Así pues, el reto es luchar contra la especulación, y este desafío se conseguirá si la información se fundamenta en una dinámica de creación sólida, fidedigna, suficiente y actualizada.

Dentro de la búsqueda de este adecuado marco de actuación, se proyecta como un cauce idóneo para la ejecución de tal pretensión la vía jurídica.

Efectivamente, la decisión final de inversión que permite la canalización del ahorro hacia la inversión productiva, función económica esencial del sistema financiero en general, y del mercado de valores en particular, queda en buena medida condicionada por el contenido de la información efectivamente suministrada al inversor, poniendo así de manifiesto que el substrato de lo que se negocia en el mercado de valores es la información.

Ahora bien, esta decisión final del inversor no debe atender tan sólo a la observancia de la información de carácter económico que contempla a éste desde el ámbito de la seguridad económica que se le debe de procurar, sino que también tiene que estar fuertemente condicionada por la información que además se le dota al inversor desde su faceta jurídica en aras de reportarle confianza (*fiducia*) en el negocio jurídico de inversión o desinversión a realizar, es decir, en el grado de seguridad jurídica que le ofrezca la concreta inversión a ejecutar⁽²⁾.

Pretendiendo precisamente esta última finalidad de protección jurídica del inversor, desde la legislación financiera y la actividad supervisora en el ámbito del mercado de valores se permite contemplar a una disciplina informativa por la que se viene a exigir la difusión de cuanta información resulte necesaria para fundamentar su decisión de inversión. Efectivamente, para alcanzar aquel objetivo de tutela, desde la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (en adelante LMV) y su normativa de desarrollo se prescriben y posibilitan diversos mecanismos de recepción y de difusión de la información sobre los emisores de valores, sobre los propios valores emitidos, sobre los agentes que operan en el mercado, sobre el proceso de negociación, sobre cada una de las operaciones realizadas, etc.

Así las cosas, si la disciplina de la información contemplada en el seno normativo de la regulación del mercado de valores es uno de los principios clave para otorgar seguridad jurídica al inversor, se hace necesario procurar un análisis de esta a efectos de poder determinar si la normativa mediante la que se procede a su articulación, esto es, si las informaciones que han de suministrarse al inversor, sus modalidades y sus contenidos en el ámbito del mercado de valores, contemplan la eficacia deseada, y de tal forma, pues, si podrían

(2) Vid. por todos VALENZUELA GARACH, F.: *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, Ed. Civitas, Madrid, 1993, pp. 25 y ss.

erigirse en el cauce oportuno que operase como contrapeso a las especulaciones basadas en un flujo de información limitadas al estricto sentido económico de la liquidez.

Ahora bien, a este respecto habrá que advertir, en primer término, que tal análisis se efectuará tomando como hilo conductor la relación que detenta el principio de información con respecto a cuantas personas o entidades ejerzan actividades relacionadas con el mercado de valores a efectos de fundamentar las reflexiones tomando como receptor de las obligaciones de naturaleza informativa a sujetos del derecho, y de tal forma, interponiendo una delimitación conceptual jurídica sobre la que sea susceptible de poderse exigir obligaciones y reclamar su incumplimiento.

Y además, en segundo lugar, que el resultado de la investigación que se trate de transmitir al lector, no con el propósito de adoctrinarlo ni de convencerlo, sino con la pretensión de informarlo y orientarlo, vendrá encauzado desde la procura de la resolución de las siguientes cuestiones:

- 1.º Dado que las normas relacionadas con el deber genérico de información en el mercado de valores están contenidas en disposiciones dispersas, es preciso abordar la tarea de coordinar toda la regulación vinculada a ella en aras de que puedan considerarse e identificarse de una forma conjunta normas que proceden de disposiciones diversas al ser unas de carácter general, es decir, con independencia del sector del mercado en el que se actúe, y otras de tipo especial, esto es, por venir referidas a la protección del inversor, y además al ser jurídicamente heterogéneas, por mezclar en su seno normas de derecho público y de derecho privado.
- 2.º Conocer si la información exigida es la necesaria y oportuna para cumplir eficazmente con la función de tutela del inversor en la fundamentación de su decisión inversora.
- 3.º Determinar si los mecanismos de recepción y difusión de la información por los que opta el legislador son los instrumentos óptimos para garantizar el adecuado acceso a ella por parte del inversor.
- 4.º Resolver si las exigencias legales que imponen el deber genérico de información en el mercado de valores permiten determinar con claridad un sistema de responsabilidad que proporcione tanto una función de prevención de comportamientos ilícitos como de procura al sujeto perjudicado de una reintegración de la pérdida patrimonial sufrida en el intento de que su patrimonio retornase a una situación lo más cercana posible a la existente en ausencia de acto ilícito.

Así pues, a arrojar luz sobre tales cuestiones irá dirigido el siguiente estudio.

II. LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS EXIGIDAS A LOS EMISORES

Como primera de las categorías de sujetos a las que se les viene a imponer una obligación amplia y articulada dirigida al ofrecimiento de información, a la asunción de obligaciones de transparencia, así como a la aplicación de modalidades de control administrativo, nos encontramos con los emisores, en tanto que son los que producen los objetos que en él se negocian y que se encuentran definidos en base al art. 4 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, como aquellos que emiten o se proponen emitir cualquier valor. De

esta forma, se pone de manifiesto su amplio y heterogéneo sentido, al poder abarcar tanto a emisores públicos —tales como el Estado, las CC.AA., los organismos dependientes de ambos o el Banco de España— como a emisores privados, y donde si bien los principales adoptan la forma jurídica de sociedades anónimas, de régimen común o especial, también juegan un importante papel unas cajas de ahorro especialmente activas en el ámbito del mercado hipotecario y unos fondos de inversión en calidad de emisores específicos de participaciones.

Efectivamente, si uno de los principios clave que inspiran la legislación del mercado de valores es la protección del inversor, este principio reporta que éste debe disponer de la información suficiente para fundamentar su decisión de inversión, y en tanto que los emisores realizan operaciones que implican una solicitud al ahorro público a través de los valores o instrumentos que han producido, desde el derecho del mercado de valores, y a través de la disciplina de la información, se hace necesario imponer unas obligaciones a efectos de establecer unas cautelas jurídicas en el proceso de distribución inicial de los valores que hagan que las informaciones, los datos y las promesas de beneficios elaboradas sobre proyectos económicos futuros suministrados por los emisores sean verosímiles.

Así pues, se viene a poner de manifiesto el tránsito que se produce desde el derecho subjetivo de información de todo accionista hacia el deber público informativo que desde el derecho del mercado de valores se impone a todo emisor a efectos de tutelar jurídicamente al público inversor concebido como colectivo en general, en tanto que, cuando una institución puede afectar a miles de personas, su correcto y normal funcionamiento importa no ya sólo a los particulares implicados, sino también al orden público económico, puesto que cualquier irregularidad que se produzca no puede menos que afectarles.

Pero, a efectos de su identificación y posterior análisis, esta disciplina de la información exigida a los emisores concurre desde ámbitos normativos bien diferenciados. Estos son: la normativa reguladora del mercado primario de valores, así como las normas de conducta exigidas en el mercado de valores.

1. Derivadas de la normativa reguladora del mercado primario de valores

Tradicionalmente, el mercado primario se ha venido concibiendo como aquel mercado privado de distribución de un conjunto de valores negociables que son creados conforme al estatuto jurídico de la entidad emisora, bien con cargo a recursos propios, emitiendo valores de renta variable, o bien con cargo a recursos ajenos, emitiendo valores de renta fija, y que resultan adquiridos de forma originaria mediante órdenes de suscripción.

Así pues, cuando el legislador viene a sistematizar en torno a este ámbito la exigencia de tener que atender a una disciplina informativa a efectos de procurar la fórmula más oportuna que permita a los inversores comprender el alcance y el riesgo de la operación y, de tal forma, tomar las decisiones de inversión con pleno conocimiento de causa, lo hace situando como objeto de aplicación de la misma a una «*oferta pública*» en la que España sea el estado miembro de origen de la misma, que no vaya dirigida a determinados sujetos⁽³⁾, y que resulte definida en sí en el sentido de toda comunicación a personas en cual-

(3) Vid. arts. 30 bis.1 LMV y 38.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

quier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen de modo que permitan a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores (art. 38.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre). Ahora bien, no obstante lo anterior, el legislador exceptúa además de la aplicación de las exigencias informativas unas actuaciones en el mercado que, permitiendo ser denominadas como ofertas públicas, vienen referidas a una serie de tipos de valores.

Como consecuencia de lo anterior, se pone de manifiesto que el ámbito de aplicación del deber de información, la asunción de obligaciones de transparencia, así como el requerimiento de distintas modalidades de control administrativo por parte del derecho del mercado primario de valores, viene referido a la oferta del contrato. Esto es, a la llamada hacia el ahorro del público inversor realizada por el emisor que posea por sí sola todos los rasgos para ser una verdadera oferta del contrato, completa, seria, y dirigida a un sujeto distinto aunque sea indeterminado (oferta *ad incertam personam*) y en la que no se puede considerar que venga a faltar el elemento esencial de la concreción cuantitativa del objeto —esto es, el número de valores a suscribir—, dado que lo que hay es una propuesta de suscribir todos los valores emitidos *ad incertam personam* que admite las suscripciones de fracciones de la emisión, esto es, hay una oferta que admite contraofertas que únicamente pueden variar los términos de la oferta genérica en cuanto a la posibilidad de suscribir una aportación de la emisión. Es decir, son contraofertas que alteran el aspecto cuantitativo del objeto genérico ofrecido, lo cual significa que el oferente deja a la voluntad de cada suscriptor la fijación del número concreto de unidades que desee suscribir, sin que esto suponga una merma en el principio del carácter completo de la oferta.

Así pues, se puede considerar que esta vía seguida por el legislador se presenta como una fórmula idónea para la tutela del inversor a efectos de que pueda tomar las decisiones de inversión con pleno conocimiento de causa en tanto que las aceptaciones de la oferta contractual planteada por el emisor y sobre las que recae la disciplina informativa se erigen posteriormente en múltiples contratos de suscripción de carácter mercantil, de adhesión, plurilateral y de tracto sucesivo que vienen a conformar en su conjunto un negocio jurídico complejo del mercado de valores entre una persona o entidad y una pluralidad de inversores en el que la relación jurídica entre el emisor y el inversor individual es independiente de las relaciones del emisor con los demás inversores, y en el que no queda la perfección de los singulares contratos de suscripción condicionada por la aceptación de los restantes inversores, salvo en lo referente a la definición de un límite mínimo de valores a aceptar como condición que se superpone a las aceptaciones de cada inversor.

No obstante, junto a la oferta pública de los emisores de valores, también integran el ámbito de aplicación del deber informativo de las operaciones del mercado primario las ofertas públicas de venta de valores (en adelante OPVs).

Efectivamente, *a priori* no se puede considerar que tales operaciones formen parte de aquel mercado al tratarse de un negocio jurídico de venta de valores ya emitidos con cotización o no en un mercado secundario oficial, que exige la previa titularidad y la plena disponibilidad de éstos, así como una decisión de venta por parte de los oferentes que la efectúan, en aras de su financiación o de otro objetivo económico financiero, que darán origen a su posterior adquisición derivativa fundada en la constitución de múltiples contratos de compraventa. Pero dado que las OPVs constituyen una técnica de distribución

de un conjunto homogéneo de valores negociables procedente de un sujeto determinado y dirigida al público indeterminado *a priori*, permiten así configurarse como una oferta pública constitutiva de un negocio jurídico complejo que genera tantos contratos de compraventa de valores independientes entre sí como inversores la acepten, y por consiguiente atienden a participar de una característica de las emisiones, esto es, la de ser una oferta pública. Así pues, y ante la necesidad de tenerse que reportar los mismos niveles de información conforme al principio de igualdad de conocimiento y tutela a los inversores que en la otra modalidad de oferta pública, es decir, las emisiones, el legislador ha dispuesto a través de la regulación del mercado primario de valores un tratamiento equivalente entre ambas operaciones y la aplicación del mismo régimen legal, estableciendo como objeto de aplicación para éste de la característica común de oferta pública que comparten entendida en el sentido de comunicación que otorgan a las personas por cualquier forma o medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de valores (arts. 30 bis.1 LMV y 38 Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

Así las cosas, y una vez determinado ya el ámbito de aplicación de la disciplina informativa en torno a la actuación en el mercado primario de valores, la siguiente tarea que acontece es la de proceder a coordinar su regulación. La realización de esta labor, y así pues su posterior análisis, se acometerá a través de la observancia de cuatro clases de deberes informativos diferenciados entre sí por su distinta consideración como disciplina informativa fundamental o complementaria, los mecanismos de difusión de la información empleados, así como en atención al contenido que detentan.

De esta forma, como primera de las categorías de las exigencias informativas nos encontramos con aquel grupo que permite caracterizarse por su condición de deber informativo fundamental y de carácter público. Esto es, nos encontramos con la obligación de publicar un folleto informativo aprobado por la CNMV (arts. 30 bis.2 LMV y 40.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre) y presentado como el documento escrito del que emana toda la información sobre las características del producto financiero y del emisor, la situación patrimonial y económica de este, la actividad que desarrolla, el procedimiento previsto de colocación, y en el que además se tienen que incorporar las condiciones del negocio jurídico que se proyecta realizar.

De esta manera, nos aproximamos a un documento informativo que permite ser considerado como pieza clave en materia de comunicación de los mercados.

Ciertamente, esta apreciación se pone de manifiesto puesto que a través de tal medio se da a conocer una información que es de carácter público en tanto que es la necesaria y oportuna para cumplir eficazmente con la función de tutela del inversor, dado que permite reportar seguridad jurídica a la operación al contener las características esenciales de la oferta irrevocable del contrato⁽⁴⁾ a efectos de que los inversores puedan adoptar un juicio fundado sobre el negocio jurídico que se proyecta realizar [arts. 16 y 17.b) Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

(4) Vid. TAPIA HERMIDA, A. J.: «El folleto informativo de las OPAS», en AA.VV. (Dir. URQUIJO, J. L., MORENO LUQUE, J.M., ALONSO, A.), *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Bilbao, 1992, pp. 204 y 205.

Pero además aquella consideración también viene fundamentada porque el conocimiento del folleto se proyecta sobre un mecanismo de difusión de la información que viene articulado de forma pertinente con el carácter público que detenta su contenido. Esto se muestra en tanto que se exige al emisor u oferente la puesta a disposición del público del folleto mediante instrumentos caracterizadores de la comunicación colectiva, se posibilita en última instancia la salvaguardia de la transparencia del mercado, y puesto que se le confiere al folleto la función de instrumento de publicidad en el marco de la actividad promocional de los valores objeto de la emisión u OPVs, dirigido al público en general, dado que en base a los arts. 28.3.b) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y 4.4 de la Orden EHA 1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión, la publicidad que realicen los emisores u oferentes con fines promocionales *«deberá ser coherente con respecto a la información contenida en el folleto, si este ya se ha publicado, o con respecto a la información que debe figurar en él, si se publica posteriormente»*.

Ahora bien, con todo lo anterior, si consideramos que el folleto es la pieza clave en materia de comunicación de los mercados, es necesario determinar si las exigencias legales que atienden a su regulación le vienen a reportar conjuntamente un adecuado sistema de responsabilidad, de tal forma que permita distinguir con claridad frente al público inversor la existencia de un medio eficaz, tanto de naturaleza reintegradora, en el supuesto de daños ocasionados a sujetos determinados, como de carácter preventivo a efectos de disuadir de la difusión en los folletos de informaciones falsas o inexactas.

Así pues, hay que poner de manifiesto que en nuestro sistema se encuentra establecido un principio de responsabilidad derivada del folleto informativo⁽⁵⁾ que en el intento de que el patrimonio del inversor retorne a una situación lo más cercana posible a la existente en ausencia de acto ilícito viene a establecer que los emisores u oferentes, así como los administradores en los términos que establezca la legislación mercantil que resulte aplicable, estarán obligados a indemnizar a las personas que hayan adquirido de buena fe los valores a los que se refiere el folleto durante su período de vigencia por los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado como consecuencia de cualquier información incluida en el folleto que sea falsa, o por la omisión en el folleto de cualquier dato (arts. 33.1 y 36 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre). Además, también se viene a indicar la excepción de la responsabilidad de los daños y perjuicios causados por la falsedad en cualquier información contenida en el folleto, o por una omisión de cualquier dato relevante en el caso en el que se probase que en el momento en el que el folleto fue publicado el emisor u oferente actuó con la debida diligencia para asegurarse de que la información contenida en el folleto era verdadera, o que los datos relevantes cuya omisión causó la pérdida fueron correctamente omitidos (art. 37 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

De este modo, pues, se pone de manifiesto que la norma reguladora del mercado de valores atiende de una forma expresa al empleo de mecanismos civiles para que el emisor u oferente asuma responsabilidades por el contenido del folleto informativo, en tanto que conocida es que tradicionalmente la responsabilidad civil ha cumplido tanto una función

(5) Vid. arts. 27 y 28 LMV y 17.c), 32, 33, 36 y 37 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

de prevención de comportamientos ilícitos cuanto también la de procurar al sujeto perjudicado una reintegración de la pérdida patrimonial sufrida.

Ahora bien, el recurso a tal mecanismo no asegura el éxito de la reivindicación, en tanto que si bien permite plantear la reclamación de las pérdidas íntegras experimentadas, incluyendo así junto al daño emergente la restitución del lucro cesante, cuando el legislador procede a su articulación expresa en torno al folleto informativo no resuelve las importantes dificultades que se plantean en torno a la prueba del daño, que hacen que en unos casos prevalezca el hecho de que será normalmente muy difícil la efectividad de la función de reintegración patrimonial para el perjudicado concreto, y que en otras ocasiones origina que la escasa entidad del daño desanime a suscitarse controversias judiciales de incierto resultado. La cuestión es relevante y ello porque, en virtud de las normas generales sobre la prueba (art. 1214 Cc), corresponde la carga de la prueba en relación con el daño ocasionado y su conexión causal con la deficiencia detentada en el folleto informativo, por la negligente o dolosa actuación del emisor u oferente, a un inversor perjudicado que, ante la privilegiada posición detentada por aquellos, podría tener dificultades para efectuar tal labor, originándose así, pues, que la mayor parte de los procedimientos concluyesen con la desestimación de la demanda indemnizatoria, y que quedase de tal forma debilitada su posición y desvirtuada la configuración de tal acción civil como medida dirigida a su protección.

No obstante, si bien lo anterior puede quedar contradicho ante el hecho de que el legislador ha venido a establecer un canon concreto para que se imponga la obligación de indemnizar «a las personas que hayan adquirido de buena fe los valores a los que se refiere el folleto durante su período de vigencia por los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado como consecuencia de cualquier información incluida en el folleto que sea falsa, o por la omisión en el folleto de cualquier dato relevante requerido, siempre y cuando la información falsa o la omisión de datos relevantes no se haya corregido mediante un suplemento al folleto informativo o se haya difundido al mercado antes de que dichas personas hubiesen adquirido los valores» (art. 36 Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), esto no permitiría resolver la cuestión, dada la dificultad que se plantea para probar la relación de causalidad de que el inversor perjudicado no se habría visto inducido a adquirir si hubiese conocido el comportamiento doloso o culposo de los emisores u oferentes en la difusión de las informaciones sobre circunstancias objetivas de los valores, y de una forma mas gravosa aún, cuando se tratase de valoraciones sobre perspectivas o previsiones de resultados que inducen a la confianza del inversor y a la consiguiente venta y resultase después que tales informaciones se demuestran infundadas.

Así pues, y de una forma acorde con el especial régimen de protección del inversor que tal sector del mercado financiero configura, se hace oportuno, pues, si lo que se pretende es seguir el camino de la causalidad, que la prueba del inversor perjudicado deba ser más específica. De esta forma, será preciso indagar sobre la relevancia causal de aquellas circunstancias que determinen la frustración de la confianza del inversor, y que de tal modo permitan presumir razonablemente que no ha existido relación entre el dato falso u omitido con la decisión inversora a efectos de que se pueda construir toda una serie de presunciones de causalidad referidas al parámetro del inversor medio⁽⁶⁾, y que se subdividan en

(6) En este sentido *vid.* CARNEVALI, D.: «La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori», *Contrato e impresa*, n.º 1, 1988, p. 90 y ss.

diferentes clases en función al tipo de circunstancia concurrente, bien porque se refieran a situaciones en los que dicho dato no hubiese sido conocido por el inversor, o bien porque aludan a contextos en los que la información suministrada no tuviese la suficiente magnitud como para haber constituido la base de la decisión inversora errónea.

Además de esta forma, y sin perjuicio de que el emisor u oferente pudiese también en el ámbito de la responsabilidad precontractual o derivada de los tratos preliminares asumir responsabilidades de la misma naturaleza civil al amparo del art. 1902 Cc por los eventuales daños y perjuicios que sufriera el inversor como consecuencia de defectos de carácter informativo manifestados en el folleto, se pone de manifiesto que la normativa reguladora de la responsabilidad derivada del contenido del folleto se establece en el ámbito de la responsabilidad contractual, poniéndose así de manifiesto no ya desde la normativa general⁽⁷⁾, sino ahora de un modo expreso para el supuesto concreto, la consideración del folleto como una verdadera oferta comercial vinculante en donde se contienen todos los elementos esenciales del contrato.

Pero, además de lo anterior, hay que tener en cuenta que desde el mercado de valores también se establecen instrumentos distintos de los privatistas para realizar la función de prevención de los actos ilícitos. Efectivamente, este procedimiento se establece mediante el recurso a instrumentos de control público y, en su caso, a sanciones administrativas. De esta forma es por lo que se viene a establecer que el folleto tenga que ser objeto de control administrativo por la CNMV⁽⁸⁾, así como que se venga a reconocer responsabilidades de naturaleza administrativa para los emisores u oferentes, y para quienes detentan cargos de administración o dirección en aquellas cuando cometiesen infracciones derivadas del incumplimiento del deber de publicar el folleto que resulten tipificadas en la LMV⁽⁹⁾.

Como segunda de las categorías de deberes informativos vinculada a la actuación en el mercado primario de valores, nos encontramos con aquel grupo por el que se viene a establecer que las ofertas públicas de suscripción y venta de valores quedarán obligadas al cumplimiento de unos requisitos de información establecidos en el capítulo III del título I del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre [art. 38.2.b) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre].

Efectivamente, de esta forma se observa una nueva condición de obligación informativa por su distinto contenido y alcance. Esto se debe a que tales demandas de conocimiento tendrán que hacer referencia tanto a la aportación de los documentos que acrediten la sujeción del emisor u oferente, y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable, como de sus cuentas anuales, preparadas y auditadas de acuerdo con la normativa que los regule⁽¹⁰⁾. Pero, además, puesto que la difusión de la información vendrá otorgada desde el carácter público y oficial que detenta el registro en el que deberán ser inscritos en la CNMV, y a los que por tal circunstancia el público tendrá libre acceso.

(7) Efectivamente, desde el ámbito general, tal oferta del contrato integra el contenido de este tanto si el cliente es un consumidor en función del art. 61 de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios como si no lo es en base al recurso de la buena fe contractual que tiene que presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 del Cc y 57 Cco).

(8) *Vid.* arts. 30 bis.2 LMV y 24 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

(9) *Vid.* arts. 99.m) y n), 100.b), ll) y m) LMV.

(10) *Vid.* arts. 11 y 12 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

Así pues, mediante tales exigencias informativas se permite el conocimiento de una información que posibilita nuevamente calificarse como necesaria y oportuna para cumplir eficazmente con la función de tutela del inversor, en tanto que permite reportar ahora seguridad económica a las operaciones a efectuar en el mercado primario, en tanto que al posibilitar reflejar con ellas cuál es la situación financiera de la emisora u oferente, y por consiguiente su grado de solvencia financiera, se atiende a advertir la tenencia de su nivel de medios económicos para hacer frente a ulteriores responsabilidades derivadas de su actuación, y con ello, pues, se faculta la compra de la confianza del público para vender liquidez al mercado.

Además, el conocimiento de tal información viene a articularse de un modo coherente con la naturaleza de la misma, en tanto que al referirse a la contabilidad del empresario, y por ello venir tradicionalmente el legislador a circunscribir en general su conocimiento en torno al empresario, los acreedores, y terceros con interés legítimo, no se contempla para su difusión instrumentos caracterizadores de la comunicación colectiva, sino que se articula a través de su inserción en un registro oficial al que los inversores que acudan al mismo tendrán libre acceso, evidenciando con tal acto así tácitamente tanto su interés particular en conocer como la legitimidad de su pretensión informativa, al ser un mecanismo que tutela al inversor en el mercado. De esta forma, cobran sentido las palabras del legislador cuando establece en el art. 25.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, que la inclusión del folleto en el registro de la CNMV, creado al efecto para ello en el art. 92.b) LMV, «*no constituye publicación*» a los efectos de puesta a disposición del público.

Igualmente, tales exigencias informativas contemplan conjuntamente con claridad, a efectos de tutela frente al público inversor, tanto la existencia de un medio eficaz dirigido a la prevención de los supuestos de incumplimiento en tal ámbito mediante el ejercicio de un control de carácter público desempeñado por la CNMV, a través del deber de verificación de aquellos [art. 38.2.b) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre], como de la presencia de una responsabilidad de carácter netamente administrativo por razón de la imposición de una sanción de tal naturaleza ante la falta de cumplimiento de tales deberes informativos⁽¹¹⁾.

Como tercera de las clases que conforman los deberes informativos vinculados a la actuación en el mercado primario de valores se encuentra la obligación regulada en el art. 42 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por la que se viene a establecer que, una vez terminado el período de la oferta pública, el emisor u oferente tendrá que remitir a la CNMV la información sobre el resultado de la oferta según los modelos, instrucciones y plazo determinados por ésta. Así pues, si bien nos encontramos ante un deber informativo fundamental, por la obligatoriedad del mismo, se viene a diferenciar de los anteriores por el carácter estadístico que se persigue con la información.

La razón de ser que justifica el establecimiento de una exigencia informativa de tal naturaleza en el marco de deberes que tienen por finalidad la tutela del inversor se basa en que en tanto la realización de una oferta pública puede afectar a miles de personas, la descripción sobre su desenlace, a efectos de poderse advertir de tal modo si su ejecución se ha realizado de una forma correcta y ha conseguido sus pretensiones de financiación, es

(11) Vid. arts. 99.m) y n), 100.b) y ll), LMV.

una cuestión que importa no ya sólo a los particulares implicados, sino también al poder público, dado que cualquier irregularidad que se produzca en ella no puede menos que trascender al orden público económico. Además, coherentemente con esta argumentación es por lo que nuevamente se vienen a reconocer responsabilidades de carácter netamente administrativo ante la falta de cumplimiento de tal deber⁽¹²⁾.

Por último, la disciplina de la información referida a la actuación en el mercado primario de valores observa como cuarta de las categorías a un nuevo deber informativo en tanto que viene a caracterizarse por su condición de información complementaria, dado que la demanda de información no se exige siempre, sino sólo a iniciativa de la CNMV, y cuando ésta de tal forma lo estime conveniente, y puesto que viene referida a un círculo más amplio de sujetos afectados que va más allá del emisor u oferente. De este modo, se procede a la instauración de una fórmula abierta de adición de información por la que se permite reclamar a la CNMV información en aquellos casos en los que la previamente requerida no resultase ser la suficiente para el conocimiento pretendido con ella, y por la que se posibilita articular una categoría de responsabilidad de carácter netamente administrativo ante la falta de cumplimiento de tal deber⁽¹³⁾.

2. Derivadas de la aplicación de normas de conducta

Con el fin de dar primacía al aspecto deontológico, ante la observancia de la moralización del mercado público como vía que permite generar un eficiente marco de confianza sobre el comportamiento de sus miembros para preservar la integridad y la reputación de los mercados, garantizar un correcto y armónico funcionamiento de los mismos y de tal forma proteger a los clientes en la adopción de sus decisiones de inversión, se creó en nuestro sistema una normativa jurídica de ética profesional, que constituida por las disposiciones contenidas en su mayoría en el Título VII de la LMV, y detentando como norma básica originaria la iniciada desde el derecho comunitario por unos principios que, contenidos en el código de conducta europeo sobre transacciones de valores mobiliarios (Recomendación de la CEE de 25 de Julio de 1977) y en las normas de conducta surgidas en las reuniones del Comité Técnico de la Organización Internacional de las Comisiones de Valores, reiterados por la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre, sobre operaciones con información privilegiada, y extendido su ámbito de operatividad más allá del *insider trading* por el art. 11 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión, ponían de manifiesto la permeabilidad de la tradición anglosajona autorreguladora derivada del carácter privado de sus mercados de valores.

Así pues, quedan establecidas desde nuestro ordenamiento jurídico unas reglas esenciales para la eficiencia del mercado de valores que permiten denominarse como normas de conducta y que se caracterizan por detentar como destinatarios expresamente a las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva, los emisores y los analistas.

Pero, además, también quedan sujetas a ellas «*en general, cuantas personas o entidades realicen, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de*

(12) Vid. arts. 99.m) y 100.b) LMV.

(13) Vid. art. 100.b) LMV.

valores» (art. 80 LMV), poniéndose así de manifiesto que las normas de conducta igualmente se identifican por su ubicación en torno a un ámbito general de confianza pública sobre el debido comportamiento en el mercado con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección. Es decir, se evidencia pues que las normas de conducta no tienen por objeto actos concretos o negocios jurídicos individualmente considerados sino que, junto al elenco de sujetos anteriormente mencionado, detentan un criterio funcional de sujeción al mercado de valores derivado de la realización de actividades relacionadas con éste.

La razón de ser de procurar tal distinción se debe a que cuando se le impone al emisor una disciplina informativa desde tal sector normativo, se le viene a aplicar más por su ubicación en el marco de la generalidad de los sujetos que forman parte del amplio ámbito funcional de aplicación que prevé el art. 80 LMV que desde su consideración individual, esto es, como aquellos que emiten o se proponen emitir cualquier valor. Lo anterior se refleja en que, si bien en algunas disposiciones legales previstas en el marco de acción de las normas de conducta se empieza haciendo referencia a los emisores de valores en general, la alusión posterior que realiza el legislador en su aplicación al hecho o decisión de influencia en la cotización de los valores hace que nos tengamos que remitir finalmente al ámbito específico de las sociedades cotizadas.

Además de lo anterior, también hay que tener en cuenta que tal disciplina informativa impuesta al emisor como técnica legislativa adoptada para la realización de la tarea esencial de la protección de los clientes se configura a través de una serie de mecanismos en torno a los cuales, y derivados del poder de vigilancia del mercado, se establece un sistema de control público desempeñado por la CNMV. Estos mecanismos son, en primer término, una normativa que establece la imposición de unos deberes dirigidos a la puesta en conocimiento de determinados hechos o revelaciones; en segundo lugar, una disciplina que, considerando el tipo de información denominada como «*privilegiada*» como el centro del sistema, faculta la presencia de deberes de acción y de omisión, y, en tercer lugar, una pauta que, orientada a evitar prácticas que falseen la libre formación de los precios, atiende a prohibir la difusión de información falsa o engañosa.

De esta forma se pone de manifiesto en primer término que desde las normas de conducta se imponen a los emisores unas reglas de comportamiento en las que el recurso a la disciplina informativa resulta utilizado como deber en sentido positivo o de acción, a efectos de permitir el conocimiento de hechos o datos relevantes que afectan al inversor y al mercado y que se constituyen en un recurso esencial para proteger a los clientes en la adopción de sus decisiones de inversión.

Efectivamente, es por ello por lo que se le viene a imponer a los emisores desde los arts. 85 y 89 LMV la obligación de poner en conocimiento hechos o informaciones a iniciativa de la CNMV. Ahora bien, este requerimiento informativo al que se le vincula además un mecanismo de control ejercitado mediante la exigencia de una categoría de responsabilidad administrativa ante su falta de cumplimiento⁽¹⁴⁾ resulta utilizado de una forma distinta, tanto en lo relativo al contenido que viene a detentar la información de carácter complementario como en lo referente a su forma de divulgación.

(14) *Vid.* art. 100.b) LMV.

Esto se debe a que, en primer término, se advierte que el ejercicio de las funciones de carácter informativo que son atribuidas a la CNMV, desde el art. 85 LMV, vienen otorgadas como instrumento de actuación en el desarrollo de sus facultades de supervisión e inspección y que, por lo tanto, los deberes informativos exigidos serán los necesarios para que el citado órgano rector pueda realizar su labor de cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas, mientras que, desde el art. 89 LMV, la realización de tales actuaciones se justifica en la pretensión de hacer efectivo el principio de protección del inversor que demanda de una adecuada tutela, y que origina que las exigencias informativas reclamadas sean aquellas que procedan a poner en conocimiento inmediato situaciones que puedan afectar a la negociación de los valores.

Pero además, y en segundo lugar, lo anterior también se debe a que, si bien las informaciones que haya recibido la CNMV, en el ejercicio de sus funciones relacionadas con la supervisión e inspección, no podrán ser divulgadas a no ser que la propia CNMV requiera a los emisores a que las hagan públicas, y que, de no hacerlo, lo realice ella misma (art. 85 LMV), desde el art. 89 LMV se viene a contemplar que la exigencia de difusión de la información se tendrá que producir invariablemente y de un modo directo frente al público inversor.

Asimismo, los emisores también son objeto de otras exigencias en su conducta en las que la técnica legislativa adoptada se configura nuevamente en torno a la disciplina informativa. Ahora bien, el recurso a esta ya no resulta utilizado como deber a efectos de permitir el conocimiento y difusión de hechos.

Efectivamente, la eficiencia presupone la máxima y continua producción de informaciones, seguida de su conversión en valoraciones y previsiones y su posterior difusión. Pero el uso de la información también puede conllevar efectos negativos derivados de su utilización de forma abusiva, ilícita, con una exclusiva finalidad especulativa, y desprovista de consideraciones de tipo moral, en cuanto despreocupada en consecuencia del respecto de las mínimas reglas de conducta a las que han de someterse los que intervienen en el mercado de valores.

Así pues, con la finalidad de luchar contra el uso abusivo de las informaciones privilegiadas que repercuten en la transparencia y eficiencia del mercado y que impiden garantizar el principio de igualdad entre los inversores, desde la perspectiva de una tutela inmediata de éstos como parte débil de la relación, se procede al recurso de la disciplina de la información como una útil herramienta que realiza, ahora, funciones de represión de los abusos del mercado, y ello mediante la exigencia de deberes informativos en sentido positivo o de acción, al dirigirse a la salvaguarda de las informaciones privilegiadas, y deberes negativos o de omisión, orientados a la abstención en la realización de conductas informativas u operativas en el mercado de valores utilizando información confidencial.

Así pues, es por lo que, desde los arts. 81 y 83 bis.2 LMV, se vienen a establecer una serie de exigencias en la conducta tanto de acción como de omisión que tienen su eje en el concepto de información privilegiada⁽¹⁵⁾. Esta circunstancia se debe a que la delimita-

(15) En función de lo establecido por el art. 81.1 LMV, se entiende por información privilegiada «toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados

ción del círculo de sujetos obligados es subsidiaria de la propia definición de información privilegiada, en tanto que es la mera disposición de ésta la que obliga a unas conductas, y por lo tanto es la que atiende a reportar a los emisores en cuanto a la tenencia de la misma, su deber de vinculación con tales deberes. Estas exigencias son: En sentido positivo, la obligación de salvaguardar la información privilegiada, de adoptar las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal o para que, en su caso, se tomen de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado. Y en sentido negativo, las que imponen tanto unas exigencias de una manera general, dirigidas a abstenerse de ejecutar actuaciones orientadas a la preparación o realización de cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la información se refiere, a comunicar dicha información a terceros, o asesorar sobre la base de una información previamente procesada, como las que establecen también, de una forma ahora sí particularizada a los emisores, la obligación de evitar que sus decisiones de inversión o desinversión puedan verse afectadas por el conocimiento de información privilegiada.

Pero con todo lo anterior, si consideramos que tal disciplina informativa desarrollada mediante obligaciones de acción y abstención es una pieza clave en materia de represión de los abusos del mercado es necesario determinar si las exigencias legales que atienden a la regulación de este le vienen a reportar conjuntamente un adecuado sistema de responsabilidad, de tal forma que permita distinguir con claridad frente al público inversor la existencia de elementos eficaces de prevención o, en su caso, de represión, para aquellas prácticas que hayan vulnerado los límites de tolerancia.

Así pues, se contempla cómo nuestra LMV, básicamente, procede a imponer sanciones administrativas derivadas de estimar como conductas tipificadas las correlativas al incumplimiento de los deberes impuestos a cuantos posean información privilegiada⁽¹⁶⁾.

Ahora bien, no por ello podemos considerar que esta categoría de responsabilidad de carácter netamente administrativo agota el sistema de responsabilidad derivada de la utilización de información privilegiada, y ello puesto que en nuestro ordenamiento no se carece de otros mecanismos que también se estiman aplicables al supuesto.

En efecto, esta circunstancia se contempla al poder venir a significar la utilización de la información privilegiada una infracción —de forma independiente a la administrativa— de los preceptos penales contemplados en los arts. 285 y 286 del Código Penal⁽¹⁷⁾ al

valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación».

(16) En referencia a las infracciones en materia de información privilegiada *vid.* los arts. 99.1o), o) bis y 100.1r) y x) LMV, y en general reconociendo una sanción para la infracción de las normas de conducta establecidas en el Título VII de esta Ley, o en las disposiciones dictadas en su desarrollo, cuando no constituyan infracción muy grave, el art. 100.1.t) LMV.

(17) Con respecto al tratamiento que sobre la utilización de la información privilegiada a efectos sancionatorios efectúa la LMV, el Código Penal establece una serie de diferencias. Estas son:

— La imposición de un límite cuantitativo, lo que hará que haya conductas que no sean sancionables penalmente y sin embargo sí lo sean por parte de la CNMV. En este sentido *vid.* BAJO FERNÁNDEZ, M.: *Compendio de derecho penal, parte especial*, Ed. Centro de estudios Ramón Areces, Madrid, 1998, p. 601.

significar un verdadero hurto, ya que el beneficio logrado por quienes han utilizado este tipo de información ha sido a costa de quienes no han tenido acceso a ella, a la cual tenían derecho por ser de público interés para los inversores.

Pero además, puesto que también, se estiman de aplicación mecanismos civiles.

Efectivamente, en el caso de que la infracción estuviese vinculada al uso de información privilegiada, se permitiría ejercitar a la contraparte una acción dirigida a la indemnización de los daños y perjuicios causados al amparo del art. 1902 Cc. Esta circunstancia se debe a que cuando el sujeto utiliza una información privilegiada se produce un resultado dañoso equivalente a la diferencia existente entre el precio de mercado de los valores y el que efectivamente correspondería a éstos en él si la información no pública se hubiera incorporado ya a las cotizaciones, por lo que se origina una relación de causalidad observada por la teoría de la equivalencia de las condiciones en la fórmula *conditio sine qua non*, y mediante la teoría de la condición ajustada a las leyes de la experiencia, ocasionándose así objetivamente una imputación del resultado dañoso a dicha conducta⁽¹⁸⁾.

Idénticamente, también se puede recurrir a mecanismos privatistas, puesto que si bien las normas de conducta no se podrán configurar como una normativa contractual, denotan una incidencia en las relaciones individuales entre el emisor y el cliente de una forma indirecta tal que posibilita establecerlas como un mecanismo jurídico de protección en favor de éste, en tanto que le permite reclamar el resarcimiento por los daños ocasionados por una falta de cumplimiento en sus exigencias de comportamiento, a través del ejercicio de una acción civil de responsabilidad contractual. Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas de conducta derivadas de valores y principios éticos ampliamente reconocidos devienen en vinculantes mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc, y 57 Cco), y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos, y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella⁽¹⁹⁾, y que entendemos que se encuentra vigorizada, para este caso, por la exigencia y necesidad de acatamiento de las normas previstas por las propias disposiciones de ordenación y disciplina operantes en el mercado de valores, vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinando así que su práctica se torne inadmisibile, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Finalmente, y en tercer lugar, pues, los emisores igualmente son objeto de otras exigencias en su conducta y en las que si bien la técnica legislativa adoptada viene configu-

— La penalización agravada de la habitualidad de la conducta, tal y como expone MONROY ANTÓN, A.J.: «El bien jurídico protegido en el delito de información privilegiada», *RDBB*, n.º 98, 2005, p. 43.

(18) Insinuando este mecanismo con anterioridad a la LMV, se pronunciaron SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., TAPIA HERMIDA, A.J.: «El abuso de información privilegiada (Insider Trading) y operaciones de iniciados», *RDBB*, n.º 28, 1987, p. 781, y posteriormente corroborándolo se manifestó MARTÍNEZ FLÓREZ, A.: «En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores», *RDM*, n.º 217, 1995, pp. 972, 975, 979 y 980.

(19) En este sentido *vid.* las Sentencias del TS de 29-1-1965; 31-3-1982; 21-9-1987; 23-2-1988; 11-5-1988; 27-3-1991; 22-10-1992; 2-2-1996 y 9-10-1998.

rada nuevamente en torno a la disciplina informativa, el recurso a esta resulta empleado ahora como instrumento que permite evitar prácticas que falseen la libre formación de los precios en el mercado.

De esta forma es por lo que, desde el art. 83.1.c) ter LMV, se viene a establecer como exigencia en la conducta de los emisores, desde su consideración como sujetos ubicados en el ámbito general relativo a los que actúan o se relacionan en el mercado de valores, del deber negativo o de omisión de abstenerse de difundir información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando quien los divulga supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

Así las cosas, y dado que esta norma de conducta no se limita a constituir una serie de principios éticos, sino preceptos de obligatoria aplicación, la primera consecuencia derivada de su infracción daría lugar a una responsabilidad administrativa en función de las facultades coercitivas detentadas por la CNMV, en aras del interés público que justifica la intervención y mediante las menciones previstas en los arts. 99.1.i) y 100.1.w) LMV, en las que se concreta la vulneración de las citadas prácticas prohibidas.

Igualmente, también se puede recurrir a mecanismos privatistas. Es decir, el derivado del ejercicio de la acción de responsabilidad extracontractual al amparo del art. 1902 Cc, dado que la difusión de información falsa puede producir un resultado dañoso equivalente a la diferencia existente entre el precio de mercado de los valores y el que efectivamente correspondería a éstos en él. Pero, además, el procedente del ejercicio de la acción de responsabilidad contractual, en tanto que en las relaciones individuales entre el emisor y el cliente se podría denotar una incidencia de una forma indirecta de la realización de la conducta prohibida mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc, y 57 Cco).

III. LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS EXIGIDAS A LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Como segunda de las categorías de sujetos a las que se les viene a imponer una obligación amplia y articulada dirigida al ofrecimiento de información, a la asunción de obligaciones de transparencia, a la regulación de la publicidad de los productos y servicios de inversión, así como a la aplicación de modalidades de control administrativo, nos encontramos con los intermediarios financieros.

Efectivamente, como segundo marco de acción de la disciplina de la información identificamos a tales intermediarios financieros, en el sentido de aquellos que proceden al desarrollo de una actividad profesional dirigida a la mediación en la asignación del ahorro a la inversión. La razón de ser de tal delimitación se debe a efectos de proceder a reconocer frente al inversor, y ahora desde su perfil de cliente, la identidad del sujeto que resulta contemplado como deudor de las obligaciones de naturaleza informativa establecidas por las normas del mercado de valores, dada su condición de contraparte de la relación jurídica —por regla general de comisión mercantil— por la que proceden a prestar u ofrecen los servicios de inversión, o actividades auxiliares en el mercado de valores. Esto es, nos refe-

rimos así a las empresas de servicios de inversión (art. 64 LMV), las entidades de crédito de una forma conjunta, en virtud del principio de homogeneidad operativa previsto en los arts. 65.1 de la LMV y 1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, así como, con un distinto alcance, a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva⁽²⁰⁾, y en general a cuantas personas realicen actividades relacionadas con el mercado de valores.

De esta forma, pues, se pone de manifiesto que la esfera de intervención de estos mecanismos de naturaleza informativa viene a situarse ahora en el seno del negocio jurídico que el inversor celebra con los intermediarios financieros para la ejecución de su opción inversora o desinversora; esto es, teniendo en cuenta que es el perfil de aquel como cliente, bien sea contractual o precontractual, el que requiere de tutela a través de elementos de carácter informativo. En efecto, esta identidad se justifica en tanto que el legislador, cuando procede a concretar los mecanismos jurídicos de protección de tal condición, lo hace aludiendo a la figura del «cliente» en sus distintas fases del contrato⁽²¹⁾, permitiendo de esta forma, pues, que a través de la disciplina informativa se otorgue una tutela que comprende a la oferta, negociación y posterior ejecución en la prestación del servicio, y que tiene por objeto la negociación de todos los valores negociables e instrumentos financieros.

Así pues, se viene a poner de manifiesto que el deber informativo que desde el derecho del mercado de valores se viene a imponer a todo intermediario financiero se establece concibiendo como sujeto que resulta tutelable jurídicamente al concreto inversor, como particular implicado en el negocio jurídico, y no al colectivo en general con el que se relaciona.

Ahora bien, a efectos de su identificación y posterior análisis, esta normativa de la información concurre desde dos ámbitos. Estos son la disciplina informativa exigida a los intermediarios financieros que se establece en el seno del negocio jurídico que celebra con el inversor, y la que se ubica en su propio sistema de organización.

1. Establecidas en el seno del negocio jurídico celebrado con el inversor

En el derecho del mercado de valores existe un conjunto de normas que, diseminadas a lo largo de la LMV, en sus títulos IV y VII, en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en las Órdenes Ministeriales 1665/2010, de 11 de junio, y 1717/2010, de 11 de junio, así como en las Circulares de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre, sobre registros

(20) Serán de aplicación a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que estuvieran autorizadas para ello las normas previstas en la LMV, y en sus disposiciones de desarrollo, que regulen la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, el asesoramiento en materia de inversión, la custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión, siéndoles en particular de aplicación, y teniéndose en cuenta las especialidades que se pudiesen establecer reglamentariamente, los artículos 70 ter, 70 quáter, 78, 78 bis, 79, 79 bis, 79 ter y 79 quáter de la LMV, así como en referencia al Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, el capítulo I del título II, salvo la sección 2.ª, de la que sólo resultará de aplicación el artículo 32, el capítulo I, salvo el artículo 58; el capítulo III; el artículo 79 y el capítulo VI del título IV, así como los artículos del título preliminar y el artículo 5.1.g).

(21) *Vid.*, en relación con la LMV, los arts. 39, 59 bis, 70 quáter, 79, 79 bis, 79 ter y 79 sexies, y en relación con el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, los arts. 3, 33, 35, 39, 40, 41, 42, 44, 45, 59, 60, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 68, 69, 70, 72, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80 y 81.

de operaciones y archivo de justificantes de órdenes⁽²²⁾, y 7/2011, de 12 de diciembre, contienen una serie de mandatos en las sucesivas fases del desarrollo de las relaciones contractuales entre las entidades prestadoras de servicios de inversión y sus clientes y sobre los diferentes tipos de contratos que le sirven de base.

Estas exigencias, que no tienen por finalidad normativizar el contenido del contrato, sino que más bien vienen a imponer obligaciones a las entidades que presten servicios de inversión por el específico régimen de ordenación y disciplina al que están sujetas por su condición de tales⁽²³⁾, permiten configurar una disciplina jurídica en la que se advierte la utilización de unos mecanismos de recepción y de difusión de la información que vienen a otorgar favorables repercusiones para el cliente inversor, tanto desde una dimensión económica como desde un plano jurídico.

En efecto, estas pautas revelan importantes consecuencias, en primer término desde un punto de vista económico, en tanto que facultan al inversor a efectuar una mejor elección de las operaciones en aras de que se le reporte una mayor satisfacción a sus necesidades, y puesto que permiten garantizar la eficacia de los mercados, así como una mayor competitividad, a efecto de que el juego de la libre competencia quede establecido no sólo en beneficio de las empresas sino también en el de los clientes, y por el que pasen así a convertirse estos últimos en árbitros del sistema del mercado.

En análogo sentido, también se muestran trascendentes efectos desde un punto de vista jurídico. En primer término, desde un plano jurídico privado, esto es, en la relación entre los intermediarios y sus clientes, en tanto que a través de estos se pone a los inversores en condiciones de apreciar el riesgo de la operación con objeto de permitir que tomen sus decisiones de inversión con pleno conocimiento de causa, a efectos de emitir un consentimiento verdaderamente libre. Y en segundo lugar, desde un plano jurídico público, es decir, en la relación del intermediario financiero con la CNMV, en tanto que la información

(22) La presente circular ha sido modificada parcialmente por la Circular de la CNMV 7/1998, de 16 de diciembre.

(23) Dado que las normas de relación con la clientela resultan contempladas no ya sólo por la LMV, sino también por su normativa de desarrollo acometida por el Real Decreto 217/208, de 15 de febrero, así como por las Circulares de la CNMV 7/2011, de 12 de diciembre, y 3/1993, de 29 de diciembre (modificada por la Circular 7/1998, de 16 de diciembre, de la CNMV, en sus arts. 5, 6 y 7), la cuestión para dilucidar si la finalidad pretendida con aquellas se basa en la normativización de los contratos en tal sector del mercado financiero o no, se tienen que centrar en si la habilitación que se otorga para dictar tal desarrollo normativo faculta para promulgar o no normas que constituyan la ley del contrato.

Así las cosas, hay que indicar que es cierto que al Gobierno se le dota de la pertinente habilitación para poder dictar normas que regulen la forma de prestar los servicios de inversión y auxiliares (art. 63.5 LMV), así como para lograr establecer disposiciones precisas sobre las operaciones del mercado (art. 44 LMV). Pero, también, es más cierto que el Real Decreto 217/208, de 15 de febrero, que contiene las normas de relación con la clientela, y que faculta a su vez al Ministerio de Economía y Hacienda para que dicte normas para su debida ejecución, se elabora en torno al sujeto que presta la actividad al desarrollarse con el fin de regular el régimen jurídico aplicable a las empresas que realizan servicios de inversión, y así pues con el propósito de establecer aspectos propiamente disciplinarios del desempeño de una actividad profesional. Además, y en sintonía con tal apreciación, también es necesario advertir que la dotación de potestad normativa que se le confiere a la CNMV, y establecida en los arts. 15 y 95.3 LMV, permite considerar que sus circulares son normas de ordenación y disciplina que operan como fuente de una forma secundaria y subordinada a la ley.

Como consecuencia de tales apreciaciones es por lo que estimamos que las normas de relación con la clientela no tienen por finalidad normativizar el contenido contractual, sino más bien imponer obligaciones a las entidades que presten servicios de inversión por el específico régimen de ordenación y disciplina al que están sujetas.

abastecida no sólo detenta como destinatarios a los clientes, sino también a la entidad supervisora (art. 59 bis LMV), por lo que aquella se constituye en un útil instrumento que permite facilitar una completa información sobre la situación y evolución de las entidades.

Así pues, y a efectos de proceder a la exposición con claridad del análisis de la disciplina de la información que se contempla en tal marco de actuación, se atenderá a acometer tal estudio siguiendo las sucesivas fases del desarrollo de las relaciones contractuales entre las entidades prestadoras de servicios de inversión y sus clientes.

A) Fase precontractual o de formación del contrato

Aun cuando el cliente inversor y el intermediario financiero no hayan perfeccionado el contrato por el que se haga efectivo el servicio de inversión o actividad auxiliar susceptible de solicitud, desde el ámbito del mercado de valores se vienen a imponer una serie de obligaciones de naturaleza informativa en un periodo que, llamado en general precontractual, trata preliminarmente la formación de un contrato entre las partes⁽²⁴⁾. Esta circunstancia se debe a que si bien en esos tratos preliminares las partes están simplemente animadas por una voluntad de discutir, pero no necesariamente de contratar, no hay duda de que entre ellas se ha establecido una situación jurídica que debe estar presidida por una idea básica, la necesidad de actuar de buena fe⁽²⁵⁾, y por ello tiene que estar dotada de unas adecuadas medidas que permitan preservar tal pauta, a efectos de que no se induzca a error a los potenciales clientes sobre las características, costes o beneficios de la operaciones que pretenden ser realizadas.

Así pues, es por lo que, en primer término, se aprecia desde el ámbito normativo del mercado de valores la obligación, tanto de publicar un folleto informativo de tarifas⁽²⁶⁾ que deberá ser objeto de control previo por la CNMV, así como de poner a disposición del público los contratos tipo elaborados por las entidades prestadoras de servicios de inversión⁽²⁷⁾.

De esta forma, se permite establecer un régimen que atiende a tutelar al inversor, dado que con tales obligaciones se consigue que las entidades no puedan tarifar por encima de lo establecido en el folleto ni por conceptos diferentes (art. 3.2 de la Orden EHA 1665/2010, de 11 de junio), facilita una previa información necesaria para la formación de la opción inversora o desinversora del potencial cliente, y prevé un sistema de publicidad y control para los contratos tipo con los que las entidades prestadoras de los servicios de inversión predisponen unilateralmente del contenido del contrato.

(24) El análisis de estas obligaciones informativas procedentes de fase precontractual entre el intermediario financiero y el cliente han de entenderse sin perjuicio de que en tal momento éste también cuente con otras vías de información procedentes de otros medios, tal y como es el caso de la información previa a la negociación que deberán poner a disposición del público los mercados secundarios oficiales sobre las operaciones admitidas a negociación en ellos y en relación con los precios de compra y venta existentes en cada momento, así como en referencia a la profundidad de las posiciones de negociación a estos, que se difundirán a través de sus sistemas (*vid.* art. 43.2 LMV).

(25) *Vid.* por todas la Sentencia de 29 de enero de 1965.

(26) En relación con las normas generales sobre elaboración del folleto informativo de tarifas, *vid.* los arts. 71.3 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y 2 de la Orden EHA 1665/2010, de 11 de junio, así como 2 y 3 de la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la CNMV.

(27) *Vid.* arts. 5, 6, 7 y 8 de la Orden EHA 1665/2010, de 11 de junio.

Igualmente, en aras de optimizar la tutela otorgada a través de la regulación de las citadas obligaciones informativas, el legislador también ha tenido en cuenta las distintas particularidades afectas por tales disposiciones, es decir, las diversas clases de entidades prestadoras de los servicios de inversión, al tener ya algunas de ellas su propio régimen de ordenación. Efectivamente, se tiene cuenta la normativa de ordenación propia de las distintas clases de entidades prestadoras de los servicios de inversión. Esto es, se toma en consideración la normativa de ordenación y disciplina propia de las entidades de crédito, dado que también ésta les resulta de aplicación cuando prestasen sus funciones en el mercado de valores por razón del sujeto que presta la actividad. Pero, además, también se tiene en cuenta el régimen especial que, por razón de la distinta estructura organizativa que poseen y el complejo contrato subyacente que detentan, les resulta de aplicación a las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva. De este modo, se concilia la necesidad de protección que ha de darse al cliente potencial con el establecimiento de requisitos que respondan a dicho objetivo y que no supongan una alteración ni en el estatuto jurídico de la empresa bancaria ni en la estructura organizativa propia de las gestoras de instituciones de inversión colectiva, y sin que se produzca con ello una costosa, reiterativa, innecesaria e infructuosa carga para las entidades.

En efecto, la concreción normativa de esta exigencia de control que parte de la libre fijación de las tarifas máximas de comisiones y gastos repercutibles contemplada desde el mercado de valores no viene a alterar el régimen de organización bancario, dado que, cuando desde el art. 1.b) de la Orden EHA 1665/2010, de 11 de junio, se viene a imponer a las entidades de crédito el régimen de las tarifas igualmente exigido a las empresas de servicios de inversión, se atiende análogamente a contemplar la previsión ya contemplada desde el sector bancario de no poder cargar a los clientes comisiones o gastos superiores, aplicar condiciones más gravosas, ni repercutir gastos no previstos o servicios no aceptados o no solicitados en firme.

Pero, además, y en referencia ahora a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, dado que éstas están obligadas a publicar para su difusión entre «*el público en general*» —además de entre los partícipes y los accionistas— un folleto completo, un folleto simplificado, un informe anual, un informe semestral y un informe trimestral con el fin de que de forma actualizada sea públicamente conocida una información determinada relativa a todo el complejo organizativo que entraña la institución y que hace referencia tanto al límite máximo y la forma de cálculo de las comisiones —que para este tipo de contrato de inversión colectiva serán de gestión, suscripción, reembolso, y de depósito y cuyos beneficiarios serán junto a las sociedades gestoras, también los depositarios en atención a las funciones que desempeñen— hace que sea innecesaria la aplicación del régimen de tarifas contemplado en el art. 71 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y que resulte por ello excluido expresamente de su aplicación por el art. 1.5.b) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

Además, y en función de la observancia del medio empleado para la difusión de estos deberes informativos, esto es, a través de instrumentos caracterizadores de la comunicación colectiva⁽²⁸⁾, podemos advertir que nos encontramos ante un idóneo sistema suscepti-

(28) En este sentido *vid.* el art. 9.2 de la Orden EHA 1665/2010, de 11 de junio.

ble de ocasionar un requerimiento de carácter informativo dirigido al público en general. Ahora bien, este deber no debe confundirse con otras exigencias informativas dotadas de distinta condición y de diferente tratamiento. En efecto, de esta forma consideramos que esta fuente de información no puede ser estimada como promoción del contrato, en tanto que no se trata de una actividad que tenga como finalidad incentivar la celebración de los contratos apropiados de un servicio. Además, tampoco puede ser confundida con una comunicación publicitaria. Esto se debe tanto a que, si bien las tarifas indicadas en el folleto informativo realizan una función de instrumento de publicidad, dado que éstas tendrán que coincidir en su concepto y contenido con las que se hagan públicas con ocasión de las campañas publicitarias o de difusión generalizada (art. 4.3 de la Orden EHA 1665/2010, de 11 de junio), como a que la ejecución del folleto informativo de las tarifas en su totalidad se produce a través de leyendas y formatos reglamentariamente impuestos en que se excluyen los tonos y los modos habituales en el ámbito publicitario. Pero, también, a que su regulación aparece contemplada en disposiciones normativas distintas y separadas con respecto a la otorgada para las comunicaciones publicitarias⁽²⁹⁾.

Así pues, si bien la inobservancia de estas exigencias precontractuales constituye un supuesto de infracción de carácter administrativo contemplado en la LMV⁽³⁰⁾ —salvo para el caso de las tarifas derivadas de las comisiones de servicios financieros de carácter singular, que sólo tendrán un carácter indicativo⁽³¹⁾—, al considerar que detentan la forma de deber informativo dirigido al público en general, se permite estimar, además, que queda fuera de toda duda, a efectos de ulteriores responsabilidades, que nos encontraríamos también ante un criterio de integración del contrato. En efecto, esto se debe a su condición de oferta *ad erga omnes* que deviene en vinculante mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc y 57 Cco) y que, si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos y que se considera infringida, cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella⁽³²⁾, y que entendemos que se encuentra vigorizada, para este caso, por la exigencia y necesidad de acatamiento de las normas precontractuales previstas por las propias disposiciones de ordenación y disciplina del intermediario operante en el mercado de valores, vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinando, así, que su práctica se torne inadmisibles, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

En segundo término, también desde este marco normativo del mercado de valores, se viene a exigir el cumplimiento de una serie de normas de carácter informativo en el perio-

(29) Vid. el Capítulo I del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y la Orden EHA 1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión, frente al Capítulo II y IV del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero y la Orden EHA 1665/2010, de 11 de junio, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión en materia de tarifas y contratos tipo.

(30) Vid. arts. 99.t), 100.d) y m) LMV.

(31) Vid. art. 71.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y el número 4 del art. 2 de la Circular de la CNMV de 27 de marzo de 1996.

(32) En este sentido *vid.* las Sentencias del TS, de 29-1-1965; 31-3-1982; 21-9-1987; 23-2-1988; 11-5-1988; 27-3-1991; 22-10-1992; 2-2-1996 y 9-10-1998.

do precontractual dirigidas a imponer a las empresas de servicios de inversión (arts. 78 y 79 bis LMV, y 1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), entidades de crédito [arts. 65.1, 78 y 79 bis LMV, y 1.2.c) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero] y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva [arts. 65.2 y 79 bis LMV, y 1.5.b) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero], la obligación de procurarle al cliente potencial un conocimiento general sobre las condiciones que resultarán de aplicación en la prestación de los servicios ofertados con el fin de que aquél pueda efectuar una comparación efectiva y optar por la entidad y el servicio que mejor sirva a sus intereses, además del deber de hacer llegar tal información en el momento, lugar y forma adecuados, para que se puedan producir los efectos pretendidos.

De esta forma, tal régimen informativo a aplicar en las operaciones que realicen las entidades prestadoras de servicios de inversión en el mercado de valores vendrá determinado, en primer término, por el cumplimiento de unas precisas obligaciones dirigidas a proporcionar de manera comprensible una información adecuada sobre la entidad, sus servicios, los instrumentos financieros, las estrategias de inversión, los centros de ejecución de órdenes, así como los costes asociados⁽³³⁾, que sólo será objeto de control administrativo en lo referente a las tarifas a aplicar por las comisiones o gastos repercutibles.

Pero además, y en segundo lugar, por la observancia de unas exigencias dirigidas al suministro de tales comunicaciones durante un momento concreto, esto es, con la antelación suficiente a la celebración del contrato de prestación de servicios de inversión o auxiliares⁽³⁴⁾, y a través de una forma determinada, es decir, en un soporte duradero o mediante una página web⁽³⁵⁾.

Así las cosas, se permite apreciar sobre esta tarea de informar a los clientes potenciales la presencia de un adecuado y oportuno mecanismo de tutela del inversor.

Esto se observa dado que en tales exigencias se procede a tener en consideración el dispar grado de conocimiento que pueden presentar los potenciales clientes. En efecto, dado que la intención de todo este elenco normativo va dirigida a que se tomen las decisiones con pleno conocimiento de causa (art. 79 bis.3 LMV), y que, por razón de la especialidad, la complejidad de los servicios que se ofertan y los potenciales riesgos que se pueden asumir, se requiere para su completo entendimiento de un cierto grado de conocimiento, se hace necesario incrementar el ámbito de protección en el mercado de valores, a efectos de que se pueda establecer un proceso que permita determinar que hay base razonable para

(33) Sobre las exigencias a incluir en las comunicaciones publicitarias dirigidas a los clientes potenciales que afectan a las entidades que prestasen servicios de inversión *vid.* arts. 79 bis LMV, y 60 en relación a las condiciones que debe cumplir la información para que sea clara, imparcial y no engañosa; 62, en referencia a los requisitos generales de información a los clientes; 63, en alusión a la información sobre las entidades y sobre sus servicios; 64, a efectos de indicar la información sobre los instrumentos financieros; 65, en atención a los requisitos de información con vistas a la salvaguardia de los instrumentos financieros o los fondos de los clientes; 66, a efectos de aludir a la información sobre los costes y gastos asociados; 71, en referencia a la indicación del régimen de las tarifas —que deberán establecerse para todas las operaciones que la entidad realice habitualmente y en las que podrán excluirse aquellas derivadas de servicios financieros de carácter singular en los supuestos que la CNMV, lo determine—, y 72, 73 y 74 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en alusión a la evaluación de la idoneidad y conveniencia del servicio para los potenciales clientes.

(34) *Vid.* el art. 62.1, 2 y 4 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

(35) *Vid.* el art. 62.3 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

pensar que los potenciales clientes pueden comprender el alcance y el riesgo que implica la operación. Es por ello por lo que, teniéndose en cuenta tales circunstancias, se ha venido a reforzar el marco de tutela al establecerse un mecanismo de evaluación de la idoneidad y de la conveniencia (arts. 79 bis.6, 7 y 8 LMV, y 72, 73 y 74 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), por el que a través de la previa obtención por la entidad de la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia de los clientes potenciales, y teniéndose en cuenta cuál sea el tipo de prestación demandada, se podrá proceder a valorar si éstos son susceptibles o no de comprender las condiciones y los riesgos que implica el servicio ofertado.

Asimismo, tal eficiencia se percibe dado que el legislador aprecia en el desarrollo del deber informativo precontractual la diferente naturaleza de las actividades ofertadas, al exigir especialidades informativas para algunas de aquellas⁽³⁶⁾, en aras a pretender adecuar este deber de comunicación a la operación prestada para obtener una fórmula que, en la mayor medida de lo posible, proteja al potencial cliente del modo más oportuno.

Igualmente, la idoneidad en la regulación de tales exigencias informativas se contempla tanto en la existencia de un medio eficaz dirigido a la prevención y represión de sus casos de infracción, al contemplarse expresamente su inobservancia como supuesto sancionable administrativamente⁽³⁷⁾, como ante la posibilidad de poder acudir a mecanismos civiles para la asunción de responsabilidades derivadas de su incumplimiento.

Efectivamente, esta circunstancia se produce en tanto que tal tarea de informar a los clientes potenciales se trata de una oferta *ad certam personam* que permite integrar el contenido del contrato.

Ciertamente, en primer término, se evidencia que la tarea de informar a los clientes potenciales se trata de un modo de comunicación individual, puesto que cuando el legislador se refiere al cliente potencial indica que se entenderá por tal, en base al art. 79 bis.3 LMV, a «*aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes*». Pero también, puesto que viene a considerar a éstos de una forma expresa como receptores de unas informaciones que deberán contemplar, además de lo previsto en el art. 60.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero —y de una forma conjunta pues a lo también exigido para las comunicaciones publicitarias—, lo establecido en el art. 62.1 y 2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, donde se vuelve a tener en cuenta la individualidad al que se le suministra la información, dado que el medio por el que se exige que se efectúe tal comunicación viene referido a instrumentos de información de carácter personal.

Y además, en segundo término, tal situación acontece puesto que, cuando el legislador viene a regular este modo de comunicación individual, lo hace a efectos de convertir el trato individual y exclusivo hacia una persona concreta en un trato serio y vinculante, al exigirle a tal forma de comunicación que cumpla con una serie de requisitos, que además de garantizar la adecuada comprensión del servicio propuesto permiten configurarla, al contener todos los elementos necesarios para la existencia del contrato, en una oferta *ad*

(36) En este sentido *vid.* el art. 63, en sus apartados 2 y 3, del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, así como lo ya referenciado en los apartados 6, 7 y 8 del art. 79 bis de la LMV.

(37) Sobre las sanciones administrativas aplicables como consecuencia del incumplimiento de la tarea de informar a los clientes potenciales *vid.* los arts. 99.t), 99.z) bis, 100.d) y 100.m) LMV.

certam personam, y así pues, en criterio de integración del contrato, tanto si el cliente es un consumidor en función del art. 61 de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, como si no lo es, en base al recurso de la buena fe contractual que tiene que presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc, y 57 Cco).

Ya en tercer lugar, también desde este marco normativo del mercado de valores se viene a exigir el cumplimiento de una serie de normas en el periodo precontractual dirigidas a exigir ahora que las comunicaciones publicitarias vertidas en el mercado por los intermediarios financieros respeten unos principios y sean objeto de un control.

Así pues, es por lo que se viene a instar, en función de lo establecido desde la Orden EHA 1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión, que toda forma de comunicación dirigida al público en general con el fin de promover, directamente o a través de terceros, la contratación de un determinado servicio o actividad de inversión, o bien la suscripción o adquisición de instrumentos financieros, deba ser clara, suficiente, objetiva y no engañosa, tendrá que dejar explícito el carácter publicitario del mensaje, y será objeto de inscripción en el registro de comunicaciones publicitarias. Igualmente, y en concreto cuando se tratase de comunicaciones publicitarias dirigidas a inversores minoristas en función de lo establecido en el art. 78 bis LMV, se establece además la obligación de cumplir con las condiciones establecidas en el art. 60 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero. Y conjuntamente, dado que se tiene en cuenta que las entidades que prestan servicios de inversión, a través de su actividad publicitaria, están asumiendo una serie de riesgos específicos de carácter legal y de reputación que deben cubrir adecuadamente, es por lo que, asimismo, se les viene a exigir el cumplimiento de unos requisitos de organización interna de conformidad con lo establecido en el art. 70 ter LMV. Esto es, tendrán que contar con una política de comunicación comercial que incluya los criterios y procedimientos adecuados para asegurar que la entidad cumple con la normativa exigida a la publicidad de los productos y servicios de inversión y tendrán que contar con técnicas eficaces de valoración de los riesgos.

De esta forma, se configura el entorno en el que la CNMV ejercerá sus facultades administrativas de control en la publicidad en dos ámbitos diferenciados (art. 6 de la Orden EHA 1717/2010, de 11 de junio).

Por un lado, cuando la publicidad se refiera a ofertas de venta o suscripción de instrumentos financieros respecto de la que se haya registrado o se vaya a registrar un folleto, o en las que intervenga una entidad habilitada para prestar servicios de inversión, en donde la CNMV podrá requerir la cesación o rectificación de la publicidad que no se ajusta a la normativa reguladora de los instrumentos, productos y servicios de inversión y actividades, así como podrá requerir la inclusión de advertencias en dicha publicidad. Asimismo, la CNMV podrá realizar advertencias públicas por sí misma.

Por otro lado, cuando la publicidad se refiera a ofertas de venta o suscripción de valores respecto de las que no se haya registrado ni se vaya a registrar un folleto informativo y en las que no intervenga una entidad habilitada para prestar servicios de inversión, corresponderá a la CNMV la potestad de requerir la inclusión en la publicidad de advertencias relativas a la ausencia de control por la CNMV, así como recomendaciones a los inversores para que recaben información adicional sobre su naturaleza y características, y la de realizar advertencias públicas por sí misma.

Así pues, nuevamente con las exigencias requeridas ahora a las comunicaciones publicitarias percibimos una oportuna regulación, dado que con ella se viene a tener en cuenta el papel transcendental que tiene la publicidad sobre los servicios de inversión a la hora de que el inversor forme razonadamente sus decisiones, al contemplarse expresamente su inobservancia como supuesto sancionable administrativamente⁽³⁸⁾, como ante la posibilidad de poder acudir a mecanismos civiles para la asunción de responsabilidades derivadas de su incumplimiento.

Efectivamente, esta circunstancia se produce en tanto que los requisitos que tendrán que cumplir las comunicaciones publicitarias se tratan de una oferta *ad incertam personam* que permite integrar el contenido del contrato.

Verdaderamente, en primer término, se evidencia que los requisitos que tendrán que cumplir las comunicaciones publicitarias se refieren a un modo de comunicación colectivo, puesto que se evidencia su utilización para informaciones dirigidas al público en general, y ello puesto que, además de exigírseles expresamente el cumplimiento de lo preceptuado en el art. 60.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y no serles de aplicación lo establecido en el art. 62.1 y 2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, lo cual estaría en consonancia con respecto a lo anteriormente citado para la tarea de informar a los clientes potenciales por requerirse para ello de un medio de información de carácter personal, desde el art. 62.5 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se viene a indicar que les resultará de vinculación lo dispuesto en los arts. 63 a 66 del citado desarrollo reglamentario —y que es de aplicación siempre en favor de los clientes potenciales en base al art. 62.2— sólo en el caso de que las comunicaciones publicitarias contengan una oferta «con cualquiera que responda a la comunicación», o una invitación a «quien responda a la comunicación», es decir, cuando sean dirigidas en ambos casos al público en general. Además, este tratamiento específico de las comunicaciones publicitarias como publicidad colectiva resulta corroborado en la excepción que se prevé en el art. 62.5 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero. Esto se debe a que la exigencia de aplicación de los arts. 63 a 66 del citado cuerpo normativo para las comunicaciones publicitarias que contengan ofertas o invitaciones no resultará de aplicación cuando se refiera a un sujeto que aporte otros documentos y al que se identifica expresamente con la denominación de cliente potencial, y ello puesto permitiría que evidenciar así ya un previo contacto con el intermediario que impediría considerar que la oferta o invitación está formulada *ad incertam personam*.

Y además, en segundo término, tal situación acontece puesto que, cuando el legislador viene a regular este modo de comunicación colectivo, lo hace para que la publicidad sea efectuada cumpliendo unos específicos requisitos que permitan adecuar las exigencias informativas a la especialidad del sector en el que se presta la actividad. Pero además, para que cuando esta publicidad se configure a iniciativa del intermediario en una oferta o invitación *ad incertam personam* se les pueda exigir el cumplimiento de unas normas que, aras de procurar una tutela adecuada al inversor, le garanticen la correcta comprensión del servicio propuesto, pero no con el fin de hacerlas vinculantes ya que tal circunstancia ya acontece, y así pues, integra el contenido del contrato, tanto si el cliente es un consumidor

(38) Sobre las sanciones administrativas aplicables como consecuencia del incumplimiento de la tarea de informar a los clientes potenciales *vid.* los arts. 99.t), 99.z) bis y 100.m) LMV.

en función del art. 61 de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, como si no lo es en base al recurso de la buena fe contractual que tiene que presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc, y 57 Cco).

B) Fase contractual o de ejecución de los contratos

Igualmente, y continuando pues con el análisis de las sucesivas fases del desarrollo de las relaciones contractuales entre las entidades prestadoras de servicios de inversión y sus clientes, desde el ámbito del mercado de valores se les vienen a imponer también a aquellas, en la fase denominada ahora como contractual, una serie de obligaciones de naturaleza informativa que permiten ser consideradas en función de la distinta finalidad con las que resultan impuestas.

Así pues, en primer lugar se advierte un conjunto de obligaciones de carácter informativo dirigidas a la puesta en conocimiento de la operación efectuada tanto a favor del propio cliente inversor, desde la exigencia de constancia por escrito de los contratos celebrados con los clientes minoristas (art. 79 ter apdo. 2 LMV), como en beneficio del órgano que ejerce las facultades de supervisión, inspección y control en el mercado de valores, esto es, la CNMV, al requerir a todas las empresas que presten servicios de inversión la tenencia de una lista de registros como instrumento eficaz que permita reconstruir los hechos, datos, informaciones y actuaciones relativas a los servicios.

Asimismo, y en segundo lugar, también se percibe un conjunto de obligaciones de carácter informativo orientadas a clarificar las directrices que deben guiar el correcto ejercicio del derecho, esto es, la adecuada ejecución de las órdenes y las operaciones por las entidades prestadoras de servicios de inversión, para que la realización de estas se produzca del modo más óptimo. De esta forma es por lo que se viene a exigir que, cuando las entidades prestadoras de servicios de inversión procedan a cursar una operación, además de tener que cumplir unos requisitos⁽³⁹⁾, tengan que informar a sus clientes sobre la política de ejecución de órdenes que poseen, en aras de la rápida y correcta ejecución de las operaciones⁽⁴⁰⁾, en defensa del mejor interés de la clientela, y de forma que no se perjudique a ningún cliente cuando se realicen operaciones para varios de ellos o se actuase por cuenta propia.

Finalmente, y ya en tercer lugar, pues, desde el marco normativo del mercado de valores se contemplan una serie de obligaciones que afectan a las entidades que prestan servicios de inversión y que nacen con la finalidad de concretar del deber clásico de información existente a favor de los clientes que afecta a todo mandatario (art. 1720 Cc) y todo comisionista (art. 263 Cco) y que rige en los contratos acaecidos en este sector al configurarse las relaciones entre los intermediarios y los clientes —por regla general— mediante la comisión mercantil. En efecto, en aras de la seguridad y el principio de buena fe en el tráfico mercantil, se hace necesario proceder a detallar la obligación por la que se deberá de «*comunicar frecuentemente las noticias que interesen al buen éxito de la operación*». Esta circunstancia se debe a que, al ser la información el medio que permite alcanzar un

(39) *Vid.* arts. 80 y 81 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

(40) *Vid.* los arts. 79 sexies.2 de la LMV, y 77 a 78 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

óptimo resultado, puesto que de su conocimiento dependerá que se puedan impartir las adecuadas instrucciones inversoras para cada caso, esta finalidad cobrará más eficiencia en la medida en que más se adapte a las especialidades, riesgos y complejidad que presenta la realización de los servicios de inversión a través de la imposición de ciertas conductas informativas a los intermediarios que las realizan durante un periodo de tiempo determinado y cumpliendo unos requisitos prefijados.

De esta forma es por lo que estas normas de naturaleza informativa proceden a determinar el instante, así como la frecuencia, de la comunicación de las noticias en función del servicio prestado, que la entidad deberá remitir a sus clientes de acuerdo con los artículos 79 bis.4 LMV y 63.1.f) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero. En efecto, la concreción de ambas circunstancias se debe a que esta exigencia de comunicación engloba al deber de información tanto reclamado con la antelación suficiente a la prestación del servicio de inversión (art. 62.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), como requerido en el momento inmediatamente posterior a su ejecución. Pero, puesto que para la determinación de esta última circunstancia hay que tener en cuenta el tracto instantáneo o duradero que rijan en la prestación de la actividad acometida, también se tendrá que proceder a efectuar previsiones específicas a efectos de indicar para este último supuesto cuál tendrá que ser la periodicidad de emisión de los informes. Así pues, es por lo que si se trata de una orden no relacionada con el servicio de gestión de carteras, el cumplimiento de tal deber podrá ser realizado de una forma inmediatamente posterior a la ejecución de la operación [art. 68.1.a) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero]. Pero si se refiere a un servicio de gestión de cartera, su realización se tendrá que efectuar debiéndose de proporcionar a cada cliente un estado periódico de las actividades de gestión de cartera llevadas a cabo por cuenta del cliente. Y si atañe al mantenimiento de instrumentos financieros o fondos de los clientes —salvo en el caso de depósitos de efectivo mantenidos por las entidades de crédito— su ejecución deberá acometerse con carácter anual (art. 70.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero).

Pero, además, las conductas informativas reclamadas a los intermediarios que presten servicios de inversión también proceden a concretar una serie de aspectos esenciales dirigidos a que su utilización reporte la máxima eficiencia en el sector del mercado en el que se opera.

Así pues es por lo que se requiere que el medio utilizado para la difusión de la información a efectos de establecer una eficiente vía de comunicación con el cliente sea el procurado a través de un soporte duradero.

Y también es por lo que se establecen una serie de exigencias en relación con su contenido, y por los que con la intención de que los datos objeto de difusión por la entidad sean los apropiados y esenciales necesarios de conocimiento para el éxito de la operación, la información suministrada deberá cumplir una serie de condiciones. Estas son para que la información sea estimada como imparcial, clara y no engañosa⁽⁴¹⁾; y, además, para que resulte detallada de distinta forma en función del régimen normativo que exige la información. En primer término, dependiendo de la actividad prestada, con el fin de adecuar en

(41) A los efectos de lo dispuesto en el art. 79 bis.2 de la LMV, desde el art. 60 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se vienen a especificar los requisitos que deberá cumplir la información para atender a tal exigencia.

mayor medida tal deber a la prestación del servicio⁽⁴²⁾. Y en segundo lugar, en función de la clasificación que se le reporte a los clientes en minoristas, profesionales y contraparte, a efectos de modularse el distinto grado de protección que requiere el perfil del cliente en función de su experiencia y conocimientos en relación con las operaciones y servicios que solicite, en aras de que no se establezcan requisitos que supongan una costosa, innecesaria e infructuosa carga tanto para la entidad como para el propio cliente⁽⁴³⁾.

Pero ahora bien todo lo anterior, nuevamente se plantea como necesario pronunciarse sobre la cuestión relativa a si la normativa que atiende a la regulación del deber informativo entre el intermediario financiero y el cliente inversor en la fase contractual viene a establecer además, o no, un adecuado sistema de responsabilidad frente a su incumplimiento, de tal forma que permita distinguir con claridad frente al público inversor la existencia de un medio eficaz tanto de carácter preventivo, a efectos de disuadir su inobservancia, como de naturaleza reintegradora, en el supuesto de daños ocasionados a sujetos determinados por no respetar tales exigencias.

Así pues, en nuestro sistema se pone de manifiesto la existencia de un medio de carácter preventivo. En efecto, esta circunstancia acontece dado que la inobservancia de tales exigencias informativas origina repercusiones de tipo administrativo por reconocerse por el legislador a tales vulneraciones como conductas específicamente tipificadas y que por ello son objeto de sanción⁽⁴⁴⁾.

Ahora bien, con respecto a la existencia de un sistema de responsabilidad de carácter reintegrador hay que indicar que la exigencia de resarcimiento de los daños procurados al propio cliente inversor como consecuencia de una completa falta de ejecución de los

(42) En este sentido *vid.* las exigencias informativas previstas en el caso de que las entidades mantuviesen instrumentos financieros o fondos de sus clientes [arts. 63.1.g) y 65 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero], en el supuesto de operaciones con participaciones o acciones de instituciones de inversión colectiva (arts. 67 y 68.3 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), cuando se tratase de la ejecución de órdenes no relacionadas con el servicio de gestión de carteras (art. 68.1 y 2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), cuando se refiriese al servicio de gestión de carteras (arts. 63.2 y 3 y 69 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), cuando se aplicase sobre el deber informativo que rige para los estados de instrumentos financieros o de los fondos de los clientes (art. 70 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), cuando la información se refiera a un instrumento financiero objeto de una oferta pública sujeta a la obligación de elaborar folleto (art. 64.3 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), o cuando se trate de un instrumento financiero que incorpora una garantía de un tercero (art. 64.5 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero).

(43) En este sentido el deber de información reclamado con la antelación suficiente a la prestación del servicio de inversión quedará comprendido expresamente en referencia al cliente minorista en función de las exigencias contempladas por los arts. 63 a 66 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, y relativas al sujeto prestador de la actividad, servicios, instrumentos financieros y costes y gastos asociados (art. 62.2 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), y en alusión al cliente profesional en base a lo establecido por los arts. 64 y 65 en sus apartados 5 y 6 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, mientras que el deber informativo requerido en el momento inmediatamente posterior a su ejecución quedará constituido cuando se trate de un cliente minorista en base a las distinciones contempladas en el art. 68 en sus apartados 1.b) y 3 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en referencia a la ejecución de las órdenes, el art. 69 en sus apartados 2, 3 y 4, del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en alusión al servicio de gestión de carteras, así como 70 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en lo concerniente a los estados de los instrumentos financieros.

(44) Así pues, en relación con las obligaciones de carácter informativo dirigidas a la puesta en conocimiento de la operación efectuada a favor del propio cliente inversor *vid.* los arts. 99.1, 99.z) bis 100.p) y 100.m) LMV; en referencia con las exigencias orientadas a clarificar las directrices que deben guiar la adecuada ejecución de las órdenes y las operaciones, *vid.* los arts. 99.1, 99.z) ter y 100.i) LMV, y en alusión a las obligaciones que nacen con la finalidad de concretar del deber clásico de información existente a favor de los clientes, *vid.* los arts. 99.z) bis y 100.m) LMV.

deberes informativos o por su realización de una forma defectuosa no puede ser reclamada a través una acción civil de responsabilidad contractual de un modo directo, dado que tal normativa no está dirigida a la regulación de la relación jurídica.

Ahora bien, sí que se podrán exigir responsabilidades a través de una acción civil de un modo indirecto, en tanto que con la contravención de tales deberes informativos en la fase contractual también se vulneraría la normativa general de los contratos.

Esta situación se produce no ya solo dado que con tal vulneración se genera una actuación del profesional desprovista de buena fe, sino también puesto que tal hecho puede incidir en el consentimiento de los contratantes.

En efecto, en primer lugar, esta circunstancia acontece dado que tales exigencias informativas en la fase contractual se refieren a la concreción del principio de buena fe a efectos de determinar la conducta que el intermediario financiero como profesional tiene que acatar para que no se vea su actuación desprovista de tal consideración, y a efectos, en fin, de clarificar las normas que deben informar el ejercicio del derecho, así como de establecer los límites a la actuación de los derechos subjetivos. Como consecuencia de ello, es este principio de buena fe que debe presidir los contratos el que se constituye en la vía que permite dar incidencia a estas normas en el ámbito contractual de un modo indirecto, en tanto que con la contravención de estas se procedería a vulnerar la normativa general de los contratos, al generarse una actuación del profesional desprovista del citado principio, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Y además, en segundo término también tal hecho se produce puesto que, si bien la transparencia y la certeza de la posición jurídica del cliente al que se trata de atender mediante estas exigencias informativas no es un requisito esencial del contrato, su carencia sí que sería capaz de producir declaraciones viciadas de voluntad, por lo que se podría originar de tal forma la falta del primero de los requisitos esenciales del contrato contemplados en el art. 1261 Cc.

C) Fase postcontractual o de liquidación de los contratos

Finalmente, y ubicados de tal forma en la última de las etapas de las relaciones contractuales entre las entidades prestadoras de servicios de inversión y sus clientes, esto es, en la fase postcontractual, desde el ámbito del mercado de valores se viene a contemplar una nueva exigencia de naturaleza informativa. En efecto, esta es la obligación que con el fin de procurar la transparencia del mercado y la eficiencia en la formación de los precios afecta desde el art. 59 bis LMV a las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, y en función del cual tendrán que comunicar a la CNMV las operaciones que hayan ejecutado sobre instrumentos financieros, así como la identidad de los clientes por cuenta de los cuales se hayan realizado, y en torno a la que se viene a reconocer expresamente, desde el art. 99.11) LMV, una responsabilidad de carácter administrativo ante su falta de cumplimiento. Además, análogamente tal deber resulta de vinculación a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, desde el art. 46.1.b) de la Ley 35/2005, de 4 de noviembre, dado que en base a él se viene a establecer el deber de informar a la CNMV de las inversiones en que materialicen sus recursos propios por cuenta de los fondos y sociedades que administren.

2. Establecidas en el sistema de organización

Si bien los requisitos de profesionalidad, moralidad y corrección vienen a verificarse como condiciones previas del acceso a la actividad de los intermediarios que operan en el mercado de valores pero no como condiciones para el ejercicio de esta, desde el marco normativo del mercado de valores se procede a imponer una serie de obligaciones con respecto a la organización de las entidades que prestan servicios de inversión con las que se permite que reglas de ética profesional sean exigencias de cumplimiento continuado en la prestación de la actividad, en tanto que la correcta actuación de las entidades que prestan los servicios de inversión es uno de los principales factores de garantía y estabilidad del mercado para los inversores y el conjunto de la comunidad financiera.

Es en este ámbito de reclamación de conductas y exigencias de una organización determinada para los que prestan servicios de inversión donde nuevamente se observa el recurso de los mecanismos de recepción y difusión de información como vía que otorga seguridad y protección a los inversores en el mercado.

Ahora bien, la circunstancia de que la imposición de tales exigencias se articulen sobre el sistema de organización interna de los intermediarios y que no tengan por objeto actos concretos o negocios individualmente considerados no puede llevarnos a la conclusión de que tales disposiciones resultan ajenas a la relación jurídica que se mantiene con el cliente inversor.

Esta circunstancia se debe a que mediante la dirección del comportamiento de los intermediarios financieros se permite observar una incidencia en la contraparte de la relación jurídica, dado que con tal actuación se posibilita fortalecer la relación que se mantiene con aquél en la prestación del servicio, y ello puesto que, al ser ésta una relación basada en la confianza, se logra de tal forma alcanzar un sólido marco que transmita seguridad sobre el debido comportamiento del mercado necesario para mantener el buen funcionamiento y eficiencia del mismo.

Así las cosas, la siguiente tarea que acontece es la de proceder a delimitar a la disciplina informativa establecida en torno al sistema de organización de los intermediarios financieros. La realización de esta labor, y así pues su posterior análisis, será efectuada atendiendo a las distintas finalidades pretendidas mediante el empleo de tal técnica legislativa, y se acometerá desde la observancia de la normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y ello sin perjuicio de que desde la disciplina interna procedente de los intermediarios que facultan la presencia de normas autorreguladoras, esto es, mediante los códigos de conducta y los reglamentos internos de conducta, se pueda contemplar el criterio informativo como vía eficiente para concretar los preceptos contenidos en el Capítulo 1 del Título VII de la LMV, y que resulten dictados por el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV.

De este modo, y partiendo en primer término de la intención de garantizar que las entidades prestadoras de servicios de inversión tengan una estructura interna adecuada y proporcionada conforme al carácter, escala y complejidad de sus actividades, el legislador opta por requerir mecanismos de difusión de información en sus sistemas de organización. Así, es por que a los intermediarios financieros se les viene a exigir el deber de contar con sistemas de información que aseguren que su personal conoce las obligaciones, riesgos

y responsabilidades derivadas de su actuación y de la normativa aplicable a los servicios de inversión que presten, la obligación de llevar registros de todas las operaciones sobre valores e instrumentos financieros y servicios de inversión que deberán permitir conocer la posición de valores y operaciones en curso de cada cliente, así como la exigencia de estar obligados a informar a la CNMV de las operaciones que efectúen⁽⁴⁵⁾.

En segundo lugar, y con la pretensión de adoptar medidas que posibiliten prevenir, detectar y resolver oportunamente posibles conflictos de interés entre los clientes y la propia empresa o su grupo, incluidos sus directivos, empleados, agentes o personas vinculadas con ella, directa o indirectamente, por una relación de control, o entre los diferentes intereses de dos o más de sus clientes, el legislador vuelve a emplear la disciplina informativa como vía eficiente para la consecución de tal fin al venir a exigir a las entidades dar a conocer su política de gestión de conflictos de interés y revelar antes de actuar la naturaleza y origen del conflicto al cliente⁽⁴⁶⁾.

En tercer lugar, y con el propósito de procurar una ejecución óptima de las instrucciones recibidas por el intermediario financiero, desde el art. 79 LMV se observa la imposición del deber de comportarse con transparencia en interés de los clientes.

Asimismo, y en cuarto lugar, pues, los intermediarios financieros también son objeto de otras exigencias en su conducta en las que la técnica legislativa adoptada se configura nuevamente en torno a la disciplina informativa. Ahora bien, el recurso a esta ya no resulta utilizado como deber a efectos de permitir el conocimiento y difusión de hechos. Efectivamente, la eficiencia presupone la máxima y continua producción de informaciones. Pero el uso de la información también puede conllevar efectos negativos derivados de su utilización de forma abusiva, ilícita, con una exclusiva finalidad especulativa, y desprovista de consideraciones de tipo moral. Así pues, y con la finalidad para este momento de luchar contra el uso abusivo de las informaciones privilegiadas que repercuten en la transparencia y eficiencia del mercado y que impiden garantizar el principio de igualdad entre los inversores, desde la perspectiva de una tutela inmediata de éstos como parte débil de la relación, se procede al recurso de la disciplina de la información como una útil herramienta que realiza, ahora, funciones de represión de los abusos del mercado, y ello mediante la exigencia de deberes informativos en sentido positivo o de acción y de deberes negativos o de omisión. Estos son, en sentido positivo, la obligación de salvaguardar la información privilegiada, de adoptar las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal, o para que, en su caso, se tomen de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado. Y en sentido negativo, los que imponen unas exigencias dirigidas a abstenerse de ejecutar actuaciones orientadas a la preparación o realización de cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la información se refiere, a comunicar dicha información a terceros, o asesorar sobre la base de una información previamente procesada (art. 81 LMV).

En quinto término, los intermediarios financieros igualmente son objeto de otros deberes en su conducta en los que se vuelve a emplear el recurso a la disciplina informativa.

(45) Vid. art. 70 ter.1.c), e) y f) LMV.

(46) Vid. art. 70 quáter.1 y 2 LMV.

Ahora bien, no ya con el efecto de permitir el conocimiento y difusión de hechos, sino con la pretensión de asegurar la existencia de una separación informativa interna que permita el ejercicio autónomo de cada función y la prevención de conflictos de intereses. Así pues, es por lo que, desde el art. 83 LMV, las entidades estarán obligadas a establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas, instalar adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas, definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada, así como elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada, y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información.

En sexto término, y con el objetivo de impedir prácticas que falseen la libre formación de los precios, desde el art 83 ter.c) LMV se vuelve a emplear el recurso a la disciplina informativa. Pero nuevamente, no ya con el efecto de permitir el conocimiento y difusión de hechos, sino con la pretensión de impedir que el uso de este cauce pueda ser utilizado para difundir de una forma dolosa o culposa información que no sea veraz. De esta forma es por lo que se viene a prohibir la difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

En séptimo lugar, y con la finalidad de asistir a la labor de supervisión e inspección encomendada a la CNMV, desde el art 83 quáter LMV se atiende a la utilización de la disciplina informativa como vía eficiente por la que se permite la recepción y acopio de hechos y datos por el órgano rector del mercado de valores, al venir a establecerse que las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la CNMV, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existan indicios razonables para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de precios⁽⁴⁷⁾.

Pero todo lo anterior, si consideramos que todas estas exigencias informativas sustraídas del sistema de organización aplicable a los intermediarios financieros no se limitan a constituir una serie de principios éticos, sino preceptos de obligatoria aplicación, es necesario determinar si las exigencias legales que atienden a su regulación le vienen a reportar conjuntamente un adecuado sistema de responsabilidad, de tal forma que permitan distinguir con claridad frente al público inversor la existencia de un medio eficaz tanto de natu-

(47) Las entidades que comuniquen operaciones sospechosas estarán obligadas a guardar silencio sobre dicha comunicación y dispondrán para su realización del uso de la carta, correo electrónico, fax o teléfono. Ahora bien, en este último caso, se requerirá dar confirmación por escrito a solicitud de la CNMV.

Además, también se exige que la comunicación contenga la siguiente información:

- a) La descripción de las operaciones, incluido el tipo de orden, y el método de negociación utilizado.
- b) Las razones que lleven a sospechar que la operación se realiza utilizando información privilegiada o que constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios.
- c) Los medios de identificación de las personas por cuenta de las que se hubieran realizado las operaciones y, en su caso, de aquellas otras implicadas en las operaciones.
- d) Si la persona sujeta a la obligación de notificar actúa por cuenta propia o por cuenta de terceros.
- e) Cualquier otra información pertinente relativa a las operaciones sospechosas.

raleza reintegradora, en el supuesto de daños ocasionados a sujetos determinados, como de carácter preventivo, a efectos de disuadir la vulneración de los límites de tolerancia establecidos por la norma.

Así las cosas, es necesario advertir que la primera consecuencia derivada de la infracción de tales exigencias de naturaleza informativa da lugar a una responsabilidad administrativa. En efecto, tal circunstancia se predica dado que, cuando desde el capítulo II correspondiente al título VIII de la LMV se viene a concretar el régimen sancionatorio que ha de resultar de aplicación, se contemplan específicamente desde una serie de menciones la vulneración de aquellas exigencias de ordenación como supuestos que resultan tipificados por el legislador a efectos de reclamarles una responsabilidad que resulte sancionable administrativamente ⁽⁴⁸⁾.

Ahora bien, también mediante la vulneración de aquellas exigencias informativas procedentes del sistema de ordenación de los intermediarios financieros se puede recurrir a mecanismos privatistas. En efecto, si bien tales normas⁽⁴⁹⁾ no se pueden configurar como una normativa contractual, sí que denotan una incidencia en las relaciones individuales entre el intermediario y el cliente de forma indirecta, en tanto que le permite reclamar el resarcimiento por los daños ocasionados por una completa falta de ejecución de lo que es debido, o ante su realización de una forma defectuosa, a través del ejercicio de una acción civil de responsabilidad contractual. Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas dirigidas a garantizar el desarrollo de la intermediación misma mediante la imposición de obligaciones puntuales derivadas de valores y principios éticos ampliamente reconocidos devienen en vinculantes mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc, y 57 Cco), y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos, y que se considera infringida, cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella, y que entendemos que se encuentra vigorizada, para este caso, por la exigencia y necesidad de acatamiento de las normas previstas por las propias disposiciones de ordenación y disciplina del intermediario operante en el mercado de valores, vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinando así que su práctica se torne inadmisibles, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

(48) En este sentido *vid.*, sobre la vulneración del deber de llevar una ordenación adecuada, el art. 99.1.e), e) bis y l) LMV; en relación con la sanción por el deber de prevenir y dejar constancia de cualquier tipo de interés el art. 99.1.z) LMV; en referencia a las infracciones en materia de información privilegiada, los arts. 99.1.o), o) bis y 100.1.r) y x) LMV; en alusión a la violación de las obligaciones contempladas en el art. 83 ter LMV, los arts. 99.1.j) y 100.1.w) LMV, y en general reconociendo una sanción para la infracción de las normas de conducta establecidas en el Título VII de esta Ley, o en las disposiciones dictadas en su desarrollo (permitiéndose de tal forma incluir a las infracciones de las normas disciplinarias contempladas tanto en el código general de conducta, como en el reglamento interno de conducta), el art. 100.1.t) LMV, cuando no constituyan infracción muy grave.

(49) En el caso de que la infracción estuviese vinculada al uso de información privilegiada, su utilización puede constituir de forma independiente a la administrativa una infracción de preceptos penales contemplados en los arts. 285 y 286 del Código Penal, además de también posibilitar el ejercicio a la contraparte de una acción dirigida a la indemnización de los daños y perjuicios causados al amparo del art. 1902 Cc.

IV. LAS OBLIGACIONES INFORMATIVAS EXIGIDAS A LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Dentro de la categoría de los emisores de valores, detenta una gran transcendencia la especie de las sociedades cotizadas, que son aquellas sociedades emisoras cuyos valores han sido admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores (art. 495 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio). Así, las sociedades cotizadas se presentan como un subtipo de las sociedades anónimas abiertas dotadas de un estatuto jurídico característico. La razón de ser de tal circunstancia se debe a que están permanentemente sometidos a la normativa societaria y además a la mobiliaria.

De esta forma, las sociedades cotizadas quedan vinculadas en el marco normativo del mercado de valores a un conjunto de deberes que fundamentalmente permiten ser calificados como de transparencia. La razón de ser de tal circunstancia se debe a que las sociedades cotizadas comprometen diariamente el ahorro de miles de pequeños y medianos inversores en la negociación de los valores que emiten y están admitidos en un mercado regulado, obteniendo con ello un cauce privilegiado de financiación con cargo a sus recursos propios (acciones) o ajenos (obligaciones), por lo que es justo que ofrezcan al mercado de valores una mayor transparencia.

Así, fundamentalmente, se les somete a unas obligaciones típicas en cuanto a su información financiera relacionada con el régimen de sus acciones, relativa a su situación contable, financiera y política, así como en sus normas de conducta.

1. Relacionadas con el régimen de sus acciones

La política de transparencia que desde la normativa reguladora del mercado de valores se proyecta sobre las sociedades cotizadas incide en primer término en el régimen de sus acciones. Efectivamente, derivado de la observancia de éste, se advierten una serie de exigencias en las que la disciplina informativa resulta empleada de un distinto modo, forma y alcance, como mecanismo jurídico a través del cual los inversores pueden formularse un juicio fundado de la inversión o desinversión que se les propone de forma permanente mediante la cotización de sus acciones. Así pues:

- 1.º Se contempla, en el ámbito de la exigencia por el que las acciones y las obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial de valores tengan que estar representadas necesariamente por anotaciones en cuenta, el uso de medios informativos como vía óptima para la tutela del inversor. En primer término, a efectos de dar difusión y permitir el conocimiento público de la anulación de los títulos en que anteriormente quedaban representados (art. 496.2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio). Y, en segundo lugar, con la pretensión de conocer la identidad de los accionistas, dado que la Sociedad de Sistemas estará obligada a comunicar a la sociedad cotizada los datos necesarios para la identificación de los accionistas (art. 497 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio).
- 2.º Se establece en el ámbito del requerimiento por el que los valores tendrán que ser libremente transmisibles a efectos de compatibilidad con un mercado de compraventa ágil, como son los mercados regulados, la utilización del recurso informativo como

vía óptima para la tutela del inversor. Efectivamente, esta circunstancia se contempla dado que si bien, cuando desde el art. 9.4 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, se viene a precisar la mención sobre qué ha de entenderse por valores libremente transmisibles, estimándose como tales aquellos que no contemplen restricciones en los estatutos del emisor o en el acuerdo de emisión de los valores, para el caso de que se tratase de valores parcialmente desembolsados, se establece que es la tenencia de la información necesaria por el inversor para que su negociación se realice de una forma transparente el criterio que, a juicio de la CNMV, deberá ser empleado para que se entienda que la transmisibilidad de dichos valores no se encuentra restringida.

- 3.º En el ámbito de la regulación de la oferta pública que se ocasione como consecuencia de los aumentos de capital que se produzcan en la sociedad cotizada y por el que se produce la sujeción al deber preceptuado en el art. 309 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la facultad de poder inscribir el acuerdo de ampliación de capital en el Registro Mercantil con anterioridad a su ejecución, también se procede al requerimiento de unas exigencias establecidas desde el ámbito del mercado de valores, en las que se viene a contemplar la utilización de mecanismos de difusión y recepción de información como vía óptima para la tutela del inversor. Estos son: la obligación de tener que publicar un folleto informativo (arts. 30 bis.1 LMV, 40 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y Orden EHA 3537/2005, de 10 de noviembre), así como la exigencia de tener que cumplir con los requisitos de información establecidos en el capítulo III del título I del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y relativos a la aportación y registro, a la CNMV, tanto de los documentos que acrediten la sujeción de la sociedad cotizada y de sus valores al régimen jurídico que les resulta de aplicación como de sus cuentas anuales.

Pero, al aproximarnos nuevamente al folleto informativo como documento que pretende cumplir eficazmente con la función de tutela del inversor al contener las características esenciales de la oferta irrevocable del contrato, se plantea como necesario analizar si las exigencias legales que atienden a su regulación le vienen a reportar conjuntamente un adecuado sistema de responsabilidad frente al público inversor.

Así pues, hay que poner de manifiesto que en nuestro sistema se encuentra establecido un principio de responsabilidad derivada del folleto informativo⁽⁵⁰⁾ que, en el intento de que el patrimonio del inversor retorne a una situación lo más cercana posible a la existente en ausencia de acto ilícito, viene a establecer que los oferentes, así como los administradores en los términos que establezca la legislación mercantil que resulte aplicable, estarán obligados a indemnizar a las personas que hayan adquirido de buena fe los valores a los que se refiere el folleto durante su período de vigencia por los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado como consecuencia de cualquier información incluida en el folleto que sea falsa, o por la omisión en el folleto de cualquier dato (arts. 33.1 y 36 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre). Además, también se viene a indicar la excepción de la responsabilidad de los daños y perjuicios causados por la falsedad en cualquier información contenida en el folleto, o por una omisión de cualquier dato relevante en el caso en el que se probase que, en el momento en el que

(50) *Vid.* arts. 27 y 28 LMV, y 17.c), 32, 33, 36 y 37 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

el folleto fue publicado, el oferente actuó con la debida diligencia para asegurarse de que la información contenida en el folleto era verdadera, o que los datos relevantes cuya omisión causó la pérdida fueron correctamente omitidos (art. 37 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre).

Ahora bien, el recurso a tal mecanismo no asegura el éxito de la reivindicación, en tanto que si bien permite plantear la reclamación de las pérdidas íntegras experimentadas, incluyendo así, junto al daño emergente, la restitución del lucro cesante, cuando el legislador procede a su articulación expresa en torno al folleto informativo no resuelve las importantes dificultades que se plantean en torno a la prueba del daño, que hacen que en unos casos prevalezca el hecho de que será normalmente muy difícil la efectividad de la función de reintegración patrimonial para el perjudicado concreto, y que en otras ocasiones origina que la escasa entidad del daño desanime a suscitarse controversias judiciales de incierto resultado. Así pues, y de una forma acorde con el especial régimen de protección del inversor que tal sector del mercado financiero configura, se hace oportuno, pues, si lo que se pretende es seguir el camino de la causalidad, que la prueba del inversor perjudicado deba ser más específica. De esta forma, será preciso indagar sobre la relevancia causal de aquellas circunstancias que determinen la frustración de la confianza del inversor, y que, de tal modo, permitan presumir razonablemente que no ha existido relación entre el dato falso u omitido con la decisión inversora a efectos de que se pueda construir toda una serie de presunciones de causalidad referidas al parámetro del inversor medio y que se subdividan en diferentes clases en función al tipo de circunstancia concurrente, bien porque se refieran a situaciones en las que dicho dato no hubiese sido conocido por el inversor, o bien porque aludan a contextos en los que la información suministrada no tuviese la suficiente magnitud como para haber constituido la base de la decisión inversora errónea.

Además, de esta forma, y sin perjuicio de que el oferente pudiese también en el ámbito de la responsabilidad precontractual o derivada de los tratos preliminares asumir responsabilidades de la misma naturaleza civil, al amparo del art. 1902 Cc por los eventuales daños y perjuicios que sufriera el inversor como consecuencia de defectos de carácter informativo manifestados en el folleto, se pone de manifiesto que la normativa reguladora de la responsabilidad derivada del contenido del folleto se establece en el ámbito de la responsabilidad contractual, poniéndose así de manifiesto no ya desde la normativa general⁽⁵¹⁾, sino ahora de un modo expreso para el supuesto concreto, la consideración del folleto como una verdadera oferta comercial vinculante en donde se contienen todos los elementos esenciales del contrato.

Pero, además de lo anterior, hay que tener en cuenta que desde el mercado de valores también se establecen instrumentos distintos de los privatistas para realizar la función de prevención de los actos ilícitos. Efectivamente, este procedimiento se establece mediante el recurso a instrumentos de control público y, en su caso, a sanciones administrativas. De esta forma, es por lo que se viene a establecer que el folleto tenga

(51) Efectivamente, desde el ámbito general, tal oferta del contrato integra el contenido del mismo tanto si el cliente es un consumidor, en función del art. 61 de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, como si no lo es en base al recurso de la buena fe contractual que tiene que presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc y 57 Cco).

que ser objeto de control administrativo por la CNMV⁽⁵²⁾, así como que se venga a reconocer responsabilidades de naturaleza administrativa para los oferentes, así para quienes detentan cargos de administración o dirección en aquellas cuando cometiesen infracciones derivadas del incumplimiento del deber de publicar el folleto que resulten tipificadas en la LMV⁽⁵³⁾.

- 4.º En el marco del régimen de autocartera de las sociedades cotizadas, y conjuntamente a las especialidades previstas desde el ámbito societario referentes a la reducción del límite cuantitativo de adquisición por la sociedad de sus propias acciones o de las de la dominante establecido en el art. 509 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, también desde la normativa mobiliaria se vienen a incorporar otras particularidades. Ahora bien, tales requerimientos vuelven a basarse en la disciplina informativa a efectos de transmitir al mercado transparencia y, de tal forma, con la finalidad de reportar seguridad jurídica al inversor al permitirle conocer los negocios que hubiese efectuado la sociedad cotizada sobre sus propias acciones y con ello ver incrementado su grado de confianza en la inversión que proyecta realizar. Así pues, es por lo que se le viene a exigir a la sociedad cotizada un régimen de comunicación a la CNMV de la proporción de derechos de voto que quede en su poder, cuando adquieran acciones propias que atribuyan derechos de voto, en un solo acto o por actos sucesivos, bien por sí mismas, a través de una entidad controlada o por persona interpuesta, y dicha adquisición alcance o supere el 1% de los derechos de voto. La sociedad cotizada dispondrá para efectuar tal comunicación de un plazo máximo de cuatro días de negociación desde que se produjo dicha adquisición. Además, el contenido de esta información, que deberá ser remitido obligatoriamente por vía telemática a la CNMV, tendrá carácter público, en tanto que tal órgano rector del mercado de valores empleará como medio de recepción de la información un registro oficial al que el público tendrá libre acceso.

Igualmente, tales exigencias informativas contemplan, a efectos de tutela frente al público inversor de la presencia de una responsabilidad de carácter netamente administrativo por razón de la imposición de una sanción de tal naturaleza ante la falta

(52) Efectivamente, la aprobación del folleto como mecanismo previo y necesario para su posterior publicación es un acto expreso de la CNMV (arts. 30 bis.2 LMV y 24 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre), resultante del análisis realizado, por el que ésta concluye, sin que ello en ningún caso implique un juicio sobre la calidad del emisor o los valores, que el folleto es completo, comprensible y que contiene información coherente.

Esta decisión de la entidad supervisora del mercado de valores relativa a la aprobación del folleto deberá ser dada —y sin perjuicio de que se puedan establecer plazos inferiores— dentro del periodo máximo de 10 días hábiles desde la presentación del proyecto de folleto. No obstante, el plazo máximo mencionado para la aprobación del folleto será de 20 días hábiles si la oferta pública se refiere a valores emitidos por un emisor que no tiene ningún valor admitido a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea y que no ha ofrecido previamente valores al público [art. 40.1.b) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre].

La falta de resolución expresa de la CNMV, en el plazo establecido, tendrá carácter desestimatorio.

Además, en el caso de que la CNMV considere que el folleto presentado es incompleto, deberá notificar la información adicional que se precise a la persona que solicite la oferta pública. En este caso, el plazo para resolver se interrumpirá desde que la CNMV efectúe la solicitud y hasta que le sea remitida tal información.

Por último, también hay que tener en cuenta que cuando le corresponda a la CNMV la aprobación del folleto por ser España el Estado miembro de origen, ésta podrá trasladar esta competencia a la autoridad competente de otro Estado miembro de la Unión Europea, siempre que cuente con el acuerdo de ésta.

(53) *Vid.* arts. 99.m) y n, 100.b), ll), y m) LMV.

de cumplimiento de tales deberes informativos, que resulta contemplada desde el art. 99.p) LMV.

- 5.º En el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante OPAs), contemplado en el título IV del capítulo V de la LMV, así como en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, aplicable a las sociedades cotizadas cuando se alcanzase su control tanto de forma directa como sobrevenida, en las ofertas que realizasen para la exclusión de los valores de cotización, en el caso de que desearan reducir el capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su posterior amortización, así como cuando una persona quisiese adquirir un paquete grande de sus acciones apelando a todo el capital o a parte del mismo, se advierte que en la normativa prevista para garantizar que las ofertas públicas de adquisición se lleven a cabo con total seguridad jurídica ocupa un lugar preferente el recurso a la disciplina informativa concebido como deber a efectos de permitir el conocimiento y difusión de hechos y en aras de procurar una adecuada tutela al inversor.

Efectivamente, el procedimiento a seguir en una OPA, que viene regulado en todas sus fases por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, comienza con el anuncio de la intención (cuando es voluntaria), o de la obligación (en caso contrario) de presentar una oferta pública. Este anuncio ha de hacerse tan pronto como se decida formular una oferta o tan pronto como se den los supuestos de hecho que exigen la formulación de una oferta obligatoria. El oferente deberá hacer pública y difundir esa decisión en los términos establecidos en el artículo 82 de la LMV (art. 16.1 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio). Una vez anunciada la decisión de formular una OPA, se han de presentar a la CNMV tres tipos de documentos: una solicitud de autorización, un folleto informativo y una documentación adicional. Tales documentos deberán cumplir un requisito jurídico formal, esto es, que resulten suscritos por persona con poder para obligar al oferente, y un requisito sustancial, es decir, para posibilitar un juicio fundado del potencial aceptante sobre la desinversión que se les está proponiendo.

En particular el folleto informativo deberá estar suscrito en todas sus hojas por persona con representación suficiente, y su redacción se tendrá que procurar de tal manera que resulte fácil el análisis y comprensión de su contenido (art. 18.1 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio). En cuanto a su contenido, y sin perjuicio de la diversidad que plantea, dado que éste varía en función del tipo de OPA que se formule, todo folleto ha de ajustarse a un esquema inicial que presenta una clara distribución referente a los elementos subjetivos de la oferta, a los elementos objetivos de la misma, a los elementos formales, así como a otras informaciones que afectan a la finalidad que persigue el oferente al formular una OPA. Asimismo, la CNMV podrá exigir al oferente que incluya en el folleto información adicional (art. 18.1 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio).

La CNMV, tras examinar el folleto y la documentación adicional, autorizará o denegará la OPA. Si dicho acuerdo autoriza la formulación de la OPA, el oferente habrá de proceder a la difusión pública y general de la OPA, en los cinco días hábiles siguientes a la notificación por la CNMV. A tal efecto, habrá de adoptar medidas de publicidad activa a través de anuncios publicados en el «Boletín de Cotización» de las Bolsas de Valores donde los valores afectados estén admitidos a negociación, y en todas ellas si

están integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil Español, y, como mínimo, en un periódico de difusión nacional. Igualmente, también adoptará medidas de publicidad pasiva mediante la puesta a disposición de los interesados de ejemplares del folleto. La CNMV publicará en su página web, a su elección, bien todos los folletos aprobados en los 12 meses anteriores, bien la lista de tales folletos, incluyendo, si procede, un enlace de hipertexto con el folleto publicado en la página web del oferente o del mercado (art. 22 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio).

Así pues, la difusión de la información se produce con la finalidad de informar al mercado y, en particular, a todos los accionistas de la sociedad objeto de la oferta. En todo este proceso los trabajadores del oferente y de la sociedad objeto de la oferta han de estar adecuadamente informados. El oferente debe conceder un determinado plazo a los accionistas para que acepten la oferta, si así lo desean. Antes de que finalice ese plazo de aceptación se exige que el consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta publique un informe con su opinión sobre ella. Además, el capítulo VI del comentado Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, desarrolla lo ya dispuesto en la LMV, respecto al deber de pasividad obligatorio del consejo de administración de la sociedad afectada y respecto al régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas. Para el primero de los casos se relacionan medidas concretas que han de obtener la autorización de la junta general. Para los dos supuestos señalados se establecen las cautelas necesarias para que la junta general decida con pleno conocimiento sobre las propuestas que se les formulan.

Ahora bien, al aproximarnos de nuevo al folleto informativo como documento que pretende cumplir eficazmente con la función de tutela del inversor al contener las características esenciales de la oferta irrevocable del contrato⁽⁵⁴⁾, así como al tenerse que producir las declaraciones de aceptación de la oferta de acuerdo con lo señalado en el folleto (art. 34.1 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio), se plantea como necesario analizar si las exigencias legales que atienden a la regulación de este le vienen a reportar conjuntamente un adecuado sistema de responsabilidad frente al público inversor.

Así pues, hay que poner de manifiesto que para tal caso se posibilita aplicar un sistema de responsabilidad civil que permite que el patrimonio del inversor retorne a una situación lo más cercana posible a la existente en ausencia de acto ilícito en el ámbito de la responsabilidad precontractual o derivada de los tratos preliminares al amparo del art. 1902 Cc por los eventuales daños y perjuicios que sufriera el inversor como consecuencia de defectos de carácter informativo manifestados en el folleto; pero además desde el ámbito de la responsabilidad contractual, y ello no ya sólo desde la normativa general⁽⁵⁵⁾ sino también de un modo expreso para el supuesto concreto, dada la con-

(54) Si bien desde el art. 30.1 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, se viene a indicar expresamente que las OPA serán irrevocables desde su anuncio público, hay que tener en cuenta que desde el capítulo VII del mismo ámbito normativo se vienen a contemplar aquellos supuestos en los que las ofertas voluntarias podrán someterse al cumplimiento de determinadas condiciones. Así pues se permitirá que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos en los casos y forma previstos en los arts. 31, 32 y 33 del Real decreto 1066/2007, de 27 de julio, respectivamente.

(55) Efectivamente, desde el ámbito general, tal oferta del contrato integra el contenido del mismo tanto si el cliente es un consumidor en función del art. 61 de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios,

sideración que detenta el folleto de ser una verdadera oferta vinculante en donde se contienen todos los elementos esenciales del contrato.

Ahora bien, el recurso a tal acción civil como medida dirigida a la protección del inversor no asegura el éxito de la reivindicación, en tanto que si bien permite plantear la reclamación de las pérdidas íntegras experimentadas, incluyendo así junto al daño emergente la restitución del lucro cesante, plantea dificultades para probar la relación de causalidad por la que el inversor perjudicado no se habría visto inducido a adquirir si hubiese conocido el comportamiento doloso o culposo de los oferentes en la difusión de las informaciones inexactas, falsas o erróneas, lo que viene a originar que la escasa entidad del daño desanime a suscitar controversias judiciales de incierto resultado.

Pero, además de lo anterior, hay que tener en cuenta que desde el mercado de valores también se establecen instrumentos distintos de los privatistas para realizar la función de prevención de los actos ilícitos. Efectivamente, este procedimiento se establece mediante el recurso a sanciones de carácter administrativo. De esta forma es por lo que se vienen a reconocer responsabilidades de naturaleza administrativa para los oferentes; así, para quienes detenten cargos de administración o dirección en aquellas cuando cometiesen infracciones derivadas de la falta de publicación o de remisión a la CNMV, de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquella como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una OPA, así como provenientes de la publicación o el suministro de información o documentación relativas a una OPV [art. 99.r) LMV]. Además, junto a esta normativa sancionadora, la LMV también prevé unas medidas sancionadoras peculiares consistentes en la suspensión de los derechos políticos de las acciones adquiridas en contravención de la obligación de formular una OPA, en aras de pretenderse con ello paralizar los efectos políticos de la adquisición de acciones, neutralizando la contravención e impidiendo que resulte política o corporativamente rentable (art. 60.3 LMV).

2. Procedentes del régimen de transparencia contable, financiero y político

Dado que la principal consecuencia de la admisión a negociación en un mercado secundario oficial de valores consiste en que, cada día, miles de ahorradores pueden adoptar decisiones de inversión y desinversión en dichas acciones, como contraprestación a la facilidad de financiación que ello reporta, se les viene a exigir desde su condición de sociedades cotizadas, y a través de la normativa reguladora del mercado de valores, unos deberes informativos. Esto se debe a que la divulgación de información exacta, completa y puntual sobre tales sociedades fomenta la confianza continua del inversor y permite una evaluación informada de su rendimiento y sus activos. Con ello mejora la protección de los inversores y aumenta la eficiencia del mercado. Tales cometidos de carácter informativo se proyectan sobre las sociedades cotizadas en los siguientes aspectos:

como si no lo es en base al recurso de la buena fe contractual que tiene que presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc y 57 Cco).

- 1.º Tendrán que cumplir con unas obligaciones de transparencia contable por las que deberán someter a auditoría de cuentas sus cuentas anuales (art. 35.1 LMV). Además, este informe de auditoría tendrá la consideración de información pública, dado que junto al informe financiero anual y el informe de gestión revisados por el auditor con el alcance definido en el art. 268 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, tendrán que hacerse públicos no sólo por la propia sociedad, sino también a través de las Sociedades Rectoras de la bolsa y de la propia CNMV.
- 2.º Deberán observar un régimen de información financiera periódica y que, dentro de las denominadas como información regulada, queda compuesto, por una parte, por la exigencia de información pública que tendrán que anunciar y difundir al mercado con carácter periódico a través del informe financiero anual, los informes semestrales, así como mediante las declaraciones intermedias de gestión o informes trimestrales en aras de pretenderse mantener actualizada la información financiera disponible por el público inversor respecto de las sociedades cotizadas al constatar que el régimen de elaboración, depósito y publicidad anual de las cuentas de las sociedades anónimas en general resulta insuficiente cuando se trata de tomar decisiones de inversión y desinversión continuadas.

Por ello las sociedades cotizadas deberán remitir a la CNMV, para su incorporación al registro oficial regulado en el art. 92 LMV:

- En primer término, y conforme al art. 35.1 LMV, el informe financiero anual que comprenderá las cuentas anuales y el informe de gestión individuales de la entidad, así como, en su caso, de su grupo consolidado revisados por el auditor, con el alcance definido en el art. 268 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, además de las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido, que deberán ser firmadas por los administradores y cuyos nombres y cargos se indicarán claramente, en el sentido de que, hasta donde alcanza su conocimiento, las cuentas anuales elaboradas con arreglo a los principios de contabilidad aplicables ofrecen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la sociedad cotizada y de las empresas comprendidas en la consolidación tomados en su conjunto, y que el informe de gestión incluye un análisis fiel de la evolución y los resultados empresariales y de la posición de tal sociedad y de las empresas comprendidas en la consolidación tomadas en su conjunto, junto con la descripción de los principales riesgos e incertidumbres a que se enfrentan.
- En segundo lugar, y en función con lo dispuesto en el art. 35.2 LMV, sendos informes financieros semestrales, uno relativo a los primeros seis meses del ejercicio, y otro referente a los doce meses del ejercicio y en el que se incorporarán las cuentas anuales resumidas y el informe de gestión intermedio individual de la sociedad cotizada, y, en su caso, de su grupo consolidado, así como las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido, que deberán ir firmadas por los administradores de tal sociedad, cuyos nombres y cargos se indicarán claramente, en el sentido de que, hasta donde alcanza su conocimiento, las cuentas anuales resumidas elaboradas con arreglo a los principios de contabilidad aplicables ofrecen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados del emisor, o de

las empresas comprendidas en la consolidación tomadas en su conjunto, y que el informe de gestión intermedio incluye un análisis fiel de la información exigida.

- En tercer lugar, y en base a lo establecido en los arts. 35.3 LMV y 19 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, dos declaraciones intermedias durante el primer y segundo semestre del ejercicio, respectivamente, que resultarán publicadas como máximo 45 días después de la fecha de finalización del primer y tercer trimestres, contendrán la información del periodo transcurrido entre el comienzo del ejercicio económico y la fecha de finalización de cada trimestre, e incluirán una explicación de los hechos y operaciones significativos que hayan tenido lugar durante el período correspondiente y su incidencia en la situación financiera de la sociedad cotizada y de sus empresas controladas, así como una descripción general de la situación financiera y de los resultados de la sociedad y sus empresas controladas durante el período correspondiente.
- 3.º Tendrán que respetar unas normas de transparencia política dirigidas a informar y difundir de manera continuada una información que permita conocer las estructuras de poder de la sociedad en la medida en que aquellas pueden influir esencialmente en los proyectos económicos de futuro de estas en los que los inversores participan o abandonan al comprar o vender sus acciones. Estas exigencias, que junto al régimen de información financiera periódica integran una categoría de información denominada como regulada, queda compuesta por la información relevante según el régimen de abuso del mercado, la identidad de los accionistas significativos, las operaciones de autocartera, así como la información periódica del art. 35 bis LMV, y otras dispuestas por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre.

Como consecuencia de tales circunstancias, las sociedades cotizadas estarán obligadas:

- En primer lugar, a hacer pública y difundir inmediatamente en sus páginas de Internet, así como a remitir a la CNMV, las comunicaciones de información relevante por vía telemática a través del servicio CIFRADO/CNMV, aprobado por acuerdo del Consejo de 15 de septiembre de 2006 de la CNMV, u otro similar que se establezca en pos de la consecución de un mercado de valores que ha de basarse en la transparencia de los emisores de los valores que en dicho mercado se negocian y que viene a representar la última expresión del tránsito desde el derecho subjetivo de información de todo accionista hacia el deber público informativo que la LMV impone a todo emisor de valores desde su art. 82.
- En segundo término, a hacer pública y difundir la información recibida tanto por los accionistas que no tienen la condición de consejeros, y que están obligados a notificar las operaciones por las que se les atribuyen derechos de voto en las sociedades cotizadas en función de la proporción de queda en su poder, como por los que posean instrumentos financieros que conlleven el derecho a adquirir acciones ya emitidas que atribuyan derecho a voto, además de por los administradores de la sociedad en referencia a las notificaciones sobre operaciones relativas a acciones u otros instrumentos financieros ligados a acciones (art. 53. 6 LMV). Así pues, esta exigencia informativa parte del régimen de comunicación de participaciones

significativas⁽⁵⁶⁾ por el que la persona física o jurídica que adquiera o transmita de forma directa, a través de la sociedad dominante de grupo, o mediante persona interpuesta, acciones o instrumentos financieros ligados a acciones que atribuyan derechos de voto en una sociedad cotizada deberá notificar a la propia sociedad, así como a la CNMV, la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando, como resultado de dichas operaciones, esa proporción alcance, supere o se reduzca por debajo de los umbrales del 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 60%, 70%, 75%, 80% y 90%.

- En tercer lugar, a comunicar a la CNMV la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando adquiera acciones propias que atribuyan derechos de voto, en un solo acto o por actos sucesivos, bien por sí mismo, a través de una entidad controlada o por persona interpuesta, y dicha adquisición alcance o supere el 1% de los derechos de voto, disponiendo de un plazo máximo de cuatro días de negociación desde dicha adquisición para efectuar la comunicación (arts. 53 bis LMV y 40.1 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre).
- En cuarto lugar, a hacer público y comunicar a la CNMV todo cambio en los derechos inherentes a sus valores, así como la información sobre las nuevas emisiones de deuda (art. 35 bis.1 LMV). Además deberán comunicar a la CNMV, y al mercado donde estén admitidos a negociación sus valores, el proyecto de modificación del documento de constitución o sus estatutos sin demora, y en todo caso en la fecha de convocatoria de la junta general que deba votar la modificación o ser informada de la misma (art. 35 bis.3 LMV). Asimismo, los directivos de la sociedad cotizada tendrán que comunicar a la CNMV, directamente o a través de la sociedad, el otorgamiento a su favor de cualquier sistema de retribución que conlleve la entrega de acciones de la sociedad en la que ejercen su cargo o de derechos de opción sobre éstas, o cuya liquidación se halle vinculada a la evolución del precio de esas acciones, así como las eventuales modificaciones ulteriores de estos sistemas de retribución (art. 47 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre). Y por último, y en el mismo sentido, las sociedades cotizadas deberán cumplir las obligaciones de información a las que las somete el art. 528 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por cualquier medio técnico, informático o telemático, sin perjuicio de los derechos que corresponden a los accionistas, de acuerdo con la legislación aplicable, para solicitar la información en forma impresa, así como deberán disponer de una página web para atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información, y para difundir la información relevante, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 82 de la LMV (arts. 35 bis.3 y 45 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre).
- En quinto lugar, a comunicar a la CNMV el reglamento de normas de régimen interno y funcionamiento del consejo de administración (art. 157.2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio).
- En sexto lugar, a comunicar a la CNMV el reglamento específico para la junta general, en donde se contemplarán todas aquellas materia que atañen a esta con

(56) *Vid.* los modelos de notificación establecidos por la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, en sus anexos 1 a 8.

respecto a las materias reguladas en la Ley y en los estatutos (art. 513 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio).

- En séptimo lugar, a comunicar a la CNMV, de forma inmediata, la celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones (art. 519 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio). Esta circunstancia, por la que la celebración, modificación o prórroga de los pactos parasociales requerirá, como condición de eficacia, su publicación, comunicación y depósito, y no producirá de otra forma efecto alguno, se da a efectos de que los mercados estén al corriente de los pactos parasociales.

- En octavo lugar, a hacer público mediante la página web de la sociedad cotizada con la calificación de hecho relevante y previa comunicación por vía telemática a través del sistema CIFRADOC/CNMV, u otro similar, que, en su caso, establezca la CNMV, a esta, del informe anual de gobierno corporativo en el que se vendrá a recoger una información completa y razonada sobre las estructuras y prácticas de gobierno que permita conocer los datos relativos a los procesos de toma de decisiones y todos los demás que revelen aspectos importantes del gobierno societario, con objeto de que el mercado, los inversores y los accionistas puedan hacerse una imagen fiel y un juicio fundado de la sociedad. A estos efectos, el informe anual de gobierno corporativo contendrá una información reglada que no omita datos relevantes ni incluya informaciones que puedan inducir a error, recayendo la responsabilidad sobre su elaboración y contenido al órgano de administración de la sociedad. Para ello, deberá estar redactado en un lenguaje claro y preciso, de forma que no dé lugar a la formación de un juicio erróneo entre sus destinatarios, realizándose las comprobaciones necesarias y adoptándose todas las medidas oportunas para asegurarse su veracidad, y tendrá como contenido mínimo el relativo a la indicación de la estructura de la propiedad de la sociedad, la estructura de la administración de esta, las operaciones vinculadas y de intragrupo, los sistemas de control del riesgo, el funcionamiento de la junta general y el desarrollo de las sesiones de la junta, así como el grado de seguimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno, o en su caso la explicación de su falta de seguimiento, y todo ello conforme al modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, recogido en el anexo I de la Circular 4/2007, de 27 de diciembre, de la CNMV, que deberá cumplimentarse además de conformidad con las instrucciones que figuran en él.

Finalmente, también es necesario precisar que en tales exigencias informativas se vienen a contemplar con claridad a efectos de tutela frente al público inversor de la presencia de una responsabilidad de carácter netamente administrativo por razón de la imposición de una sanción de tal naturaleza ante la falta de cumplimiento de tales deberes informativos.

Efectivamente, nuestra LMV, básicamente, procede a imponer sanciones administrativas a las sociedades cotizadas, así como a quienes ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección en ellas como consecuencia de subsumir la conducta infractora de tales deberes informativos en alguno de los tipos de infracciones muy graves,

graves y leves establecidas en los arts. 99⁽⁵⁷⁾, 100⁽⁵⁸⁾ y 101 LMV⁽⁶¹⁾, respectivamente.

(57) Constituyen infracciones muy graves de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el art. 95 de la LMV, los siguientes actos u omisiones:

a) El incumplimiento por parte de las entidades a las que se refieren los arts. 35 y 86 LMV, de la obligación de someter sus cuentas anuales e informes de gestión individuales y consolidados a la revisión definida en el art. 35.1 por parte del auditor de cuentas; el incumplimiento de las obligaciones de remisión de la información regulada prevista en el art. 35, cuando exista un interés de ocultación o negligencia grave atendiendo a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora en que se hubiese incurrido, así como el suministro a la CNMV, de la información financiera regulada con datos inexactos o no veraces, o de información engañosa o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes.

b) La realización de ofertas públicas de venta o suscripción o la admisión a negociación sin cumplir los requisitos de los arts. 25.3 y 4, 26.1, 30 bis o 32, la colocación de la emisión sin atenerse a las condiciones básicas establecidas en el folleto, en caso de que deba elaborarse dicho documento, o la omisión de datos relevantes o la inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño en dicho documento, cuando, en todos estos supuestos, la cuantía de la oferta o de la admisión, o el número de inversores afectados, sean significativos.

c) La inobservancia del deber de información previsto en el art. 35 bis LMV, cuando exista un interés de ocultación o negligencia grave, atendiendo a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora en que se hubiese incurrido.

d) El incumplimiento de la obligación de presentar una oferta pública de adquisición de valores; su presentación fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales que impidan a la CNMV tenerla por presentada o autorizarla; o la realización de la oferta pública sin la debida autorización.

e) La falta de publicación o de remisión a la CNMV de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquélla, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una OPA, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.

f) La publicación o el suministro de información o documentación relativas a una OPA, con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.

g) La negativa o resistencia a la actuación supervisora o inspectora de la CNMV, por parte de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el art. 84 de la Ley, siempre que medie requerimiento expreso y por escrito al respecto.

h) Las infracciones graves cuando durante los cinco años anteriores a su comisión hubiera sido impuesta al infractor sanción por el mismo tipo de infracción.

(58) Constituyen infracciones graves de las personas físicas y jurídicas a que se refiere el art. 95 LMV los siguientes actos u omisiones:

a) La falta de remisión en plazo a la CNMV de cuantos documentos o informaciones deban remitírsele o ésta requiera en el ejercicio de sus funciones, siempre que la citada Comisión hubiera recordado por escrito la obligación o reiterado el requerimiento.

b) La falta de elaboración o de publicación del informe anual de gobierno corporativo a que se refiere el art. 116 LMV, o la existencia en dicho informe de omisiones o datos falsos o engañosos.

c) La falta de comunicación de informaciones a los organismos rectores de los mercados secundarios, oficiales o no, o a la CNMV, en los casos en que dicha comunicación sea preceptiva con arreglo a la LMV, así como el incumplimiento de las obligaciones de difusión y disposición pública de información contenida en los arts. 35 y 35 bis LMV, cuando no constituya infracción muy grave conforme al art. 99 LMV.

d) La realización de OPV, o suscripción o la admisión a negociación sin cumplir los requisitos de los arts. 25.3 y 4, 26.1, 30 bis o 32 LMV, la colocación de la emisión sin atenerse a las condiciones básicas establecidas en el folleto, en caso de que deba elaborarse dicho documento, o la omisión de datos relevantes o la inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño en dicho documento, cuando, en todos estos supuestos, no se considere infracción muy grave de acuerdo con lo dispuesto en el Art. 99 LMV

e) La inexistencia de la página web prevista en el apartado 2 del art. 117 y en el apartado 5 del art. 82 LMV, o la falta de la información señalada en dichos artículos o en sus normas de desarrollo.

f) Las infracciones leves cuando durante los dos años anteriores a su comisión el infractor haya sido objeto de sanción por el mismo tipo de infracción.

g) La infracción de las normas de conducta establecidas en el Título VII LMV, o en las disposiciones dictadas en su desarrollo, cuando no constituyan infracción muy grave, con arreglo a lo previsto en el art. 99 LMV.

3. Derivadas de la aplicación de normas de conducta

A las sociedades cotizadas también les resulta de aplicación un conjunto de normas que, procedentes del mercado de valores, quedan identificadas por su ubicación en torno a un ámbito general de confianza pública sobre el debido comportamiento en el mercado con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección.

En este caso, la técnica legislativa de tutela que se adopta viene a configurarse a través de dos mecanismos. Estos son, en primer término, una normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y en segundo lugar una disciplina interna que faculta la presencia de normas autorreguladoras.

En efecto, como consecuencia en primer término de tal circunstancia, a las sociedades cotizadas les resulta de aplicación unas normas de conducta compuestas por normas legales que les imponen los siguientes deberes:

1.º Cuando se dispusiera de información privilegiada, entendiéndose por tal toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la LMV, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación, se tendrá en función de lo preceptuado en los arts. 81 LMV y 1 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, así como en la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la CNMV, la obligación de salvaguardarla adoptando las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal. Pero además, ante la tenencia de tal información también se requerirá la prohibición de abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las siguientes conductas:

- Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera.

h) El incumplimiento por las entidades emisoras con valores admitidos a negociación en los mercados secundarios de valores de sus obligaciones respecto del sistema de registro de dichos valores.

i) La falta de publicación o de remisión a la CNMV de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquélla, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una OPA, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando no sea infracción muy grave de acuerdo con lo dispuesto en el art. 99 LMV.

j) La publicación o el suministro de información o documentación relativas a una OPA, con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando no fuera infracción muy grave de acuerdo con lo dispuesto en el art. 99 LMV.

k) La falta de inclusión en el informe de gestión de las sociedades cotizadas de la información exigida por el art. 116.bis LMV o la existencia de omisiones o datos falsos o engañosos.

(59) Constituyen infracciones leves de las entidades y personas a que se refiere el art. 95 LMV aquellas infracciones de preceptos de obligada observancia comprendidos en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores que no constituyan infracción grave o muy grave conforme a lo dispuesto en los arts. 99 y 100 LMV.

- Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.
 - Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.
- 2.º Hacer público y difundir inmediatamente al mercado toda información relevante (art. 82 LMV).
- 3.º Durante las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera que pueda influir de manera apreciable en la cotización de los valores o instrumentos financieros afectados, tienen, en función de lo establecido en el art. 83 bis.1 LMV, la obligación de:
- Limitar el conocimiento de la información estrictamente a aquellas personas, internas o externas a la organización, a las que sea imprescindible. Además, para asegurar la confidencialidad de esa información la sociedad tendrá que controlar el acceso a ésta y, en particular, deberán adoptar las medidas necesarias para negar el acceso a esa información a personas que no sean los que deban tenerla en el ejercicio de sus funciones, garantizar que las personas que tengan acceso a esa información conozcan las obligaciones legales que implica y sean conscientes de las sanciones relacionadas con el uso inadecuado o impropio de dicha información, así como difundir inmediatamente la información en el caso de que la sociedad no pudiera garantizar la confidencialidad de la información relevante pertinente.
 - Llevar, para cada operación, un registro documental en el que consten los nombres de las personas a que se refiere el apartado anterior y la fecha en que cada una de ellas ha conocido la información.
 - Advertir expresamente a las personas incluidas en el registro del carácter de la información y de su deber de confidencialidad y de la prohibición de su uso, así como de las infracciones y sanciones derivadas de su utilización inadecuada. Asimismo, también deberá informar a los interesados acerca de su inclusión en el registro y de los demás extremos previstos en la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal.
 - Establecer medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información.
 - Vigilar la evolución en el mercado de los valores por ellos emitidos y las noticias que los difusores profesionales de información económica y los medios de divulgación emitan y les pudieran afectar.
 - En el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados y existan indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, difundir de inmediato un hecho relevante que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso o que contenga un avance de la información a suministrar, todo ello sin perjuicio de lo establecido en el art. 82.4 LMV

- 4.º Someter la realización de operaciones sobre sus propias acciones a medidas que eviten que las decisiones de inversión o desinversión puedan verse afectadas por el conocimiento de información privilegiada (art. 83 bis 2 LMV).
- 5.º Someter a los miembros de su órgano de administración y a los directivos a medidas que impidan el uso de información privilegiada sobre los valores emitidos por la propia sociedad u otras de su grupo (art. 83 bis 3 LMV).
- 6.º Sus administradores y directivos, así como las personas que tengan un vínculo estrecho con éstos, habrán de comunicar a la CNMV todas las operaciones realizadas sobre las acciones de las sociedades cotizadas (arts. 83 bis.4 LMV y 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, y Circular 2/2007, de 19 de diciembre).
- 7.º Abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios (arts. 83 ter LMV y 2 y 3 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre).

Pero además de todo lo anterior, y de tal forma en segundo lugar, también aquella técnica jurídica de tutela adoptada por las normas de conducta se configura desde la exigencia, a las sociedades cotizadas, de normas disciplinarias internas elaboradas por la propia sociedad. Esta circunstancia se refleja en el requerimiento establecido desde el art. 80.2 LMV, de tener que elaborar un reglamento interno de conducta que tendrán que remitir a la CNMV, y en el que deberán incorporar las previsiones contenidas en los arts. 82 y 83 bis LMV, así como en sus disposiciones de desarrollo, y todo ello junto a la exigencia de tener que remitir un compromiso por escrito que garantice la actualización de dichos reglamentos internos de conducta y que su contenido es conocido, comprendido y aceptado por todas las personas pertenecientes a la organización a los que resulte de aplicación.

Así las cosas, si consideramos que tal disciplina informativa desarrollada mediante normas de conducta no se limita a constituir una serie de principios éticos, sino que se trata de preceptos de obligatoria aplicación en aras de procurar la represión de los abusos del mercado, es necesario determinar si las exigencias legales que atienden a la regulación de aquellos le vienen a reportar conjuntamente de un adecuado sistema de responsabilidad frente al público inversor.

Así pues, se contempla cómo nuestra LMV, básicamente, procede a imponer sanciones administrativas a las sociedades cotizadas, así como a quienes ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección en ellas como consecuencia de estimar como conductas tipificadas las correlativas al incumplimiento de los deberes informativos expuestos en alguno de los tipos de infracciones muy graves, graves y leves establecidas en los arts. 99 ⁽⁶⁰⁾,

(60) Constituyen infracciones muy graves de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el art. 95 de la LMV, los siguientes actos u omisiones:

a) El incumplimiento de lo dispuesto en el art. 83 ter LMV, cuando produzca una alteración significativa de la cotización.

b) El incumplimiento, de la obligación establecida en el art. 82 LMV, cuando de ello se derive un perjuicio grave para el mercado, el incumplimiento de los requerimientos de la CNMV, formulados en virtud del art. 89 LMV, así como el suministro a la misma de datos inexactos o no veraces, o la aportación a la misma de información engañosa o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes.

c) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el art. 81.2 LMV, cuando el volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción sea relevante o el infractor haya tenido conocimiento de la información por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o

100 ⁽⁶¹⁾ y 101 LMV ⁽⁶²⁾ correlativamente.

Pero nada dicen estas disposiciones sancionatorias de una forma expresa en relación con la infracción de las normas disciplinarias contempladas en el reglamento interno de conducta. Así las cosas, se podría argumentar que tales disposiciones, al no poder ser denominadas como normas de ordenación y disciplina al no acoger directamente la noción contemplada por el art. 95.2 LMV, que las define como «*las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el art. 84.1 de esta Ley o a la actividad relacionada con el mercado de valores de las personas o entidades a que se refiere el n.º 2 del mismo y que sean de obligada observancia de las mismas*», no podría tampoco considerarse que con su incumplimiento se incurriese en una responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en el Capítulo II del Título VIII de la LMV. Ahora bien, dado que desde la LMV se exige que en tales normas disciplinarias se tendrá que proceder a concretar los preceptos contemplados en el Título VII LMV y en sus disposiciones de desarrollo, en cuanto su contenido sea una concreción de lo previsto en tales normas, sí que podrán considerarse como norma de ordenación y disciplina del mercado de valores,

control del emisor, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los arts. 83 y 83 bis de esta Ley.

d) El incumplimiento de la obligación de adoptar las medidas preventivas establecidas en los arts. 81.4, y 83 bis LMV, cuando dicho incumplimiento haya tenido lugar con ocasión de una concreta operación constitutiva de información privilegiada de acuerdo con lo previsto en el Art. 81 LMV

e) La realización de actos fraudulentos o la utilización de personas físicas o jurídicas interpuestas con la finalidad de conseguir un resultado cuya obtención directa implicaría, al menos, la comisión de una infracción grave, así como la intervención o realización de operaciones sobre valores que implique simulación de las transferencias de la titularidad de los mismos.

f) La negativa o resistencia a la actuación supervisora o inspectora de la CNMV, por parte de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el art. 84 de la Ley, siempre que medie requerimiento expreso y por escrito al respecto.

g) Las infracciones graves cuando durante los cinco años anteriores a su comisión hubiera sido impuesta al infractor sanción por el mismo tipo de infracción.

(61) Constituyen infracciones graves de las personas físicas y jurídicas a que se refiere el art. 95 LMV los siguientes actos u omisiones:

a) La falta de comunicación, depósito o publicación como hecho relevante a que se refiere el apartado 2 del art. 112 LMV.

b) La falta de remisión en plazo a la CNMV de cuantos documentos o informaciones deban remitírsele o ésta requiera en el ejercicio de sus funciones, siempre que la citada Comisión hubiera recordado por escrito la obligación o reiterado el requerimiento.

c) La inexistencia de la página web prevista en el apartado 2 del art. 117 y en el apartado 5 del art. 82 LMV, o la falta de la información señalada en dichos artículos o en sus normas de desarrollo.

d) Las infracciones leves cuando durante los dos años anteriores a su comisión el infractor haya sido objeto de sanción por el mismo tipo de infracción.

e) El incumplimiento de lo dispuesto en el apartado 1 del art. 81 LMV.

f) La infracción de las normas de conducta establecidas en el Título VII LMV, o en las disposiciones dictadas en su desarrollo, cuando no constituyan infracción muy grave, con arreglo a lo previsto en el art. 99 LMV.

g) El incumplimiento de lo dispuesto en el art. 83 ter LMV, cuando no constituya infracción muy grave conforme a lo dispuesto en el art. 99 LMV.

h) El incumplimiento de lo dispuesto en el apartado 2 del art. 81 LMV cuando no constituya infracción muy grave.

(62) Constituyen infracciones leves de las entidades y personas a que se refiere el art. 95 LMV aquellas infracciones de preceptos de obligada observancia comprendidos en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores que no constituyan infracción grave o muy grave conforme a lo dispuesto en los arts. 99 y 100 LMV.

y por consiguiente sí que se posibilitará de tal forma dar lugar a la imposición de las correspondientes sanciones administrativas a través del precepto contemplado en el art. 100.t) LMV, en el que se procede a tipificar la vulneración de las normas de conducta en un sentido general.

Con todo lo anterior, no por ello podemos considerar que esta categoría de responsabilidad de carácter netamente administrativo agote el sistema de responsabilidad, y ello puesto que en nuestro ordenamiento no se carece de otros mecanismos que también se estiman aplicables al supuesto⁽⁶³⁾.

En efecto, esta circunstancia se contempla ya que también se puede recurrir a mecanismos privatistas.

Es decir, el derivado del ejercicio de la acción de responsabilidad extracontractual al amparo del art. 1902 Cc, dado que la difusión de información falsa puede producir un resultado dañoso equivalente a la diferencia existente entre el precio de mercado de los valores y el que efectivamente correspondería a estos en él, por lo que se origina una relación de causalidad observada por la teoría de la equivalencia de las condiciones en la fórmula *conditio sine qua non*, y mediante la teoría de la condición ajustada a las leyes de la experiencia, ocasionándose así objetivamente una imputación del resultado dañoso a dicha conducta.

Pero además, el procedente del ejercicio de la acción de responsabilidad contractual. En efecto, si bien las normas de conducta no se podrán configurar como una normativa contractual, sino que más bien vienen a imponer obligaciones a las entidades que realicen actividades relacionadas con los mercados de valores por el específico régimen de ordenación y disciplina al que están sujetas por su condición de tales, denotan una incidencia en las relaciones individuales entre la sociedad cotizada y el cliente inversor de una forma indirecta tal que posibilita establecerlas como un mecanismo jurídico de protección en favor de este, en tanto que le permite reclamar el resarcimiento por los daños ocasionados por una falta de cumplimiento en sus exigencias de comportamiento, a través del ejercicio de una acción civil de responsabilidad contractual. Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas de conducta derivadas de valores y principios éticos ampliamente reconocidos devienen en vinculantes mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc, y 57 Cco), y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos, y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso su confianza en ella⁽⁶⁴⁾, determinando así que su práctica se torne inadmisibles, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

(63) En el caso de que la infracción estuviese vinculada al uso de información privilegiada, su utilización puede constituir de forma independiente a la administrativa una infracción de preceptos penales contemplados en los arts. 285 y 286 del Código Penal.

(64) En este sentido *vid.* las Sentencias del TS de 29-1-1965, 31-3-1982, 21-9-1987, 23-2-1988, 11-5-1988, 27-3-1991, 22-10-1992, 2-2-1996 y 9-10-1998.

V. CONCLUSIONES

La disciplina de la información entendida como el conjunto de deberes informativos instrumentados mediante mecanismos de recepción y difusión de información que permiten contemplarse desde la normativa reguladora del mercado de valores se trata de un cauce eficaz y adecuado para reportar seguridad jurídica al inversor que permite actuar como contrapeso a las especulaciones basadas en un flujo de información limitadas al estricto sector económico de la liquidez. dado que:

- 1.º Permite que el inversor pueda adoptar sus decisiones en el mercado con pleno conocimiento de causa.
- 2.º Utiliza para la divulgación de la información medios de difusión colectivos que permiten garantizar el adecuado acceso a esta por parte del inversor.
- 3.º Posibilita advertir con claridad frente al público inversor un sistema de responsabilidad que proporciona tanto una función de prevención de comportamientos ilícitos como de procura al sujeto perjudicado de una reintegración de la pérdida patrimonial sufrida en el intento de que su patrimonio retornase a una situación lo más cercana posible a la existente en ausencia de acto ilícito.

Efectivamente, en primer término se contempla cómo nuestra LMV, básicamente, procede a imponer sanciones administrativas como consecuencia de estimar como conductas tipificadas las correlativas al incumplimiento de los deberes informativos expuestos en alguno de los tipos de infracciones muy graves, graves y leves establecidas en los arts. 99, 100 y 101 LMV correlativamente.

Ahora bien, esta categoría de responsabilidad de carácter netamente administrativo no viene a agotar el sistema de responsabilidad, y ello puesto que en nuestro ordenamiento no se carece de otros mecanismos que también se estiman aplicables a tales supuestos.

En efecto, esta circunstancia se contempla ya que también se puede recurrir a mecanismos privatistas.

Es decir, el derivado del ejercicio de la acción de responsabilidad extracontractual al amparo del art. 1902 Cc, dado que la difusión de información falsa puede producir un resultado dañoso equivalente a la diferencia existente entre el precio de mercado de los valores y el que efectivamente correspondería a estos en él, por lo que se origina una relación de causalidad observada por la teoría de la equivalencia de las condiciones en la fórmula *conditio sine qua non*, y mediante la teoría de la condición ajustada a las leyes de la experiencia, que permite ocasionar así objetivamente una imputación del resultado dañoso a dicha conducta.

Pero además, el procedente del ejercicio de la acción de responsabilidad contractual. Ciertamente, si bien la disciplina informativa prevista por la normativa reguladora del mercado de valores no se puede configurar como una normativa contractual, sino que más bien viene a imponer obligaciones a las entidades que realicen actividades relacionadas con los mercados de valores por el específico régimen de ordenación y disciplina al que están sujetas por su condición de tales, denota una incidencia en las relaciones individuales entre los operadores en el mercado y el cliente inversor. Esta circunstancia no ya sólo se produce en aquellas comentadas exigencias de naturaleza informativa por

las que se le impone a las ofertas una serie de requisitos que permiten configurarlas en vinculantes. En efecto, esto se produce en tanto que también la disciplina informativa se puede establecer como un mecanismo jurídico de protección en favor del inversor, en tanto que le permite reclamar el resarcimiento por los daños ocasionados por una falta de cumplimiento de las exigencias de comportamiento, a través del ejercicio de una acción civil de responsabilidad contractual mediante otras vías.

Esto se produce porque el incumplimiento de estas exigencias informativas derivadas de valores y principios éticos ampliamente reconocidos devienen en vinculantes mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc, y 57 Cco), y porque, si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos, y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso su confianza en ella, y que entendemos que se encuentra vigorizada, para este caso, por la exigencia y necesidad de acatamiento de las normas previstas por las propias disposiciones de ordenación y disciplina operantes en el mercado de valores, vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinando, así, que su práctica se torne inadmisibles, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Pero además, en segundo término, también tal circunstancia se produce porque si bien la transparencia y la certeza de la posición jurídica del cliente al que se trata de atender mediante esta disciplina informativa no es un requisito esencial del contrato, su carencia sí que sería capaz de producir declaraciones viciadas de voluntad, por lo que se podría originar de tal forma la falta del primero de los requisitos esenciales del contrato contemplados en el art. 1261 Cc.

- 4.º Faculta que los propios agentes y observadores del mercado, los inversores e incluso los medios públicos de información ejerzan una efectiva vigilancia, sin cuya existencia los mayores esfuerzos supervisores de la CNMV servirían de poco.
- 5.º Abastece de una información a los mercados dotada de las características más deseables: fidedigna, suficiente, actualizada, continuada, obligatoria, pública e igual para todos, tal y como hoy puede quedar configurada en atención a la dicción de los arts. 17 y 20 del Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios.

EL DERECHO DE INFORMACIÓN EN LA LEY 22/2007, DE 11 DE JULIO, SOBRE COMERCIALIZACIÓN A DISTANCIA DE SERVICIOS FINANCIEROS DESTINADOS A LOS CONSUMIDORES^(*)

JOAQUÍN JOSÉ NOVAL LAMAS

Abogado

RESUMEN

El trabajo aborda el derecho de información de los consumidores en la contratación a distancia de servicios financieros. Este derecho de información se configura como uno de los pilares sobre los que descansa la protección que le brinda tanto la Directiva comunitaria que regula la materia como la ley española que la transpone. Se analiza el contenido de la información a facilitar, el momento en que ha de serlo, la forma en que ha de facilitarse la información al consumidor y, sobre todo, las consecuencias de no hacerlo. Respecto de este último aspecto, se destaca lo insatisfactorio de la principal consecuencia (invalidez del contrato), así como su relación con el derecho de desistimiento, al retrasar el inicio del cómputo del plazo para ejercer este último.

Palabras clave: Contratación bancaria, información contractual, consumidor, servicios financieros a distancia, derecho de desistimiento.

ABSTRACT

The paper addresses the right to information of consumers using contracts in distance for financial services. This right to information is configured as one of the pillars on which rests the protection provided by both the EU directive that regulates the matter as the Spanish law that transposes it. It analyzes the content of information to be provided, the time for do it, the way of giving information to consumer and, above all, the consequences of not doing so. On this last point it highlights the unsatisfactory consequence from the main result (invalidity of the contract) and its relation to the right of withdrawal, that is, to delay the start of computing the time period to exercise this right.

Key words: Banking contracts, contractual information, consumer, financial services at a distance, right of withdrawal.

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. EL DERECHO DE INFORMACIÓN.

1. Contenido de la información a facilitar al consumidor.

- 1.1. Normativa general de servicios financieros comercializados a distancia, contenida en el art. 7 de la LCDSF.

(*) El presente trabajo tiene su origen en el realizado, bajo la dirección del Prof. Dr. D. Agustín Madrid Parra, en el marco del Programa de Doctorado «Derecho de las Nuevas Tecnologías» (4.ª edición), Curso 2009-2010, del Área de Derecho Mercantil de la Universidad Pablo de Olavide, de Sevilla.

- 1.2. Normativa sectorial aplicable a los servicios financieros.
- 1.3. Información relativa a los servicios regulados por la Ley 16/2009, de Servicios de Pago.
- 2. Momento en que ha de facilitarse la información al consumidor.**
 - 2.1. Información precontractual.
 - 2.2. Comunicación de las condiciones de la contratación.
- 3. Forma en que ha de facilitarse al consumidor la información.**
- 4. Consecuencias del incumplimiento de las obligaciones de información.**
 - 4.1. Sanciones administrativas.
 - 4.2. No incorporación de las cláusulas que sean consideradas como condiciones generales de la contratación.
 - 4.3. Posible nulidad del contrato conforme a la normativa española.
 - 4.4. Desplazamiento del *dies a quo* para el cómputo del plazo de ejercicio del derecho de desistimiento.

BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

La Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores⁽¹⁾ (en adelante, LCDSF), tiene como objeto, tal y como se reconoce en su Preámbulo, completar la incorporación al Ordenamiento jurídico español de la Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. Directiva que vino a completar la regulación comunitaria de los contratos a distancia contenida en la Directiva 97/7/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 1997, sobre protección de los consumidores en materia de contratos a distancia⁽²⁾, cuyo texto final había excluido a los servicios financieros de su regulación⁽³⁾.

Debe tenerse en cuenta que esta incorporación fue tardía, pues se produjo tras el dictado de una Sentencia por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de fecha 19 de abril de

(1) BOE de 12 de julio de 2007.

(2) Sobre ambas Directivas, puede consultarse: SERRANO GIL DE ALBORNOZ, F.: «Directiva sobre ventas a distancia y propuesta de directiva relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores», en la obra colectiva *Derecho de Internet* (coord. MATEU DE ROS, R y CENDOYA MÉNDEZ DE VIGO, J.M.), Madrid, 2000, pp. 281-321; ANCOS FRANCO, H.: «La protección de los consumidores en la comercialización a distancia de servicios financieros: una perspectiva de Derecho Comunitario Europeo». *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 10, julio-diciembre 2001, pp. 627-644.

(3) Según ANCOS FRANCO, H., *op. cit.*, p. 630, fue en la segunda lectura ante el Parlamento Europeo el 15 de diciembre de 1995 cuando la enmienda que pretendía incluir los servicios financieros en el ámbito de la Directiva no alcanzó la mayoría necesaria. Se fundamentó esta exclusión en la creciente complejidad del sector financiero en Europa y la necesidad de un examen detenido de la verdadera extensión de la protección conferida por las Directivas ya vigentes, aunque en el fondo lo que latía era la presión de la industria financiera afectada.

2007, por la que se condenó a España por haber incumplido la obligación de transposición de la Directiva en el plazo establecido en ella⁽⁴⁾.

La Directiva, siguiendo la técnica empleada en los textos de consumo, desarrolla la protección al consumidor en los servicios financieros comercializados a distancia en varias direcciones⁽⁵⁾, entre las que destacan:

- a) Información precontractual, estableciendo la obligación del proveedor de informar antes de la celebración del contrato de una serie de aspectos (proveedor, servicio financiero a prestar, contrato a distancia y medios de recurso a disposición del consumidor) que permitan al consumidor colocarse en una situación no desfavorable a la hora de formar su consentimiento. La principal crítica a la Directiva en este concreto aspecto se centra en la no fijación de un plazo concreto de anticipación para facilitar la referida información, sino que se establece tan sólo que debe hacerse con la *debida antelación*.
- b) Obligaciones relacionadas con la documentación del contrato ya celebrado, que debe hacerse en soporte papel o en otro soporte duradero accesible al consumidor y puesto a su disposición antes de que se asuma cualquier obligación. Se recoge de este modo el principio de equivalencia funcional⁽⁶⁾, que equipara los efectos jurídicos de la documentación escrita y la emitida por medios electrónicos. Igual-

(4) En la Sentencia (as. C-141/06, Comisión/Reino de España) se recogen los antecedentes del incumplimiento: una vez transcurrido el plazo concedido en la Directiva para su transposición (9 de octubre de 2004), la Comisión incoó procedimiento de incumplimiento contra España, que concluyó mediante dictamen motivado de 13 de julio de 2005 en el que instaba a España a tomar las medidas necesarias para adecuarse al contenido del propio dictamen en el plazo de dos meses. Al no haberse cumplido el mismo (España alegó que la adaptación en materia de seguros estaba realizada y que en cuanto al resto del sistema financiero estaba en curso), finalmente la Comisión instó el procedimiento judicial ante el Tribunal de Justicia, que concluyó declarando el incumplimiento y condenando en costas al Reino de España.

(5) MUNAR BERNAT, P.A.: «La Directiva sobre contratos a distancia en materia de servicios financieros», en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*, coord. por Antonio Cabanillas Sánchez, vol. 2, 2002 (*Derecho civil, derecho de obligaciones*), p. 1193.

(6) El principio de equivalencia funcional es uno de los que se incorporan en la Convención de las Naciones Unidas sobre la utilización de las comunicaciones electrónicas en los contratos internacionales, adoptada por Resolución 60/21 de la Asamblea General el día 23 de noviembre de 2005, y supone la culminación de varios años de trabajo llevados a cabo en el seno de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI/UNCITRAL) para la elaboración de un tratado internacional que, una vez ratificado por el mayor número posible de Estados, suponga un paso adelante en la armonización y la unificación progresivas del Derecho mercantil internacional en general y de la regulación del comercio electrónico en particular.

La Convención incorpora un conjunto de principios generales, entre los que se encuentra el de equivalencia funcional —junto con los de autonomía de la voluntad, libertad de forma, no discriminación e inalterabilidad del Derecho preexistente— que tienen su origen, básicamente, en el acervo común del derecho contractual.

El principio de no discriminación se formula de manera negativa para indicar que no se negarán efectos jurídicos, validez o fuerza obligatoria a la información por el solo hecho de estar contenida en un mensaje de datos en vez de en papel. El principio de equivalencia funcional es un paso más al dársele redacción positiva: supone la atribución de efectos a una información que conste en un documento electrónico.

Se manifiesta respecto de tres elementos concretos: escrito, firma y original. Así, si una ley exige que una comunicación o un contrato conste por escrito, una comunicación electrónica cumplirá tal requisito si el texto es accesible para su ulterior consulta (art. 9.2); cuando la ley exija que una comunicación o un contrato sea firmado, se dará por cumplido ese requisito si es posible garantizar la identidad del firmante en un entorno electrónico y se asegura el nexo entre el firmante y la comunicación electrónica (art. 9.3); cuando la ley exija que una comunicación o un contrato se conserve en su forma original, se tendrá por cumplido el requisito si existe garantía fiable de la integridad del documento electrónico desde que se generó por primera vez en su forma definitiva y es susceptible de reproducirse (art. 9.4).

mente, debe destacarse que la Directiva define el «soporte duradero» en su art. 2.f)⁽⁷⁾ y que en su considerando 20 llega incluso a incluir una enumeración de estos⁽⁸⁾.

- c) Formación del consentimiento, cobrando especial relevancia el derecho de desistimiento del consumidor. Se regula en el art. 6 de la Directiva, bajo la denominación de «derecho de rescisión», término poco adecuado al reservarse en nuestro Derecho la rescisión para supuestos de ineficacia sobrevinida de un contrato por causar lesión a una parte o bien por haberse suscrito en fraude de acreedores⁽⁹⁾.

En general, la Directiva 2002/65/CE, transpuesta en la LCDSF, ha sido acogida positivamente por la doctrina⁽¹⁰⁾.

Al respecto, puede consultarse MADRID PARRA, A.: «El convenio de Naciones Unidas sobre contratación electrónica», en la obra colectiva *Derecho patrimonial y tecnología: revisión de la contratación electrónica con motivo del Convenio de las Naciones Unidas sobre Contratación electrónica de 23 de noviembre de 2005 y de las últimas novedades legislativas* (coord. MADRID PARRA A., GUERRERO LEBRÓN, M.J.), 2007, pp. 39-113. Igualmente, se refiere al principio de equivalencia funcional ILLESCAS ORTIZ, R.: *Derecho de la contratación electrónica*, Madrid, 2.ª edición, 2009, que lo califica como el núcleo del Derecho del comercio electrónico.

(7) Se define como «todo instrumento que permita al consumidor almacenar la información dirigida personalmente a él, de modo que pueda recuperarla fácilmente durante un período de tiempo adecuado para los fines para los que la información está destinada y que permita la reproducción sin cambios de la información almacenada».

(8) «Entre los soportes duraderos se encuentran en particular los disquetes informáticos, los CD-ROM, los DVD y los discos duros de los ordenadores de los consumidores en que estén almacenados mensajes de correo electrónico, pero a menos que responda a los criterios de la definición de soportes duraderos, una dirección Internet no constituye un soporte duradero».

(9) Según la obra clásica del profesor DE CASTRO BRAVO, *El negocio jurídico*, Madrid, 1971, p. 520: «la rescisión es también, como la anulabilidad, una figura de ineficacia, en la que el ejercicio de la acción impugnatoria se deja en poder de la persona protegida; pero que, a diferencia de la anulabilidad, no deriva de un vicio del negocio, ni viene a declarar la inexistencia de éste, sino que se limita a ser un remedio in extremis, arbitrado para evitarle al protegido un perjuicio resultante del juego normal de la ley, pero que se estima especialmente injusto. Cabe, por ello, decir que el negocio rescindible es: un negocio válidamente celebrado, pero que produciendo perjuicio a una de las partes o a un tercero (perjuicio que la ley estima especialmente injusto y para el que no hay otro recurso legal de obtener su reparación) podrá ser declarado ineficaz (o reducida su eficacia) a petición del perjudicado».

(10) La doctrina se ha manifestado positivamente respecto a la Directiva, pues no en vano venía a llenar la laguna dejada por la Directiva 97/7, que excluyó de su regulación a los servicios financieros. Especialmente, se destaca su carácter continuista de la anterior en materia de protección de los consumidores y aspectos puntuales como la carga de la prueba o el reforzamiento de los mecanismos de resolución de litigios.

En tal sentido se manifiesta ANCOS FRANCO, H., *op. cit.*, pp. 628 y 643-644. Según esta autora, la Directiva «presenta algunos aspectos positivos. Acertada es la disposición referente a la carga de la prueba (art. 13) que recaerá en el proveedor en todo lo relativo a la información al consumidor, el consentimiento de éste para la celebración del contrato y cuando proceda, en su ejecución, considerándose abusiva la cláusula contractual—en línea con la Directiva 93/13 del Consejo— que pretenda invertir esta carga de parte del consumidor. Del mismo modo, la propuesta pretende reforzar los mecanismos para la resolución de litigios entre proveedores y consumidores (art. 12.1)».

La crítica negativa, por el contrario, se produce en el sentido de su «excesivo conservadurismo y una clara toma de partido por los intereses del sector financiero, con importantes carencias en la protección del consumidor».

Igualmente, se destaca que sigue el esquema de la Directiva de contratos a distancia sin introducir mejoras en la protección del consumidor. Crítica que no podemos asumir completamente dadas las dificultades que existieron —y que quedan reflejadas en el tortuoso camino de la Directiva— para su promulgación, lo que motivó sin duda la necesidad de pactos y transacciones entre instituciones comunitarias, la industria y los consumidores, dando un resultado final que, a nuestro juicio, no es más que el que pudo ser en el momento en que se dictó. Y ello sin perjuicio de que en la actualidad, casi una década después, sea precisa su revisión.

La LCDSF, que a pesar de haberse promulgado en 2007 ya ha sido objeto de varias modificaciones⁽¹¹⁾, se articula en tres bloques fundamentales⁽¹²⁾:

- a) El de transparencia, representado por los deberes de información de la entidad financiera en la actividad promocional y precontractual de sus bienes y servicios.
- b) El de los derechos potestativos del consumidor para desistir del contrato.
- c) El de solución extrajudicial de conflictos, mediante arbitraje de consumo y otras fórmulas de carácter negociado⁽¹³⁾.

Será al primero de ellos al que dedicaremos las líneas que siguen.

II. EL DERECHO DE INFORMACIÓN

La Constitución española contiene en su art. 51 el primer precepto que en nuestro Ordenamiento jurídico viene a acoger la idea de defensa de los consumidores como pauta legislativa⁽¹⁴⁾, imponiendo a los poderes públicos la obligación de garantizar su defensa mediante procedimientos eficaces, así como de promover la información y la educación de los consumidores y usuarios.

(11) La primera modificación tuvo lugar a través de la Ley 56/2007, de 28 de diciembre, de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información, que en su Disposición Adicional 19.1 modifica el apartado b) de la Disposición Derogatoria.

La segunda, de más calado, ha tenido lugar por la Ley 16/2009 de 13 de noviembre, de Servicios de Pago, que realiza dos modificaciones importantes, ambas contenidas en su Disposición Final Novena. La primera de ellas es la introducción de un segundo párrafo en el art. 8 de la LCDSF y se refiere a la información precontractual a facilitar al consumidor cuando los servicios comercializados a distancia sean de los incluidos en la misma; la segunda modificación es la derogación del art. 12 de la LCDSF por incluirse en la propia Ley 16/2009 el régimen jurídico de los cargos indebidos o fraudulentos realizados utilizando el número de una tarjeta de pago en su propio articulado.

Finalmente, la Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, introduce igualmente modificaciones en los art. 10, referido a las excepciones al derecho de desistimiento, y 14, relativo este último a las comunicaciones no solicitadas.

Existe además una importante modificación que podríamos denominar «encubierta», contenida en la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo. En ella se introduce con carácter general para los créditos al consumo el derecho de desistimiento, estableciéndose en su art. 28.4 que cuando un consumidor ostente el referido derecho en virtud de la propia Ley no se aplicará la LCDSF, y ello con independencia de si el contrato se ha comercializado o no mediante técnicas de comunicación a distancia.

(12) AA.VV.: «El consumidor en la contratación bancaria electrónica». *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 96, Madrid, 2009. Introducción, p. V.

(13) En el mismo sentido se manifiesta MAYORGA TOLEDANO, M.C.: «La protección del consumidor en la contratación electrónica bancaria», en *Derecho del sistema financiero y tecnología* (Dir. MADRID PARRA, A.; Coord., GUERRERO LEBRÓN, M.J. y PÉREZ RODRÍGUEZ, A.M.), Madrid, 2010, p. 261, para quien los tres pilares fundamentales que recoge la norma para inspirar la protección del consumidor de productos a distancia —necesitado de ella, pues desconoce con certeza cómo es en realidad el ofrecimiento del vendedor y si éste se ajustará verdaderamente a sus deseos— son: el derecho de información, el derecho de desistimiento y la posibilidad de canalizar las posibles reclamaciones a empresas financieras a través de instituciones nacionales.

(14) LASARTE ÁLVAREZ, C.: *Manual sobre protección de consumidores y usuarios*, Madrid, 2010 (4.ª edición), p. 30. No obstante, existen opiniones contrarias, en el sentido de que históricamente el primer precepto protector del consumidor es el art. 85 del Código de Comercio, al impedir que el comprador de mercancías en establecimientos abiertos al público pueda verse afectado por el hecho de no ser el vendedor su legítimo propietario.

Partiendo de este precepto constitucional, no es extraño por tanto que la normativa general de protección de los consumidores y usuarios imponga este derecho del consumidor a la información como medida de protección del mismo⁽¹⁵⁾. Y tampoco es extraño que aún mayor importancia se confiera a tal derecho cuando se trata de contratación a distancia, y más concretamente contratación de servicios financieros.

En palabras de TAPIA SÁNCHEZ, en todas las Leyes de protección al consumidor aprobadas en las últimas décadas «*el legislador ha concedido un lugar privilegiado al principio de transparencia informativa, considerándolo el instrumento idóneo para proporcionar al consumidor un nivel adecuado de protección*»⁽¹⁶⁾.

Si nos ceñimos al ámbito de la comercialización a distancia de servicios financieros, la Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, en sus considerandos 3 y 5, contempla como uno de sus objetivos el lograr que los consumidores puedan acceder sin discriminación a la gama más amplia posible de servicios financieros con el fin de poder elegir los que mejor se adapten a sus necesidades; para garantizar esa libertad de elección de los consumidores se hace preciso conseguir un alto nivel de protección de estos que aumente su confianza en la venta a distancia y por tanto el marco jurídico que la Directiva viene a dibujar debe aumentar la confianza del consumidor en las nuevas técnicas de comercialización a distancia de servicios financieros. A ello contribuirá el establecimiento de exigencias destinadas a conseguir un nivel adecuado de información del consumidor tanto antes de la celebración del contrato como después (considerando 21), pues sólo si el contratante débil —consumidor— tiene toda la información podrá formarse válidamente su voluntad y prestar libremente su consentimiento.

De este modo, se pretende que la información suministrada al consumidor sea no sólo *suficiente* para poder apreciar el servicio financiero que se le propone y realizar su elección con conocimiento de causa, sino también la *adecuada* respecto del medio de transmisión electrónico elegido⁽¹⁷⁾.

Coincidimos con CARRIAZO PÉREZ DE GUZMÁN⁽¹⁸⁾ en el sentido de que la finalidad principal de la Directiva, y por tanto de la LCDSF, es obtener una mayor protección de los consumidores que contratan servicios financieros a distancia. «*Y ello se pone de manifiesto con el establecimiento de un riguroso régimen en cuanto a la información que deben recibir los consumidores antes, en principio, de la celebración del contrato. Estas*

(15) En tal sentido se manifiesta el Texto Refundido de la Ley General para la defensa de los consumidores y usuarios y otras Leyes complementarias, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre. En su art. 8 establece como derechos básicos de los consumidores y usuarios: «*d) la información correcta sobre los diferentes bienes o servicios y la educación y divulgación para facilitar el conocimiento sobre su adecuado uso, consumo o disfrute*».

(16) TAPIA SÁNCHEZ, M.R.: «La información del consumidor en la contratación bancaria a distancia», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 96, p. 29.

(17) TAPIA SÁNCHEZ, M.R., *op. cit.*, p. 29.

(18) CARRIAZO PÉREZ DE GUZMÁN, T.: «El incumplimiento de los requisitos de información previa en el anteproyecto de ley de comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. El desistimiento», en *Derecho patrimonial y tecnología: revisión de la contratación electrónica con motivo del Convenio de las Naciones Unidas sobre Contratación electrónica de 23 de noviembre de 2005 y de las últimas novedades legislativas* (coord. MADRID PARRA A., GUERRERO LEBRÓN, M.J.), 2007, p. 298.

exigencias tienen el carácter de mínimas, debiendo ser completadas con las que la legislación específica establezca para cada servicio financiero. Toda esta información, así como todas las condiciones contractuales, debe ser comunicada por el proveedor al consumidor en soporte papel u otro soporte duradero accesible al consumidor, con suficiente antelación a la posible celebración del contrato a distancia».

De lo expuesto hasta este momento, se desprende que el derecho de información del consumidor debe analizarse en cuanto a los siguientes aspectos:

- Contenido de la información.
- Momento en que ha de facilitarse la información al consumidor.
- Forma en que ha de facilitarse.
- Consecuencias del incumplimiento de las obligaciones de información del prestador de servicios financieros a distancia.

1. Contenido de la información a facilitar al consumidor

El contenido de la información a facilitar al consumidor se regula básicamente en los arts. 7 y 8 de la Ley, que se destinaban, en la redacción inicial de la norma, a regular las especialidades de la comercialización a distancia de los servicios financieros (art. 7) y a remitirse al resto de normas sectoriales aplicables a los servicios financieros concretos (art. 8). Sin embargo, tras la promulgación de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pago, se introduce un segundo párrafo en éste en el que se sustituye parcialmente el régimen de información establecido en el precepto anterior para aquellos supuestos en que se trate de servicios regulados por la propia Ley de Servicios de Pagos⁽¹⁹⁾.

Este segundo párrafo merece una crítica negativa, y ello en un doble sentido. En primer lugar, porque viene a degradar el rango de la información a facilitar al consumidor, al sustituir parcialmente los requisitos establecidos en el art. 7 de la LCDSF por lo recogido en el art. 18 de la propia Ley 16/2009, que en realidad no establece ningún requisito sino que se limita a remitirse a «*toda la información y condiciones relativas a la prestación de los servicios de pago que en desarrollo de esta Ley se fijen*» por el Ministerio de Economía y Hacienda. Es decir, será una norma reglamentaria la que determine la información a facilitar mientras que, para los servicios no regidos por esta norma, será la Ley la que fije su contenido.

Pero es que, además, en segundo lugar, también la coherencia interna del precepto reformado queda afectada. Así, el art. 8 de la LCDSF sigue denominándose «Requisitos adicionales de información», aunque este segundo párrafo no contiene ya tales requisitos adicionales de información, sino que en realidad se trata de una excepción al precepto anterior, a los requisitos de información establecidos con carácter general. Por tanto, su ubicación sistemática habría debido ser el propio art. 7, bien como un párrafo del mismo,

(19) Según ILLESCAS ORTIZ, R., en el prólogo a la obra *Derecho del sistema financiero y tecnología* (Dir. MADRID PARRA, A.; Coord., GUERRERO LEBRÓN, M.J. y PÉREZ RODRÍGUEZ, A.M.), Madrid, 2010, p. 14, «*la ley de medios de pago es una ley sobre materias jurídico-electrónicas aun cuando no lo diga expresamente ni su título ni apenas su contenido*».

bien permitiendo un doble contenido de las obligaciones de información que se desdoblarian en aquellos supuestos en que la comercialización a distancia de servicios financieros se refiriese a servicios contenidos en la Ley 16/2009, de Servicios de Pago, y aquellos otros que por no estar regulados en la misma seguirían manteniendo el contenido inicial del referido art. 7 de la Ley.

En base a ello, habrá por tanto que diferenciar tres supuestos distintos, a saber, normativa general sobre comercialización a distancia de servicios financieros no incluidos en la Ley de Servicios de Pago; normativa sectorial, aplicable por tanto a cada servicio concreto prestado al consumidor; y, finalmente, servicios incluidos en la Ley 16/2009, de Servicios de Pago, a los que será aplicable su normativa específica —en concreto, la reglamentaria contenida en la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago— y algunas de las normas contenidas en el art. 7 de la LCDSF y por tanto parcialmente el régimen general de los servicios financieros comercializados a distancia.

1.1. Normativa general de servicios financieros comercializados a distancia, contenida en el art. 7 de la LCDSF

Las obligaciones de información se contienen en cuatro bloques bien diferenciados, y que coinciden en su estructura tanto en la LCDSF como en la Directiva 2002/65/CE.

A) En cuanto al propio proveedor, entendido éste como toda persona física o jurídica, privada o pública que, en el marco de sus actividades comerciales o profesionales, presta un servicio financiero a distancia, la Ley exige una serie de datos que debe complementarse con lo establecido en la Ley 34/2002, de Servicios de la Sociedad de la Información y de comercio electrónico (en adelante, LSSICE), aplicable según el art. 1 LCDSF:

- a) A la identidad y actividad principal del proveedor, la dirección geográfica en que el proveedor esté establecido y cualquier otra dirección geográfica que proceda para las relaciones del consumidor con el proveedor. Coincide prácticamente con el art. 10.1.a) LSSICE, que entendemos resulta más correcto desde el punto de vista técnico, al hacer referencia al nombre o denominación social y domicilio social o residencia o establecimiento permanente en España, así como su dirección de correo electrónico⁽²⁰⁾. En general, como establece la propia LSSICE «*cualquier otro dato que permita establecer con él una comunicación directa y efectiva*».
- b) Cuando intervenga un representante del proveedor establecido en el Estado miembro de residencia del consumidor, la identidad de dicho representante legal, la calidad con la que éste actúa, su dirección geográfica, teléfono, fax y, en su caso, correo electrónico a los cuales pueda dirigirse el consumidor para sus relaciones con el representante, así como la identidad completa del proveedor. Este supuesto

(20) Debe tenerse en cuenta que el art. 9 de la LSSICE exigía la constancia en el Registro Mercantil del nombre de dominio, si bien fue suprimido por la Ley 56/2007, de 28 de diciembre, de Medidas de Impulso para la sociedad de la información.

abarca tanto a las sucursales en España de entidades extranjeras del art. 2.1 como a sus establecimientos permanentes (art. 2.2) y alcanzará igualmente a las sucursales o establecimientos permanentes de entidades españolas en el extranjero cuando resulte de aplicación la Ley.

- c) En caso de que las relaciones comerciales del consumidor sean con algún profesional distinto del proveedor, como los representantes o intermediarios de entidades financieras, la identidad de dicho profesional, la condición con arreglo a la que actúa respecto al consumidor y la dirección geográfica que proceda para las relaciones del consumidor con el profesional. Debe entenderse incluidos en este supuesto fundamentalmente a los intermediarios de seguros regulados en la Ley 26/2006, de 17 de julio, de Mediación de Seguros y Reaseguros privados, y a los agentes de las entidades de crédito⁽²¹⁾.
- d) Cuando el proveedor esté inscrito en un registro público, el registro en el que el proveedor esté inscrito y su número de registro, o medios equivalentes de identificación en él. En el mismo sentido se manifiestan los apartados b) y c) del art. 10.1 de la LSSICE. La norma, por otro lado, es superflua pues, de acuerdo con su ámbito de aplicación subjetiva, todos los proveedores han de estar inscritos en algún registro público, por lo que deben constar sus datos en todo caso.
- e) Si el proveedor o una determinada actividad del proveedor está sujeta a un régimen de autorización, los datos de la correspondiente autoridad de supervisión. Debemos hacer la misma observación que al requisito anterior: no debe existir ningún proveedor de servicios financieros que no esté sometido a régimen de autorización, por lo que dichos datos deben figurar en todo caso.

B) En cuanto al servicio financiero objeto del contrato, ha de facilitarse la siguiente información:

- a) Una descripción de las principales características del servicio financiero, en los términos que determinen las normas reglamentarias de desarrollo. Debe tenerse en cuenta que, hasta la fecha, no hay desarrollo reglamentario de la LCDSF⁽²²⁾, por lo que habrá que entender que se refiere a las normas reglamentarias de desarrollo de los servicios: normas de transparencia, etc.
- b) El precio total que debe pagar el consumidor al proveedor del servicio financiero, con inclusión de todas las comisiones, cargas y gastos, así como todos los im-

(21) La figura de los agentes de las entidades de crédito se regula por primera vez en el art. 22 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, por el que se establecen normas sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito. Se definen como aquellas personas físicas o jurídicas a las que una entidad otorgue poderes para actuar habitualmente frente a la clientela, en nombre y por cuenta de la entidad mandante, para la negociación o formalización de operaciones típicas de las entidades de crédito.

Su régimen se ha desarrollado por la Circular 6/2002, de 20 de diciembre (RCL 2003\199), del Banco de España, relativa a información sobre agentes de las entidades de crédito y acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros, así como por la reciente Circular 4/2010, de 30 de julio (RCL 2010\2208), sobre agentes de las entidades de crédito y acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros.

(22) Frente a la Ley 16/2009, de Servicios de Pagos, aprobada con posterioridad y que sin embargo ha sido ya objeto de desarrollo reglamentario mediante Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago y mediante Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.

puestos pagados a través del proveedor o, cuando no pueda indicarse un precio exacto, la base de cálculo que permita al consumidor comprobar el precio. Es esta una mención especialmente importante en el caso de servicios financieros y que debe interpretarse en el sentido de no ser válida una mera remisión a las Tarifas generales aplicables por la entidad financiera⁽²³⁾, sino que será preciso indicar expresamente las comisiones, cargas o gastos y por qué importe exacto. Otra interpretación sería contraria al carácter tuitivo de la norma.

Por otro lado, entiendo que este es un campo que sí debería ser objeto de desarrollo reglamentario y su contenido debería ser similar al establecido para los préstamos hipotecarios por la Orden Ministerial de 5 de mayo de 1994, sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios. Esta Orden regula la información general a suministrar al cliente de la entidad financiera y también la oferta vinculante, donde se establecen las condiciones particulares ofrecidas al futuro prestatario, entre las que se encuentra el coste de la operación. Pues bien, el desarrollo reglamentario de la LCDSF es necesario al encontramos ante un supuesto similar al de los préstamos hipotecarios, máxime teniendo en cuenta que en un apartado posterior del precepto se hace referencia incluso a la duración máxima de la oferta realizada.

- c) En su caso, una advertencia que indique que el servicio financiero está relacionado con instrumentos que implican riesgos especiales, tales como los de escasa o nula liquidez, la posibilidad de que no se reembolsen íntegramente los fondos depositados o de que el precio del servicio se incremente de manera significativa, ya derive de sus características específicas o de las operaciones que se vayan a ejecutar, o cuyo precio depende de fluctuaciones en mercados financieros ajenos al control del proveedor, y cuyos resultados históricos no son indicadores de resultados futuros. Esta mención es especialmente relevante si tenemos en cuenta que ya se encuentra transpuesta al Ordenamiento español la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (conocida como MIFID) y la verdadera revolución esta que supone, al exigir una mayor transparencia no sólo respecto de los productos financieros comercializados, sino sobre todo respecto a los clientes a los que se le podrán comercializar aquellos.
- d) La indicación de que puedan existir otros impuestos o gastos que no se paguen a través del proveedor o que no los facture él mismo. Aunque la redacción no es muy clarificadora, parece que se estaría refiriendo a impuestos y gastos de intervención notarial de las operaciones de activo.
- e) Toda limitación del período durante el cual la información suministrada sea válida. Tal y como indicábamos anteriormente, se trata de una oferta vinculante y por

(23) Debe tenerse en cuenta además que las tarifas de gastos y comisiones de las entidades financieras han sufrido una importante modificación con la promulgación de la Ley 16/2009, de Servicios de Pago. Al contener ésta determinadas normas sobre comisiones y gastos, el Banco de España ha entendido que al ser precepto legal no deben estar sometidas a su control, por lo que ya en el mes de julio se dirigió a las entidades a fin de que al remitirle las tarifas distinguan aquellas que siguen siendo obligatorias en cuanto a su aprobación y publicación, frente a aquellas que por corresponder a servicios de pago, no es preceptiva su publicación y aprobación por el supervisor. Esto se plasma igualmente en la Circular 6/2010, de 28 de septiembre, del Banco de España, publicada en el BOE de 11 de octubre, que en este punto ha derogado a la Circular 8/1990.

tanto puede estar sometida a plazo. Llama la atención sin embargo que la LSSICE no contempla plazo alguno y que por tanto implica que, mientras esté disponible la oferta del producto al consumidor, ésta tendrá validez. Quizá el motivo radique en la naturaleza especial de los servicios financieros, pues de otro modo no se entendería esta diferencia de trato.

- f) Las modalidades de pago y de ejecución. Debe tenerse en cuenta que la Ley es aplicable a los supuestos de comercialización a distancia de servicios financieros y que para la misma han de utilizarse exclusivamente técnicas de comunicación a distancia. Pero, una vez celebrado el contrato, la ejecución del mismo puede llevarse a cabo de manera presencial. Lo mismo puede ocurrir con la modalidad de pago, que no es más que un aspecto de la ejecución.
- g) Cualquier coste suplementario específico para el consumidor inherente a la utilización de la técnica de comunicación a distancia, en caso de que se repercuta dicho coste. Tampoco se alcanza a comprender el significado de esta mención obligatoria, pues no parece existir ningún coste suplementario derivado del hecho de haber utilizado la técnica de contratación a distancia. Lo que podrá existir es un diferente importe de las comisiones a percibir por la entidad financiera, pero eso no es un sobrecoste de la comunicación a distancia. Es más, si existiera sería contraproducente y contrario a los argumentos de facilitar este tipo de contratación, que implica menores costes y por tanto debe resultar *per se* menos gravosa para el consumidor.
- h) En el caso de los planes de pensiones se informará al consumidor de que las cantidades aportadas y el ahorro generado se destinarán únicamente a cubrir las situaciones previstas en el contrato y no podrán ser recuperados para otro fin distinto que los supuestos excepcionales contemplados en las condiciones contractuales, todo ello de acuerdo con lo previsto en la normativa aplicable. Se trata de una previsión redundante, puesto que es una previsión legal y la ley se aplica sin necesidad de que así se haga constar en las relaciones entre las partes.

C) En cuanto al contrato a distancia:

- a) La existencia o no de derecho de desistimiento, de conformidad con el artículo 10 y, de existir tal derecho, su duración y las condiciones para ejercerlo, incluida la información relativa al importe que el consumidor pueda tener que abonar con arreglo al artículo 11, así como las consecuencias de la falta de ejercicio de ese derecho y su pérdida cuando, antes de ejercerlo, se ejecute el contrato en su totalidad por ambas partes, a petición expresa del consumidor⁽²⁴⁾.
- b) Las instrucciones para ejercer el derecho de desistimiento, indicando, entre otros aspectos, a qué dirección postal o electrónica debe dirigirse la notificación del desistimiento. Debe traerse a colación en este punto la crítica de algún sector de la doctrina a la mención a una dirección postal, lo que implica que el derecho

(24) Entendemos que no es posible que el proveedor de servicios decida sobre la existencia o no de derecho de desistimiento, sino que en todo caso será «de conformidad con el art. 10»; es decir, que existirá o no en función de lo que la propia norma establece.

de desistimiento puede ejercerse por el consumidor por medio de comunicación «tradicional»⁽²⁵⁾ y no exclusivamente mediante técnicas de comunicación a distancia.

- c) La duración contractual mínima, en caso de contratos de prestación de servicios financieros permanentes o periódicos⁽²⁶⁾.
- d) Información acerca de cualquier derecho, distinto del contemplado en la letra a), que puedan tener las partes a resolver el contrato anticipadamente o unilateralmente con arreglo a las condiciones del contrato, incluidas las penalizaciones que pueda contener el contrato en ese caso. Debe tenerse en cuenta que la previsión de otros derechos de resolución se refiere a ambas partes, por lo que incluirá tanto los derechos que pudieran conferirse similares al recogido en la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista, en su redacción dada por Ley 47/2002, de 19 de diciembre, por la que se transpone la Directiva 97/7/CE en materia de ventas a distancia⁽²⁷⁾, como el derecho del proveedor de servicios a resolver anticipadamente el contrato⁽²⁸⁾.
- e) El Estado o Estados miembros en cuya legislación se basa el proveedor para establecer relaciones con el consumidor, antes de la celebración del contrato. Esta mención no parece muy acertada en la ley, que se limita en este punto a transponer la Directiva, donde sí resulta acertada. Es evidente que, desde el momento en que se aplica la LCDSF, el Estado miembro en cuya legislación se basa el proveedor para establecer relaciones con el consumidor es España.
- f) Las cláusulas contractuales, si las hubiere, relativas a la Ley aplicable al contrato a distancia y a la jurisdicción competente para conocer el asunto. Cabe en este punto la misma crítica del anterior: si bien en la Directiva sí tiene un sentido aludir a la ley aplicable y a la jurisdicción competente, en la ley nacional que opera la trans-

(25) Aunque sea tan cualificado como ILLESCAS ORTIZ, R.: «La LCDSF sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y la dogmática contractual electrónica», en *Revista de Contratación Electrónica*, núm. 84, julio 2007, pp. 3-23, quizá sea más beneficioso para el consumidor que pueda acudir a un medio electrónico o no, a su libre elección.

(26) Debe tenerse en cuenta que no existe una norma que prohíba expresamente los contratos por tiempo indefinido, por lo que estos serán posibles, si bien deben dejar a las partes la posibilidad de su extinción unilateral en condiciones que no atenten a los principios de la buena fe en las relaciones contractuales. Así se contempla por ejemplo en la Ley 16/2009, de Servicios de Pago, que exige contemplar esta posibilidad expresamente en el contrato marco.

(27) Respecto a la existencia de dos derechos distintos, el de desistimiento y el de resolución, puede consultarse CARRIAZO PEREZ DE GUZMÁN, T., *op. cit.*

Se mantiene por la autora la existencia en la Ley de Ordenación del Comercio Minorista de dos derechos distintos del consumidor: el derecho de desistimiento, recogido en el art. 44, reconocido al consumidor sin penalización alguna y sin indicación de los motivos, no sujeto a formalidad alguna —aunque debe acreditarse su ejercicio— y que se concede con independencia de que se cumpla con la obligación de información o no; y el derecho de resolución del consumidor, recogido en el párrafo 5 del mismo precepto, pero basado en el incumplimiento del deber de información al consumidor establecido en los arts. 40 y 47.

(28) Para el caso de los productos de activo (préstamos y créditos) es habitual la inclusión en los contratos de causas de vencimiento anticipado, que pueden abarcar cualquier incumplimiento de las obligaciones principales o accesorias del contrato o bien referirse a otro tipo de situaciones que provocan la falta de confianza en el consumidor y en definitiva implican la resolución anticipada del préstamo o crédito que de ese modo se hace líquido y, por tanto, exigible.

posición no lo tiene, al ser la propia Ley la aplicable y la jurisdicción competente la delimitada por la Ley, es decir, la española⁽²⁹⁾.

- g) La lengua o las lenguas en que las condiciones contractuales y la información previa se presentan, y la lengua o lenguas en que podrá formalizarse el contrato y ejecutarse las prestaciones derivadas de él, de acuerdo con el consumidor⁽³⁰⁾.

D) En cuanto a los medios de reclamación e indemnización:

- a) A qué sistemas de resolución extrajudicial de conflictos, de carácter público o privado, puede el consumidor tener acceso y cómo puede acceder a ellos⁽³¹⁾.
- b) La existencia de fondos de garantía u otros mecanismos de indemnización, sean de carácter obligatorio o voluntario⁽³²⁾.

Por otro lado, si esta es la norma general en cuanto a la información a facilitar al consumidor, existe una norma especial para aquellos casos en que la técnica de comunicación a distancia utilizada sea la telefonía vocal. En este caso, el apartado 3 del artículo 7 de la Ley recoge un sistema más simplificado, adecuado a la propia técnica de comunicación a distancia, al objeto de no suministrar un volumen de información excesiva que produjera el efecto contrario al deseado, creando mayor confusión y desinformación en el consumidor que la recibe⁽³³⁾.

(29) En tal sentido, mejor hubiera sido la remisión a las normas contenidas en nuestro Ordenamiento Jurídico sobre Derecho Internacional Privado. Así se propugna por CASTELLANOS RUIZ, E.: «Las normas de Derecho Internacional Privado sobre consumidores en la Ley 34/2002 de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico», en *Cuadernos de Derecho Transnacional*, octubre 2009, vol. 1, núm. 2, pp. 134-159.

(30) Durante la tramitación parlamentaria de la norma, algunos partidos nacionalistas trataron de incluir la referencia a las lenguas oficiales de la comunidad autónoma del domicilio del consumidor. El no incluirlo en el texto definitivo no responde a que no exista ese derecho, sino a considerar al legislador que esa obligación, en su caso, existe en la normativa autonómica correspondiente, única competente para establecerla, y que por tanto hace innecesario incluirlo en esta Ley, que por tanto se refiere en este precepto a lenguas extranjeras, no oficiales de comunidades autónomas.

(31) Responde a la preocupación de la normativa comunitaria en materia de consumo por promover la existencia de procedimientos extrajudiciales, de bajo coste por tanto, al objeto de promover el comercio intercomunitario.

(32) La regulación de los fondos de garantía u otros mecanismos de indemnización ha sido objeto recientemente de importantes modificaciones. El Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, por el que se regula el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, vino a transponer totalmente la Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo, relativa a los sistemas de garantías de depósitos, integrando en un solo Fondo lo que hasta entonces suponía una regulación fragmentada y dispersa. Sigue, no obstante, el modelo español anterior, en el que se asigna al Fondo dos funciones distintas, por un lado el aseguramiento de los depósitos y, por otro lado, el saneamiento y reflatamiento de entidades de crédito en dificultades.

Por su parte, el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, regula los Fondos de Garantía de Inversiones, creándose uno obligatorio para las sociedades de servicios de inversión y admitiéndose la constitución voluntaria de otros Fondos por las Sociedades y Agencias de Valores. La cobertura que cubren los Fondos de Garantía de Inversión abarca tanto el reembolso de cantidades que tuvieran las sociedades de servicios de inversión en depósito de sus clientes como la restitución de valores e instrumentos financieros que las referidas sociedades posean, administren o gestionen por cuenta de sus clientes.

Ambas normas fueron modificadas en cuanto a los importes garantizados mediante Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, que vino a elevar las cuantías garantizadas hasta 100.000 euros por depósito o inversor, todo ello en el marco de la crisis financiera que en esa fecha estaba en su máxima cota y a instancias del Consejo Económico y Financiero de la Unión Europea, que acordó elevar los mínimos garantizados en toda la Unión.

(33) Finalmente, mediante Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, se ha creado el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, refundiendo los anteriores.

En este sentido, se manifiesta TAPIA SÁNCHEZ, M.R., *op. cit.*, p. 33.

1.2. *Normativa sectorial aplicable a los servicios financieros*

Establece el art. 8 de la Ley que, además de lo establecido en el art. 7, «serán de aplicación los requisitos adicionales de información previa establecidos en la legislación especial que sea aplicable al servicio financiero objeto del contrato a distancia».

Estos requisitos serán muy variados en función del tipo de servicio financiero de que se trate. Por lo que respecta a los servicios bancarios, se trata de la conocida como normativa de transparencia, y cuya finalidad es precisamente la de dotar al cliente bancario de una mayor protección en un ámbito de gran complejidad, como es el que nos ocupa.

Tradicionalmente, se ha venido debatiendo en la doctrina sobre la naturaleza de estas normas, debate que aún sigue vigente. Se afirma que la incidencia de estas normas de ordenación, tanto en materia bancaria como de mercado de valores, en el ámbito contractual, viene determinada por su condición de oferta *ad erga omnes*, que deviene en vinculante mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 Cc y 57 CCo), y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella⁽³⁴⁾.

Quizá en la actualidad el asunto esté superado cuando el Reglamento de los Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros, aprobado por Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero⁽³⁵⁾, define en su art. 6.5 las normas de transparencia como «aquellas que contienen preceptos específicos referidos a las entidades de crédito y que con la finalidad de proteger los legítimos intereses de los clientes, establecen un conjunto de obligaciones específicas aplicables a las relaciones contractuales entre unos y otros, exigen la comunicación de las condiciones básicas de las operaciones y regulan determinados aspectos de su publicidad, normas de actuación e información». Evidentemente, se trata de normas plenamente jurídicas y cuyo incumplimiento no debe limitarse a acarrear una eventual sanción administrativa⁽³⁶⁾, sino que tendrán plena aplicación en el ámbito civil y contractual entre entidad financiera y cliente.

(34) ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: «El principio de homogeneidad operativa del mercado de valores y las entidades de crédito», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 118, abril-junio 2010, p. 50. La autora profundiza en este estudio en una cuestión más concreta: si las entidades financieras pueden comercializar servicios de inversión. Se plantea la autora si en tal caso estarán sometidas no sólo a la normativa aplicable a las entidades financieras, sino también a las correspondientes normas del Mercado de Valores.

(35) La figura de los Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros fue creada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del sistema financiero (conocida como «Ley Financiera»), en concreto en sus arts. 22 y siguientes, dictándose en su desarrollo el Real Decreto citado. A pesar del tiempo transcurrido, no se han llegado a designar en la práctica, y la Ley 2/2001, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, ha procedido a su supresión.

(36) Debe tenerse en cuenta el origen de estas normas de transparencia: la habilitación al Gobierno para su dictado en una norma como es la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, que dedica la mayor parte de su articulado a regular exhaustivamente las infracciones que pueden cometer y las sanciones a aplicar, así como el procedimiento sancionador aplicable. No debe olvidarse, en cualquier caso, que el art. 48.2 de la Ley, norma habilitante para el desarrollo de la normativa de transparencia, alude como principio general que la misma debe respetar a la libertad de contratación entre las partes.

En tal sentido, la Sentencia del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009 (RJ2010\703) resuelve una alegación del recurrente relativa al hecho de declarar la sentencia recurrida en casación la nulidad de un contrato basándose en infracción de normas administrativas, en concreto de transparencia bancaria⁽³⁷⁾. Pues bien, el Tribunal Supremo utiliza dos argumentos para fundamentar su desestimación del recurso, ambos de interés en cuanto a la naturaleza jurídica de las normas sobre transparencia:

- a) De un lado, considera que las normas sobre transparencia «*se invocan únicamente a los efectos de determinar los criterios con arreglo a los cuales debe valorarse el requisito de la claridad y la sencillez exigida por los arts. 5.4 LCGC y 10.1.a) LCU, que son los que expresamente fundamentan el pronunciamiento de nulidad*».
- b) Rechaza la alegación de que las normas administrativas no puedan dar lugar a la nulidad de un contrato, «*pues esta Sala, en aplicación del art. 6.3 Cc, invocado como infringido, tiene declarado que cuando, analizando la índole y finalidad de la norma legal contrariada y la naturaleza, móviles, circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados, la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico, deben aplicarse las pertinentes consecuencias sobre su ineficacia o invalidez (STS de 25 de septiembre de 2006, RJ2006\6577) y no es obstáculo a la nulidad que la prohibición administrativa no tenga carácter absoluto (STS de 31 de octubre de 2007, RJ2007\8644)*».

Pues bien, entendemos que la referencia del art. 8 de la LCDSF a la necesidad de facilitar información previa al consumidor de los requisitos establecidos por esta normativa de transparencia confirma esta tendencia a considerarla como norma verdaderamente aplicable desde el punto de vista «civil», es decir, generadora de derechos a favor de los consumidores que serán plenamente ejercitables ante los Tribunales y exigibles por los clientes. Es evidente que si debe facilitarse información sobre los requisitos que estas normas exijan para que la voluntad del consumidor se forme con pleno conocimiento de lo que realmente está contratando, bajo sanción de nulidad del contrato en caso contrario, es porque el legislador considera esta normativa como algo más que el simple presupuesto de hecho de una actitud infractora, y merecedora por tanto de sanción administrativa⁽³⁸⁾.

1.3. Información relativa a los servicios regulados por la Ley 16/2009, de Servicios de Pago

Como ya se ha expuesto con anterioridad, una de las principales modificaciones de la LCDSF se lleva a cabo por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pago, a través de su Disposición Final Novena que le añade un segundo párrafo al art. 8 y por otro lado deroga su art. 12.

(37) Una reseña de la sentencia puede consultarse en SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «Doctrina jurisprudencial sobre productos financieros complejos: la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 118, abril-junio 2010, pp. 259-267.

(38) No podemos detenernos en este punto a analizar las concretas y múltiples normas de transparencia, dado el ámbito de este trabajo. Hacen referencia a condiciones de tipos de interés, comisiones, etc., así como a las obligaciones de publicidad de las mismas a que vienen obligadas las entidades de crédito. Es esencial en cualquier caso la labor de información que lleva a cabo el Banco de España, como entidad supervisora de la actividad de las entidades de crédito, y que desarrolla fundamentalmente a través de su página web.

En materia de información, la introducción de un segundo párrafo en el art. 8 se hace para excepcionar el régimen general de información contenido en el art. 7 para aquellos supuestos en que sea de aplicación la Ley de Servicios de Pago.

La Ley 16/2009 resulta de aplicación a lo que denomina «servicios de pago», concepto éste que a su vez se determina con una amplia relación en el art. 1.2 de la Norma, así como mediante un sistema de exclusiones que se contiene en su art. 3. En su Preámbulo, no obstante, se indica que el objetivo general de la Directiva que es objeto de transposición —Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior— es garantizar que los pagos realizados en el ámbito de la Unión Europea puedan realizarse con la misma facilidad, eficiencia y seguridad que los pagos nacionales internos, y en concreto señala las transferencias, los adeudos directos y las operaciones de pago directo efectuadas mediante tarjeta. Ese debe ser por tanto el ámbito de aplicación de la ley⁽³⁹⁾.

La ley parte de dos distinciones básicas: por un lado, la distinción entre consumidor⁽⁴⁰⁾ y no consumidor, permitiendo a los proveedores de servicios de pago la exclusión para estos últimos de la ley total o parcialmente en los términos que ella misma indica; por otro, la distinción entre operaciones de pago singulares y los contratos marco y operaciones que se llevan a cabo afectadas por ellos mismos, distinción esta última que se manifiesta a la hora de regular la información a suministrar por el proveedor de servicios de pago al consumidor.

El art. 8 de la LCDSF introducido por la Ley 16/2009 sustituye las obligaciones de información establecidas en el art. 7 por las que ahora se contienen en el art. 18 de la Ley 16/2009, que se limita a imponer «*toda la información y condiciones relativas a la prestación de los servicios de pago que en desarrollo de esta ley se fijen*», habilitando a tal efecto al Ministro de Economía y Hacienda. En uso de esa habilitación, se ha dictado la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.

En este punto surge un problema interpretativo, pues no coinciden los preceptos que la LCDSF en su nueva redacción dada por Ley 16/2009 considera no aplicables a los servicios de pago con los que a su vez se contienen en la Orden dictada en desarrollo del art. 18 de la Ley 16/2009. En efecto, mientras que la Ley considera de aplicación lo establecido en los apartados c) a g) del párrafo 2 del art. 7.1, en cambio la Orden considera sólo aplicables las letras c) y g) del art. 7.1.2, olvidándose de este modo de las d), e) y f)⁽⁴¹⁾.

(39) A nivel doctrinal, debe destacarse el trabajo de LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M.: *Comentarios a la Ley de Servicios de Pago*, Madrid, 2011.

Según este autor, la ley regula en esencia los ingresos y retiradas de efectivo de una cuenta de pago, los adeudos domiciliados, transferencias y pagos con tarjeta, incluso cuando estos pagos estén cubiertos por una línea de crédito, la emisión y adquisición de instrumentos de pago y el envío de dinero (p. 386).

(40) Que se define en términos muy similares a la LCDSF en su art. 2: «11. Consumidor: una persona física que, en los contratos de servicios de pago que son objeto de la presente Ley, actúa con fines ajenos a su actividad económica, comercial o profesional;».

(41) Debe aclararse por otro lado que la Corrección de errores de la Ley 16/2009 publicada en el BOE del 24 de abril no incluye este precepto como erróneo, y que no se ha publicado, a fecha de hoy, corrección de errores de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda.

La regulación que contiene la Orden y que por tanto sustituye a la contenida en el art. 7 de la LCDSF distingue, a la hora de regular la información a facilitar⁽⁴²⁾, entre las operaciones de pago singulares y los contratos marco:

1. Operaciones singulares, entendiéndose por tales aquellas no cubiertas por un contrato marco. En este caso, la información será:
 - a) La especificación de la información o del identificador único que el usuario debe facilitar para la correcta ejecución de la orden de pago.
 - b) El plazo máximo de ejecución del servicio a prestar.
 - c) Todos los gastos que el usuario debe abonar al proveedor de servicios de pago, con desglose de los mismos.
 - d) Si la operación incluye un cambio de divisa, el tipo de cambio efectivo o de referencia que se aplicará.
 - e) La información que resulte pertinente de la contemplada en la norma para los contratos marco⁽⁴³⁾.

2. Contratos marco. En este caso, la información a facilitar será la siguiente:
 - a) Sobre el proveedor de servicios de pago:
 - i. Nombre, domicilio de su administración central y, cuando proceda, el de su sucursal o agencia en España, junto con cualquier otra dirección que facilite la comunicación con el usuario.
 - ii. Datos de las autoridades responsables de su supervisión y los del registro público en que figure inscrita la entidad de pago.
 - b) Sobre la utilización del servicio de pago:
 - i. Descripción de las principales características del servicio a prestar.
 - ii. La especificación de la información o del identificador único que el usuario debe facilitar para la correcta ejecución de la orden de pago.
 - iii. Forma y procedimiento por el que ha de comunicarse el consentimiento y su revocación respecto de la ejecución de una operación de pago.
 - iv. Referencia al momento de recepción de una orden de pago y a la hora límite establecida por el proveedor de servicios de pago.

En cualquier caso, la duda interpretativa no debe ser tal por simple aplicación del principio de jerarquía normativa. Además, del contenido de las letras d), e) y f) se desprende con toda claridad que debe incluirse esa información, pues no está sustituida por la contenida en la Orden y, de otro lado, es aplicable a los servicios de pago.

(42) Información que debe facilitarse con carácter previo, de modo fácilmente accesible, en papel u otro soporte duradero, redactada en términos comprensibles, de manera clara y legible y en castellano o en cualquier otra de las lenguas oficiales de la comunidad autónoma donde se preste el servicio.

(43) Este concepto jurídico indeterminado, entendemos, puede dar lugar a que en la práctica cada entidad de pago facilite una información distinta, según su criterio. Posiblemente ello redunde en el cumplimiento de los objetivos de la ley (y de la Directiva de la que trae causa), expuestos en su Preámbulo, pues en definitiva «contribuirá a una mayor eficiencia, un nivel más elevado de automatización y un procedimiento común sujeto a legislación comunitaria».

- v. Plazo máximo de ejecución de los servicios a prestar.
- vi. Si se han establecido límites a las operaciones de pago a ejecutar a través de un instrumento de pago, su importe.
- c) Sobre los gastos y tipos de interés y de cambio:
 - i. Todos los gastos que el usuario debe abonar al proveedor de servicios de pago, con su desglose.
 - ii. Los tipos de cambio y de interés que se aplicarán o, en caso de utilización de tipos de referencia, el método de cálculo y la fecha e índice empleado en dicho método de cálculo.
 - iii. Si se han pactado variaciones de tipos de cambio o de interés de referencia, la aplicación inmediata de los mismos y los requisitos de información en relación con dichas variaciones.
- d) Sobre la comunicación:
 - i. Los medios de comunicación, incluidos requisitos técnicos aplicables al equipo del usuario, convenidos para la transmisión de informaciones o notificaciones.
 - ii. Forma en que debe facilitarse o ponerse a disposición la información prevista y su frecuencia.
 - iii. Lengua o lenguas de celebración del contrato marco y de comunicación durante la relación contractual.
 - iv. Derecho del usuario a recibir en cualquier momento las condiciones contractuales del contrato marco y la información y sus condiciones.
- e) Sobre las responsabilidades y requisitos necesarios para la devolución:
 - i. Cuando proceda, una descripción de las medidas que el usuario debe adoptar para preservar la seguridad de un instrumento de pago y la forma de realizarse la notificación al proveedor de servicios en caso de extravío, sustracción o utilización no autorizada.
 - ii. De haberse convenido, las condiciones en que el proveedor de servicios se reserva el derecho de bloquear un instrumento de pago.
 - iii. La responsabilidad del ordenante en caso de operaciones no autorizadas, informando del importe correspondiente.
 - iv. Forma y plazo en el que el usuario debe notificar al proveedor cualquier operación de pago no autorizada o ejecutada de forma incorrecta, así como la responsabilidad del proveedor.
 - v. La responsabilidad del proveedor por la ejecución de operaciones de pago no ejecutadas o ejecutadas erróneamente.
 - vi. Los requisitos necesarios para la devolución.
- f) Sobre la modificación o la rescisión del contrato marco:
 - i. De haberse convenido, la advertencia de que se considerará que el usuario acepta modificaciones de las condiciones establecidas a menos que notifique al proveedor

lo contrario con anterioridad a la fecha propuesta para la entrada en vigor de las mismas.

- ii. Duración del contrato.
- iii. Derecho del usuario a rescindir el contrato.
- g) Sobre la ley aplicable, la competencia jurisdiccional y los procedimientos de reclamación:
 - i. Cláusulas contractuales por las que se defina la ley aplicable y el órgano jurisdiccional competente.
 - ii. Procedimientos de reclamación extrajudiciales a disposición del usuario de servicios de pago.

Del contraste de este elenco de aspectos sobre los que debe informarse al usuario de servicios de pago⁽⁴⁴⁾ con aquellos apartados de la LCDSF que son sustituidos, entendemos que no hay ninguno esencial, pues los que no son de aplicación o están englobados en la amplia información a facilitar o se refieren a supuestos en los que la Ley de Servicios de Pago no resulta aplicable (p.ej., planes de pensiones).

Es más, la valoración que podemos hacer es positiva, puesto que la información que exige la Orden es aún más detallada y exhaustiva que la incluida en general por la LCDSF, lo que supone en definitiva que la normativa protectora del consumidor da un paso adelante en su función protectora del mismo.

2. Momento en que ha de facilitarse la información al consumidor

Tanto el momento en que se debe facilitar al consumidor la información sobre el producto o servicio comercializado como la forma en que debe hacerse tienen la misma finalidad: permitir que el consumidor tenga la información necesaria en el momento preciso para poder decidir debidamente sobre la contratación o no del mismo⁽⁴⁵⁾. De ahí que se exija que la información se facilite durante la fase precontractual, antes de que el consumidor asuma cualquier tipo de obligación, como norma general.

Por otro lado, no debe olvidarse que además de la información precontractual que debe facilitarse al consumidor, la propia dinámica del contrato provocará que durante su vigencia se le siga facilitando por el proveedor abundante información que incluso le permitirá poner fin a la duración del contrato.

Por último, debe tenerse en cuenta que la norma distingue dos tipos de información a suministrar al consumidor en la fase precontractual: por un lado, información en los términos ya analizados; por otro, información sobre todas las condiciones contractuales.

(44) Es evidente que el análisis exhaustivo de estos excede el objeto de este trabajo, pues alguno de ellos podría ser objeto de una monografía. Sirva como ejemplo las referencias a gastos a cargo del consumidor, responsabilidad del proveedor de servicios de pago o condiciones para la modificación del contrato marco.

(45) En este sentido, vid. TAPIA SÁNCHEZ, M.R., *op. cit.*, p. 40.

2.1. Información precontractual

En efecto, en el caso de la información precontractual a que se refiere el art. 7, el apartado primero de dicho precepto exige que se suministre al consumidor *«con tiempo suficiente y antes de que éste asuma cualquier obligación derivada de la oferta o del contrato a distancia»*.

Este tipo de información tiene un contenido claramente comercial y por tanto debe disponerse por el consumidor con tiempo suficiente, siendo la práctica habitual el que se encuentre a su disposición en la página web del prestador de servicios.

Teniendo en cuenta que hemos diferenciado tres tipos de información precontractual a facilitar al consumidor, debe analizarse si el momento de suministrarlo es el mismo en todos los casos. En cuanto a la información exigida por el artículo 7, es plenamente aplicable el art. 7.1 citado, es decir, con tiempo suficiente y antes de que el consumidor asuma cualquier obligación. Por lo que respecta a la información exigida en la normativa sectorial y a que se refiere el art. 8 de la Ley, el art. 9.1 de la misma se decanta en el mismo sentido: *«con suficiente antelación a la posible celebración del contrato a distancia o a la aceptación de una oferta y, en todo caso, antes de que el consumidor asuma las obligaciones mediante cualquier contrato a distancia u oferta»*. Por último, por lo que respecta a las obligaciones de información en el caso de los servicios regulados en la Ley de Servicios de Pago, nada dice la norma legal sobre el momento en que ha de facilitarse, si bien la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago, que la desarrolla, sigue la misma tendencia: su art. 7 indica que debe suministrarse *«antes de que el usuario quede vinculado por cualquier contrato u oferta»*, y el art. 11 alude igualmente a la *«suficiente antelación a la fecha en que el usuario quede vinculado por cualquier contrato marco u oferta»*.

Es definitiva, podemos concluir que el plazo aplicable a toda la información precontractual a facilitar al consumidor en cualquier tipo de servicio financiero no viene fijado de manera exacta por la normativa aplicable, sino que se fija de modo genérico.

Lo que desde luego parece claro es que no es aplicable el plazo de tres días establecido en el art. 2 del Real Decreto 1906/1999, por el que se regula la contratación telefónica o electrónica con condiciones generales en desarrollo del art. 5.3 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, de condiciones generales de la contratación⁽⁴⁶⁾. En tal sentido se manifiesta la doctrina⁽⁴⁷⁾, que si bien considera que ya la LSSICE procedió a su derogación tácita, esta tesis se refuerza con la LCDSF, pues en ninguno de sus preceptos se contiene el plazo de tres días de antelación para remitir la información. Es más, el tema del plazo fue objeto de algunas enmiendas al proyecto de ley que tuvo acceso a las Cortes y ninguna de ellas fue aceptada⁽⁴⁸⁾.

(46) «Art. 2. Deber de información previa. Previamente a la celebración del contrato, y con la antelación necesaria, como mínimo en los tres días naturales anteriores a aquélla, el predisponente deberá facilitar al adherente, de modo veraz, eficaz y completo, información sobre todas y cada una de las cláusulas del contrato y remitirle, por cualquier medio adecuado a la técnica de comunicación a distancia utilizada, el texto completo de las condiciones generales».

(47) ILLESCAS ORTIZ, R., *op. cit.*

(48) Durante la tramitación parlamentaria se formularon diversas enmiendas que tratan de fijar plazos a las obligaciones establecidas en la ley (conservación del soporte duradero, información previa al consumidor). Todas

Existe una excepción a la obligación de suministro previo de la información a que hacemos referencia y se regula en el apartado 2 del artículo 9: cuando se utilice una técnica de comunicación a distancia que no permita transmitir la información con anterioridad a la contratación y además se haya formalizado el contrato por petición expresa del consumidor. En tal caso, se cumplirá con la remisión «inmediatamente después de la formalización del contrato». En el mismo sentido se manifiesta para los servicios de pago regulados en la Ley 16/2009 la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, en sus arts. 7.2 y 11.2.

En este caso, sí parece conveniente que la norma hubiese impuesto un plazo para cumplir con la obligación de suministro de información desde la formalización del contrato, pues de lo contrario se puede causar perjuicios al consumidor. Es cierto que, en aquellos contratos en que existe derecho de desistimiento, el plazo para su ejercicio no comienza hasta que se facilita la información precontractual si es posterior a la celebración del contrato, pero en aquellos supuestos en que no existe este derecho el consumidor quedaría indefenso, al haber contratado sin tener toda la información precontractual necesaria para fundar su decisión y no existir plazo alguno para el suministro de esta con posterioridad. En tal sentido se manifiesta TAPIA SÁNCHEZ, que propugna como plazo máximo para la remisión el de ejercicio del derecho de desistimiento⁽⁴⁹⁾.

2.2. Comunicación de las condiciones de la contratación

Adicionalmente a la información precontractual —en la que por cierto ya se contiene abundante información sobre el contrato a distancia— el proveedor de servicios financieros comercializados a distancia a consumidores ha de comunicar a estos «todas las condiciones contractuales», y ello en el mismo momento que suministre la información precontractual.

Es evidente la contradicción legal: por un lado se obliga a suministrar una información precontractual en la que se contienen abundantes referencias al contenido del contrato a distancia a suscribir con posterioridad y, por otro, se obliga a suministrar la totalidad de las condiciones contractuales. Y ambas en el mismo momento: con suficiente anterioridad a la contratación, salvo la excepción antes enunciada del art. 9.2 de la Ley (contratación a solicitud del consumidor y utilizando una técnica de comunicación a distancia que no permita la información previa).

No se especifica en la norma cómo han de comunicarse las condiciones de la contratación, si bien lo habitual será que los proveedores de servicios pongan a disposición del eventual cliente el clausulado del contrato que, en su caso, celebrarán. En tal sentido, además, se manifiesta la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago que, para estos, establece la posibilidad de cumplimiento de tal obligación mediante la facilitación de una copia del borrador del contrato o de la orden de pago a suscribir por el cliente⁽⁵⁰⁾.

ellas no se incorporan finalmente al texto legal por entenderse que encorsetan innecesariamente las cuestiones que regulan.

(49) TAPIA SÁNCHEZ, M.R., *op. cit.*, pp. 41-42.

(50) En efecto, el art. 7, relativo a información en caso de operaciones de pago singulares, establece en su apartado tercero que «las obligaciones impuestas por el apartado 1 podrán asimismo cumplirse proporcionando una copia

3. Forma en que ha de facilitarse al consumidor la información

Respecto de la forma en que ha de facilitarse la información al consumidor, la ley prevé dos niveles de exigencia distintos. Por un lado, el art. 7.2, respecto de la información precontractual recogida en el apartado 1 del mismo precepto y de contenido básicamente comercial, tan sólo exige «cualquier medio que se adapte a la técnica de comunicación a distancia utilizada» y con respeto a los principios de buena fe en las transacciones comerciales y los principios que regulan la protección de las personas que carecen de capacidad de obrar y los derechos en materia de accesibilidad universal de las personas con discapacidad. No obstante, entendemos que al menos deberá cumplir los requisitos del art. 27.1 de la LSSICE (es decir, de forma permanente, fácil y gratuita, información clara, comprensible e inequívoca), y en cualquier caso la normativa sectorial puede exigir algo al respecto.

En cambio, para la comunicación de las condiciones contractuales, el art. 9.2 es más exigente, pues deberá hacerse «en soporte papel u otro soporte duradero accesible al consumidor», debiendo entenderse este concepto en los términos ya enunciados.

Adicionalmente a ello, se conceden dos derechos más al consumidor en el apartado 3 del art. 9:

- a) El derecho a obtener las condiciones contractuales en soporte papel, si así lo solicita el consumidor. Este precepto resulta abiertamente contradictorio con la finalidad de la norma de promover la utilización de las técnicas a distancia para la contratación de servicios financieros, pues en definitiva se prima la confianza del consumidor en el soporte papel frente al soporte informático⁽⁵¹⁾.
- b) El derecho a cambiar la técnica de comunicación a distancia utilizada, salvo que sea incompatible con el contrato celebrado o con la naturaleza del servicio financiero prestado⁽⁵²⁾.

En cualquier caso, nos encontremos ante la información precontractual o ante las condiciones de contratación, hay dos normas siempre aplicables:

- a) Deberá suministrarse indicando claramente —inequívocamente, dice la Ley— su finalidad comercial. En tal sentido, debe tenerse en cuenta que existe una preocupación del legislador, tanto comunitario como estatal, plasmada en la ley, cual es evitar los servicios y comunicaciones no solicitadas, extremos estos regulados en los arts. 13 y 14 de la Ley. Precisamente por eso, es exigible que toda comunica-

del borrador del contrato de servicio de pago singular o del borrador de la orden de pago que incluyan la información y condiciones contenidas en el art. 8».

Por su parte, el art. 11, para los casos de existencia de contrato marco, establece en su apartado 3 que «*las obligaciones dispuestas en el apartado 1 podrán asimismo cumplirse proporcionando una copia del borrador del contrato marco que incluya la información y condiciones contenidas en el art. 12».*

(51) Entre la doctrina que ha criticado este aspecto, puede verse ILLESCAS ORTIZ, R., *op. cit.*

(52) En este punto, debe tenerse en cuenta que el art. 1, al definir el objeto de la ley, se refiere a los contratos con consumidores de servicios financieros «*prestados, negociados y celebrados a distancia*». El derecho al cambio de técnica de comunicación a distancia no afecta por tanto a la aplicabilidad de la ley, y ello por dos motivos: por un lado, porque el contrato ya está celebrado y nos encontramos en una fase ya posterior a la regulada por la ley; y, por otro, porque se seguirá utilizando una técnica de comunicación a distancia, aunque distinta de la utilizada hasta ese momento.

ción manifieste su finalidad comercial, a fin de que el consumidor pueda oponerse a ella y rechazar su recepción.

- b) Deberá comunicarse de manera clara y comprensible. Una de las preocupaciones del legislador en materia de derecho de consumo es la claridad. Obligación que es coherente con el contenido de la legislación general en materia de consumidores (Real Decreto Legislativo 1/2007) y la Ley de Condiciones Generales de la Contratación.

4. Consecuencias del incumplimiento de las obligaciones de información

El incumplimiento de las obligaciones de información del proveedor de servicios financieros a distancia prestados a consumidores tiene las siguientes consecuencias⁽⁵³⁾, que pasaremos a desarrollar:

4.1. Sanciones administrativas

El art. 18 de la Ley establece el régimen sancionador previsto por la norma para el caso de incumplimiento en general de la norma, distinguiendo entre aquellos proveedores de servicios financieros recogidos en el art. 2.1 de la misma (entidades financieras españolas y sucursales de entidades extranjeras de la misma naturaleza) y el resto de proveedores. A estos últimos se les aplicará la legislación específica de protección de consumidores y usuarios y serán sancionados por los incumplimientos de la norma conforme a las infracciones en materia de consumo.

En cambio, para las entidades financieras españolas y sucursales de entidades financieras extranjeras, se establece expresamente que determinadas normas —entre las que se incluye las obligaciones de información— se considerarán normas de ordenación y disciplina, y por tanto serán sancionables las infracciones que se cometan en los términos establecidos en la legislación sectorial que las regule.

Finalmente, no podemos olvidar el enigmático párrafo quinto del precepto, que configura como sanción la posibilidad del consumidor de rescindir el contrato en todo momento, sin gastos y sin penalización alguna⁽⁵⁴⁾.

4.2. No incorporación de las cláusulas que sean consideradas como condiciones generales de la contratación

Debemos partir del art. 1 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación, que las define como las «cláusulas predispuestas cuya incorporación al contrato sea impuesta por una de las partes, con independencia de la autoría material

(53) Siguiendo en este punto a CARRIAZO PÉREZ DE GUZMÁN, T., *op. cit.*, p. 306.

(54) El precepto ha sido poco tratado por la doctrina y merece un ulterior análisis, abriendo nuevas líneas de investigación, pues no queda claro si es solo en los casos en que haya sanción o si es una prolongación del derecho de desistimiento.

de las mismas, de su apariencia externa, de su extensión y de cualesquiera otras circunstancias, habiendo sido redactadas con la finalidad de ser incorporadas a una pluralidad de contratos».

La Ley 7/1998 establece como uno de los requisitos para que las condiciones generales se incorporen al contrato el de la previa información, de tal modo que el art. 7 de la misma establece que no quedarán incorporadas al contrato las condiciones generales *«que el adherente no haya tenido la oportunidad real de conocer de manera completa al tiempo de la elaboración del contrato».*

En consecuencia, siendo de aplicación la Ley de Condiciones Generales de la Contratación a los servicios financieros comercializados a distancia para consumidores en la medida que las utilicen, es evidente que si no se cumplen los requisitos de información previa de las condiciones de contratación, éstas no se incorporarán al contrato⁽⁵⁵⁾.

Debe tenerse en cuenta, en tal sentido, que la Ley de Condiciones Generales de la Contratación establece tres filtros para las cláusulas predispuestas por el empresario que se incorporan a una pluralidad de contratos y que son impuestas al adherente, y que son⁽⁵⁶⁾:

- a) El control de incorporación, regulado en los arts. 5 y 7, que determina bajo qué condiciones el clausulado se entiende incluido en el contrato.
- b) Las reglas de interpretación para fijar el exacto significado de las condiciones incorporadas, contenidas en el art. 6.
- c) El control de contenido, que determina, una vez incorporadas las condiciones, si éstas se consideran ilícitas por contravenir los cánones de control (buena fe y justo equilibrio de las contraprestaciones). Se regula en los arts. 8 y 10 bis de la Ley.

Pues bien, la exigencia de entrega de las condiciones generales con carácter previo a la celebración del contrato opera en el primero de estos instrumentos de control, al venir orientado a que el adherente conozca con anterioridad a su suscripción el contenido de las condiciones.

4.3. Posible nulidad del contrato conforme a la normativa española

En relación con los efectos civiles de los incumplimientos por el proveedor de servicios del derecho de información del consumidor, la Ley establece una única consecuencia, contenida en el art. 9.4, según el cual *«el incumplimiento de los requisitos relativos a la información previa que se deriven de los contratos, así como los relativos a la comunicación*

(55) De conformidad con lo establecido en el capítulo II de la reseñada Ley 7/1998, arts. 7 a 10, el adherente a estas condiciones generales que no las haya conocido previamente a la celebración del contrato podrá instar una acción declarativa de no incorporación al contrato. La sentencia que estime la demanda y que declare la no incorporación de una o varias condiciones generales tendrá que aclarar la eficacia del contrato integrándolo en la parte no afectada por la declaración de no incorporación o bien, si las condiciones generales no incorporadas afectaran a alguno de los elementos esenciales del contrato establecidos en el art. 1261 del Código Civil (consentimiento, objeto y causa), declarará la nulidad de este.

(56) MARIMÓN DURÁ, R.: «La banca electrónica en el marco de la regulación de la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores», en *Consumidores y usuarios ante las nuevas tecnologías* (COTINO HUESO, L., coord.), Valencia, 2008, p. 556.

de dicha información previa, que se establecen en el Capítulo II, en los arts. 7, 8 y 9 de la presente Ley, podrá dar lugar a la nulidad de los contratos, de acuerdo con lo previsto en la legislación española», remitiendo de este modo a la normativa contenida en el Código Civil sobre vicios del consentimiento y anulabilidad de los contratos.

Es preciso destacar la defectuosa redacción que contiene la norma, pues hace referencia a la nulidad de los contratos, mientras que en realidad se trataría de un supuesto de anulabilidad⁽⁵⁷⁾.

Es de destacar cómo la Ley equipara los incumplimientos de los requisitos relativos a información previa y comunicación de esta con las normas sobre vicios del consentimiento recogidas en el Código Civil, que en su art. 1265 se refiere a la nulidad del consentimiento prestado por error, violencia, intimidación o dolo.

Y es aún más de destacar que la ley no matiza el tipo de incumplimiento de los requisitos que ella misma establece para provocar el efecto de la nulidad, por lo que debemos considerar una concepción amplia, de modo que cualquier incumplimiento de las obligaciones de información producirá el mismo efecto de permitir instar la anulabilidad del contrato, y quedando por tanto al criterio de los Tribunales el valorar si el incumplimiento consistente en la falta de información ha sido de tal entidad que ha provocado el error en el consentimiento⁽⁵⁸⁾.

(57) Y ello a pesar de que se modificó durante la tramitación parlamentaria, pues el proyecto de ley aún era más defectuoso al hacer referencia a la invalidez. En efecto, el proyecto de ley se refería a la «invalidez de los contratos, de acuerdo con lo previsto en la legislación civil», mientras que el texto definitivo alude a nulidad y a la legislación española. Responde a una enmienda que propone sustituir «invalidez» por «nulidad», ya que en derecho aquella es la consecuencia de ésta (no hay invalidez sin declaración previa de nulidad). Por otro lado, se sustituye «civil» por «española» para evitar confusiones, ya que la nulidad puede darse por contravenir la legislación sobre consumidores y usuarios o la ley de condiciones generales de la contratación, por ejemplo, cuya naturaleza civil o mercantil es objeto de discusión.

Por otro lado, la diferencia entre contratos nulos y anulables, como especies de los negocios ineficaces, puede consultarse en DE CASTRO BRAVO, *op. cit.*, p. 461 y ss.

Según el profesor DE CASTRO, el interés por la diferenciación de los tipos de ineficacia se advierte ya en el Derecho Romano, de donde se recibe en el Derecho Común la contraposición entre los negocios condenados *ipso iure* a la nulidad (*negocia nulla*) y los negocios respecto de los que ciertos interesados tienen la facultad de anularlos (*negocia qui rescindi possunt*). La doctrina moderna ha pretendido distinguir y definir las clases de ineficacia, pero sin éxito, puesto que ni las leyes ni las obras de los tratadistas ni las sentencias de los tribunales han podido superar lo que denomina «el desconcierto de la doctrina» en esta materia.

A pesar de este escepticismo, lo cierto y verdad es que realiza la oportuna distinción entre los negocios nulos y los anulables. Los primeros serán aquellos cuya ineficacia es intrínseca, cuya carencia de efectos negociales ocurre sin necesidad de una previa impugnación del negocio. La manifestación más importante de esta nulidad absoluta es que los Tribunales la pueden apreciar de oficio. El negocio nulo no permite subsanación sino tan sólo conversión en otro negocio distinto si reúne los requisitos de este otro.

Los negocios anulables son aquellos cuya invalidación depende del ejercicio de la acción de impugnación. Son los negocios hechos por incapaces (art. 1263 Cc) o en los que el consentimiento se encuentra viciado (art. 1265 Cc). Se regulan en el art. 1300 Cc que, bajo la rúbrica general del capítulo «De la nulidad de los contratos», permiten ser anulados, aunque no haya lesión para los contratantes, siempre que adolezcan de alguno de los vicios que los invalidan con arreglo a la ley.

Pues bien, es precisamente la utilización del término «nulidad» en la denominación del Capítulo VI del Título II del Libro IV del Código Civil, cuando en realidad se hace referencia a supuestos de anulabilidad, lo que ha creado la confusión en los términos. Confusión que se continúa igualmente en el art. 9.4 de la LCDSF al hacer referencia a la nulidad de los contratos cuando se trata de supuestos de anulabilidad.

(58) Una aplicación de la interpretación judicial de la esencialidad o no de la falta de información para justificar la anulabilidad del contrato la podemos encontrar en la Sentencia de 9 de julio de 2009 de la Audiencia Provincial de Barcelona (AC\2009\1849).

En palabras de TAPIA SÁNCHEZ, cualquier incumplimiento se eleva a causa de nulidad, con lo que realmente se está elevando de rango: el incumplimiento de obligaciones no esenciales pasa a serlo a efectos de nulidad. Así, «*en definitiva, el art. 9.4. LCDSF ha convertido en esenciales determinadas informaciones que, de no ser por esta mención expresa, no tendrían tal carácter de cara a la formación del consentimiento contractual por el consumidor*»⁽⁵⁹⁾.

Llama la atención esta elevación del rango, puesto que el Código Civil limita de manera importante los supuestos en que cabe la anulabilidad del negocio. En efecto, adicionalmente a los supuestos de violencia o intimidación, la regulación del error —que sería equiparable al supuesto de falta de información que obliga al consumidor a contratar lo que realmente no quiere por no conocerlo realmente— contenida en el Código es clara al respecto.

En tal sentido, los tres supuestos que regula el art. 1266 del Código Civil revelan la voluntad de limitar esta causa de ineficacia del contrato a supuestos realmente de relevancia:

- i. el error debe recaer sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato o sobre las condiciones de la misma que principalmente hubiesen motivado su celebración;
- ii. si el error recae sobre la persona, sólo se invalidará el contrato cuando la consideración a ella hubiese sido la causa principal del mismo;
- iii. por último, los meros errores de cuenta solo dan lugar a su corrección.

Igualmente, la jurisprudencia de los Tribunales tiende a ser restrictiva en su aplicación de este precepto y ceñirse a sus justos términos, impidiendo que cualquier tipo de error que se aduzca pueda dar lugar a la ineficacia del contrato⁽⁶⁰⁾.

Según la referida resolución, aceptada la viabilidad de la acción de nulidad por defectos en la información causantes de error en el consentimiento «*hay que admitir que dicha falta de información se ha producido con carácter esencial. Ha faltado información sobre los derechos a desistir y resolver el contrato. Los derechos a desistir y resolver no se han hecho constar en el cuerpo del contrato (f. 8) como exige la ley. Por ello, la ley presume la nulidad, porque los actores no han podido tener cabal conocimiento de las condiciones del pacto. Hay, por tanto, error en el consentimiento por defectos de información (art. 1266 Cc) porque lo ofrecido no era claro, lo que supone predicar los efectos de los arts. 1300, 1303, 1306.2.ª y 1307 Cc (a los que remite el art. 10.2 LATBIUT)*».

(59) TAPIA SÁNCHEZ, M.R. *op. cit.*, p. 49.

(60) En tal sentido puede consultarse la Sentencia de 18 de junio de 2010 de la Audiencia Provincial de Islas Baleares (AC 2010\1071). Según esta resolución, de la que es ponente OLIVER BARCELÓ, «*Siguiendo la mejor doctrina, y como ha señalado reiteradamente este Tribunal según el artículo 1.266, “para que el error invalide el consentimiento deberá recaer sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo. El error sobre la persona sólo invalidará el contrato cuando la consideración a ella hubiese sido la causa principal del mismo”. Conforme a ello, el error causante de la posible anulabilidad puede recaer sobre datos objetivos del propio acuerdo contractual cuanto respecto de la otra parte contratante: en el primer caso, suele hablarse de error esencial o sustancial; en el segundo, de error sobre la persona. Aunque el artículo 1.266 se limite a prescribir que el error ha de ser esencial o sustancial, se requiere igualmente para invalidar el contrato que se trate de un error excusable. Con semejante calificación se pretende indicar que el contratante que incurre en yerro debe acreditar haber ejercitado una diligencia normal en el conocimiento de los extremos propios del objeto del contrato y que, pese a ello, no ha logrado superar la falsa representación mental en que ha incurrido. Con mayor claridad, la jurisprudencia —en vez de recurrir a la idea de excusabilidad— prefiere afirmar que el error “no sea imputable a quien lo padece” (SSTS de 18 de abril de 1978 y 16 de diciembre de 1957) o que resulta intrascendente cuando pudo evitarse mediante el empleo de una regular diligencia (STS de 7 de abril de*

Por lo que respecta a las consecuencias que va a generar la ineficacia del contrato por su anulación, debe aplicarse el art. 1303 del Código Civil, de tal modo que los contratantes habrían de «*restituirse recíprocamente las cosas que hubiesen sido materia del contrato, con sus frutos, y el precio con los intereses*». Dadas las importantes consecuencias que puede conllevar para el consumidor la restitución de prestaciones, la doctrina se plantea si serían posibles otras opciones distintas⁽⁶¹⁾.

En este sentido, se propugna la posibilidad de reclamación de una indemnización por los daños sufridos por el incumplimiento. Posibilidad que parece que sería admisible en virtud de lo establecido en el apartado c) del art. 8 del Texto Refundido de la Ley General para la defensa de los consumidores y usuarios, al reconocer a estos como derecho básico el de obtener la indemnización de los daños y la reparación de los perjuicios sufridos.

Igualmente y con carácter analógico, entendemos que sería de aplicación el art. 1124 del Código Civil, al permitir en las obligaciones recíprocas que el contratante que cumple sus obligaciones pueda escoger entre exigir el cumplimiento del incumplidor o bien la resolución de la obligación, y en todo caso con indemnización de los daños y perjuicios sufridos⁽⁶²⁾.

El problema se planteará entonces en que, al no existir realmente contrato, no sería de aplicación la normativa de las obligaciones al no haber surgido aún estas y encontrarnos en los momentos anteriores a la contratación. Sería por tanto necesario profundizar en la distinción que lleva a cabo la doctrina del Tribunal Supremo entre el precontrato y los tratos preliminares⁽⁶³⁾ y situar en ellos la situación del consumidor que, teniendo voluntad de

1976). *Debe existir, finalmente, un nexo de causalidad entre el error sufrido y la celebración del contrato, de forma tal que resulta exigible probar que dicho error es determinante. Esto es, que de no haber existido error, no se habría llegado a la efectiva celebración del contrato. Y sobre el dolo que, por otra parte, actuar dolosamente (con dolo) significa tanto como malévolamente o maliciosamente, ya sea para captar la voluntad de otro, ya incumpliendo la obligación que se tiene contraída».*

(61) Piénsese, por ejemplo, en la contratación de un préstamo, que el consumidor ya ha recibido y quizá consumido. Si se declara la ineficacia del mismo, por ejemplo, por no haber sido debidamente informado por el proveedor de los costes del mismo o se le hubiese facilitado una información errónea que le motivó a contratar esa operación en detrimento de otra cuyo coste hubiera podido ser inferior, y la consecuencia es la inmediata devolución del importe, es evidente que flaco favor se le hace al consumidor.

(62) Sobre esta materia se ha pronunciado recientemente el Tribunal Supremo en Sentencia de 10 de junio de 2010 (RAJ 2010\2675), de la que fue ponente MARÍN CASTÁN. En dicha sentencia, tras declararse la nulidad de una compraventa de una empresa, se condena no sólo a la restitución de las prestaciones sino también a que los vendedores abonen a los compradores el importe de los daños y perjuicios sufridos. En tal sentido, el Tribunal Supremo justifica su imposición en los siguientes términos: «*como el art. 1303 CC puede resultar insuficiente para resolver todas las consecuencias de la nulidad, cabe acudir a otras normas como los arts. 1101 y siguientes del propio Código o el principio general del derecho que veda el enriquecimiento injusto*». En la medida en que la remisión que efectúa el art. 9.4 de la Ley lo es a la legislación civil en general, entendemos que este argumento podría ser perfectamente aplicable.

(63) Según sentencia del Tribunal Supremo de 13 de octubre de 2005 (RJ 2005\7235), «*En efecto, el llamado precontrato, contrato preliminar o preparatorio, o "pactum de contrahendo" bilateral de compraventa tiene por objeto constituir un contrato y exige como nota característica que en él se halle prefigurada una relación jurídica con sus elementos básicos y todos los requisitos que las partes deben desarrollar y desenvolver en un momento posterior (SSTS 23 diciembre de 1995 [RJ 1995, 9396]; 16 de julio 2003 [RJ 2003, 5144], entre otras), cuya efectividad o puesta en vigor se deja a voluntad de ambas partes contratantes. Supone, por tanto, el final de los tratos preliminares y no una fase de ellos, como dice la Sentencia de 3 de junio de 1988 (sic) (RJ 1988, 3715), en los que las partes, a partir de acuerdos vinculantes, tratan de configurar esos elementos esenciales del contrato, que no existen jurídicamente hasta ese momento y que sin ellos no sólo no sería posible cumplimentar de forma obligatoria lo que todavía no existe, sino que permitiría a los interesados desistir de estos tratos, sin más secuelas que las que pudieran resultar de la aplica-*

contratar, no ha prestado realmente su consentimiento por haberle facilitado la información el proveedor de servicios de manera parcial o no ajustada a la realidad; cuestión esta que excede los límites de este trabajo.

El mismo problema nos podríamos encontrar en el caso de que el consumidor, por no haber recibido una información correcta y veraz, no hubiese llegado a contratar. En tal caso es evidente que no sería posible acudir al texto de la Ley, pues el contrato que no ha llegado a nacer no puede ser anulado. La única opción en tal caso de proteger al consumidor sería concederle la opción de reclamar los perjuicios sufridos, acudiendo en tal caso a la responsabilidad extracontractual o aquiliana⁽⁶⁴⁾. Una dificultad añadida es que también el proveedor de servicios habría sufrido un perjuicio al no haber siquiera llegado a contratar, aspecto éste igualmente que abre nuevas líneas de investigación, como por ejemplo la distribución de culpas, que exceden el ámbito del presente.

4.4. Desplazamiento del dies a quo para el cómputo del plazo de ejercicio del derecho de desistimiento

El art. 10 de la Ley regula el derecho de desistimiento, configurado como un derecho del consumidor que le permite dar por extinguido el contrato sin indicación de los motivos y sin penalización alguna.

El plazo para el ejercicio de este derecho es de catorce días naturales o de treinta en los contratos relacionados con seguros de vida y comienza su cómputo el día de la celebración del contrato (o el de comunicación al consumidor de que el contrato se ha celebrado en el caso de seguros de vida). Pues bien, en el caso de que el consumidor no hubiera recibido la información a que se refiere el art. 7.1, el plazo comenzará a correr cuando se reciba la referida información.

Es patente la deficiente técnica jurídica del precepto en que se regula esta consecuencia del incumplimiento del deber de información. En efecto, se refiere el art. 10 a los supuestos en que el consumidor «no hubiera recibido las condiciones contractuales y la información contractual indicada en el art. 7.1»; sin embargo, la información a que se refiere el art. 7.1 es precontractual, pues debe suministrarse «con tiempo suficiente y antes de que éste asuma cualquier obligación derivada de la oferta o del contrato a distancia», mientras que las «condiciones contractuales» se regulan en el art. 9.1. La interpretación más correcta debe ser entender que se refiere a la información precontractual y a las condiciones contractuales en su totalidad, y que mientras no se cumpla con esta obligación no empezará a correr el plazo de ejercicio del derecho de desistimiento⁽⁶⁵⁾.

ción del artículo 1902 CC (LEG 1889, 27) caso de abrupta e injustificada separación de la fase prenegocial, según establecen entre otras las Sentencias de 26 de febrero (RJ 1994, 1198) y 19 de julio de 1994 (RJ 1994, 6698) y 16 de diciembre de 1999 (RJ 1999, 8978)».

(64) La responsabilidad extracontractual o aquiliana se regula en el art. 1902 del Código Civil, según el cual «el que por acción u omisión causa daño a otro, interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño causado», existiendo una muy amplia jurisprudencia que lo desarrolla y que viene a establecer como requisitos para que concurra la existencia de una acción u omisión culposa, la producción de un daño a tercero y la concurrencia de un nexo causal entre la acción y el daño.

(65) También en este punto se abren nuevas líneas de investigación en el sentido de si existe un límite o no al comienzo del cómputo del plazo, habiéndose dictado alguna sentencia relevante por el Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea al respecto.

BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV.: «El consumidor en la contratación bancaria electrónica». *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 96.
- ANCOS FRANCO, H.: «La protección de los consumidores en la comercialización a distancia de servicios financieros: una perspectiva de Derecho Comunitario Europeo», *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 10, julio-diciembre 2001, pp. 627-644.
- ARIAS POU, M.: *Manual práctico de comercio electrónico*, Madrid, 2006.
- ARROYO APARICIO, A.: «Análisis crítico de la normativa relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores», en la obra colectiva *Tendencias actuales en torno al mercado de crédito* (PULGAR EZQUERRA, J., Dir.; VARGAS VASSEROT, C., Coord.), Madrid, 2010, pp. 339-368.
- BERROCAL LANZAROT, A.I.: «Perfección del contrato en la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y del comercio electrónico: la unificación de criterios», *Revista de la Contratación Electrónica*, núm. 100, 2009, pp. 3-102.
- CALVO CARAVACA, A.L.: «El Reglamento Roma I sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales: cuestiones escogidas», en *Cuadernos de Derecho Transnacional*, octubre 2009, vol. 1, núm. 2, pp. 52-133.
- CARRIAZO PÉREZ DE GUZMÁN, T.: «El incumplimiento de los requisitos de información previa en el anteproyecto de ley de comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. El desistimiento», en *Derecho patrimonial y tecnología: revisión de la contratación electrónica con motivo del Convenio de las Naciones Unidas sobre Contratación electrónica de 23 de noviembre de 2005 y de las últimas novedades legislativas* (coord. MADRID PARRA, A., GUERRERO LEBRON, M.J.), 2007, pp. 297-324.
- CASANOVA GUASCH, F.: «Comercio electrónico: Nuevos problemas y tensiones sobre el sistema fiscal», publicado en la *Revista Electrónica Alfa-Redi* núm. 39, octubre de 2001 (<<http://www.alfa-redi.org/rdi-articulo.shtml?x=838>>).
- CASTELLANOS RUIZ, E.: «Las normas de Derecho Internacional Privado sobre consumidores en la Ley 34/2002 de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico», en *Cuadernos de Derecho Transnacional*, octubre 2009, vol. 1, núm. 2, pp. 134-159.
- CRUZ RIVERO, D.: «El proyecto de ley de medidas de impulso de la sociedad de la información: comentario al capítulo primero», en *Revista de Contratación Electrónica*, núm. 84, julio 2007, pp. 25-43.
- DE CASTRO BRAVO, F.: *El negocio jurídico*, Madrid, reimpresión, 1971.
- DÍAZ FRAILE, J.M.: «Los créditos hipotecarios en el proyecto de Directiva sobre contratación a distancia de servicios financieros», en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 209, 2002, pp. 39-52.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, N.: *El nuevo régimen de la contratación a distancia con consumidores*, Madrid, 2009.

- FLORES DOÑA, M.S.: «Naturaleza y caracterización general de la contratación bancaria electrónica con el consumidor», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 96, pp. 1-28.
- «El soporte intangible en la contratación de servicios financieros», en *Derecho del sistema financiero y tecnología*, (Dir. MADRID PARRA, A.; Coord., GUERRERO LEBRÓN, M.J. y PÉREZ RODRÍGUEZ, A.M.), Madrid, 2010, pp. 485-505.
- GARCÍA MAS, F.J.: *Comercio y firma electrónicos. Análisis jurídico de los servicios de la sociedad de la información*, Valladolid, 2002.
- ILLESCAS ORTIZ, R.: Prólogo a la obra colectiva *Derecho del sistema financiero y tecnología* (Dir. MADRID PARRA, A.; Coord., GUERRERO LEBRÓN, M.J. y PÉREZ RODRÍGUEZ, A.M.), Madrid, 2010, pp. 11-14.
- *Derecho de la contratación electrónica*, Madrid, 2.^a edición, 2009.
- «Los principios de la contratación electrónica, revisitados», en la obra colectiva *Derecho patrimonial y tecnología: revisión de la contratación electrónica con motivo del Convenio de las Naciones Unidas sobre Contratación electrónica de 23 de noviembre de 2005 y de las últimas novedades legislativas* (coord. MADRID PARRA, A., GUERRERO LEBRÓN, M.J.), 2007, pp. 21-38.
- «La Ley 22/2007 sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y la dogmática contractual electrónica», en *Revista de Contratación Electrónica*, núm. 84, julio 2007, pp. 3-23
- LASARTE ÁLVAREZ, C.: *Manual sobre protección de consumidores y usuarios*, Madrid, 2010 (4.^a edición).
- LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M.: *Comentarios a la Ley de Servicios de Pago*, Madrid, 2011.
- MADRID PARRA, A.: «El convenio de Naciones Unidas sobre contratación electrónica», en la obra colectiva *Derecho patrimonial y tecnología: revisión de la contratación electrónica con motivo del Convenio de las Naciones Unidas sobre Contratación electrónica de 23 de noviembre de 2005 y de las últimas novedades legislativas* (coord. MADRID PARRA, A., GUERRERO LEBRÓN, M.J.), 2007, pp. 39-113.
- «Servicios financieros en línea», en la obra colectiva *Autores, consumidores y comercio electrónico* (dir. MORO ALMARAZ, M.J., coord. APARICIO VAQUERO, J.P., BATUECAS CALETRO, A.), Madrid, 2004, pp. 157-234.
- «El negocio jurídico electrónico», *Revista de Contratación Electrónica*, núm. 28, junio 2002, pp. 3-62.
- MARIMÓN DURÁ, R.: «La banca electrónica en el marco de la regulación de la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores», en AA.VV. (coord. COTINO HUESO, L.), *Consumidores y usuarios ante las nuevas tecnologías*, Valencia, 2008.
- MARTÍN SALAMANCA, S.: «Los derechos potestativos en la LCDSF: el derecho de desistimiento contractual», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 96, pp. 93-108.
- MARTÍNEZ SIMANCAS, J.: «Contratos bancarios e internet», en la obra colectiva *Derecho de Internet* (coord. MATEU DE ROS, R. y CENDOYA MÉNDEZ DE VIGO, J.M.), Madrid, 2000.

- MATEU DE ROS, R.: «Los contratos bancarios a distancia. La revisión de la Circular 3/2001 del Banco de España y la contratación electrónica», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 98, abril-junio de 2005, pp. 121-148.
- MATEU DE ROS, R. y LÓPEZ-MONÍS, M.: «La Circular 3/2001 del Banco de España y los contratos bancarios electrónicos», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 87, julio-septiembre 2002, pp. 7-41.
- MAYORGA TOLEDANO, M.C.: «La protección del consumidor en la contratación electrónica bancaria», en *Derecho del sistema financiero y tecnología* (Dir. MADRID PARRA, A.; Coord., GUERRERO LEBRÓN, M.J. y PÉREZ RODRÍGUEZ, A.M.), Madrid, 2010, pp. 259-280.
- MEDRANO MARTÍNEZ, E.: «Comercialización e información a través de internet», en *Derecho del sistema financiero y tecnología* (Dir. MADRID PARRA, A.; Coord., GUERRERO LEBRÓN, M.J. y PÉREZ RODRÍGUEZ, A.M.), Madrid, 2010, pp. 407-413.
- MUNAR BERNAT, P.A.: «La Directiva sobre contratos a distancia en materia de servicios financieros», en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo* (coord. CABANILLAS SANCHEZ, A.), vol. 2, 2002 (*Derecho civil, derecho de obligaciones*), pp. 1189-1200.
- PALÁ LAGUNA, F.: «Contratación de fondos de inversión a través de internet en el mercado único de la Unión Europea», en la obra colectiva *Derecho de Internet* (coord. MATEU DE ROS, R. y CENDOYA MÉNDEZ DE VIGO, J.M.), Madrid, 2000.
- ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: «El principio de homogeneidad operativa del mercado de valores y las entidades de crédito», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, num. 118, abril-junio 2010, pp. 41-77.
- SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «Doctrina jurisprudencial sobre productos financieros complejos: la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 118, abril-junio 2010, pp. 259-267.
- SERRANO GIL DE ALBORNOZ, F.: «Directiva sobre ventas a distancia y propuesta de directiva relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores», en la obra colectiva *Derecho de Internet* (coord. MATEU DE ROS, R. y CENDOYA MÉNDEZ DE VIGO, J.M.), Madrid, 2000, pp. 281-321.
- SIRVENT GARCÍA, J.: «El desistimiento del consumidor en la contratación bancaria electrónica», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 96, pp. 67-92.
- TAPIA SÁNCHEZ, M.R.: «La información del consumidor en la contratación bancaria a distancia», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 96, pp. 29-65.
- URÍA FERNÁNDEZ, F.: «La comercialización a distancia de servicios financieros: los servicios de banca minorista», en *Derecho del sistema financiero y tecnología* (Dir. MADRID PARRA, A.; Coord. GUERRERO LEBRÓN, M.J. y PÉREZ RODRÍGUEZ, A.M.), Madrid, 2010, pp. 167-176.

JURISPRUDENCIA

LA TITULARIDAD DE LA HIPOTECA FLOTANTE(*)

HENAR ÁLVAREZ ÁLVAREZ

*Profesora Titular de Derecho Civil
Universidad de Valladolid*

RESUMEN

La RDGRN resuelve la controvertida cuestión de la admisión de la hipoteca flotante «en mano común», así como el acceso al Registro de la Propiedad de determinadas cláusulas financieras y de vencimiento anticipado contenidas en los acuerdos de refinanciación preconcursales. El Alto Centro Directivo llega a la conclusión de considerar que la titularidad de la hipoteca flotante puede ser colectiva o en mano común siempre y cuando así lo estipulen expresamente los interesados, con independencia de que cada uno de los distintos créditos garantizados tenga su propia forma de titularidad o cotitularidad, no siendo posible atribuir a cada uno de los acreedores una cuota matemática en el derecho real de hipoteca del artículo 153 bis de la LH, sino que hay titularidad colectiva, sin que sea preciso fijar las cuotas. Esta indeterminación no perjudica a los terceros, pues conocen la responsabilidad hipotecaria máxima de la que responde el deudor.

Palabras clave: *Hipoteca flotante, principio de accesoriedad, acuerdos de refinanciación, principio de especialidad, créditos sindicados, numerus apertus.*

ABSTRACT

The decision of the Directorate General of Registries and Notaries solve the vexed question of the admission of the common hand floating mortgage, as well as access to the Registry of Property and certain financial covenants contained in the early maturity of refinancing agreements workouts. The High Executive Center concludes considering the ownership of floating mortgage can be collective or common hand provided expressly so provide stakeholders, regardless of whether each of the various credits guaranteed to have its own way ownership or joint ownership, not being able to attribute to each creditor a fee mathematics in the real right mortgage of Article 153 bis of the Mortgage Act, but there is collective ownership, without the need to set quotas. This indeterminacy does not harm others, because they know the maximum mortgage responsibility for the execution debtor.

Key words: *Floating mortgage, Accessoriness principle, Refinancing agreements, Principle of specialty, Syndicated loans, apertus numerus.*

A PROPÓSITO DE LA RESOLUCIÓN DE LA DGRN DE 8 DE JUNIO DE 2011

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Vistos los artículos 392 y siguientes, 1138, 1139, 1149 a 1151, 1255 y 1772 del Código Civil; 2, 12 y 153 bis de la Ley Hipotecaria;

Disposición Adicional 4.^a de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal; 7, 54, 92, 217 y 227 del Reglamento Hipotecario; y Resoluciones de 26 de diciembre de 1946, 5 de abril de 1991, 21 de enero y 12 de junio de 1993, 23 de marzo de

(*) El presente trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación «*El nuevo derecho inmobiliario registral: hipoteca, mercado hipotecario y Derecho Civil*», referencia DER 2009-12093 (subprograma JURI), del que es Investigador principal el Prof. Dr. D. Andrés DOMÍNGUEZ LUELMO, Catedrático de Derecho Civil de la Universidad de Valladolid.

1994, 28 de abril y 23 de julio de 1999, 15 de febrero y 22 de mayo de 2000, 30 de enero y 10 de febrero de 2003, 10 de septiembre de 2009, 1 de octubre, 4 de noviembre y 21 de diciembre de 2010, y 11 de enero de 2011.

1. Para la mejor comprensión de la cuestión debatida es necesario precisar las características de la operación jurídica formalizada y de la configuración de las obligaciones y garantías pactadas. En tal sentido, antecedentes, elementos y características de la operación jurídica documentada en la escritura calificada, con relevancia para la resolución de este recurso, son las siguientes:

1.º En el marco del proceso de refinanciación de la deuda bancaria del grupo «Reyal Urbis, S.A.», en fecha 15 de octubre de 2008 los acreedores (que alcanzan el elevado número de 46) y el deudor suscribieron un acuerdo de financiación sindicada a largo plazo novada y refundida por importe de 3.400.874.276,23 euros, que fue elevado a público mediante escritura de la misma fecha (al que las partes denominan «Primer Contrato Modificado y Refundido»). Este contrato comprendía diversos tramos e instrumentos financieros (acuerdos de reembolso, líneas bilaterales, pagarés, créditos inmobiliarios y sindicados) que quedaron garantizados con diferentes hipotecas inmobiliarias otorgadas en la misma escritura pública. Se trata, pues, de una operación de reestructuración global de la deuda de «Reyal Urbis, S.A.» con el objetivo de permitir su viabilidad a corto y medio plazo.

2.º Los acreedores y el deudor acordaron modificar dicho Primer Contrato con el fin de adaptarlo a las previsiones financieras y de generación de tesorería contenidas en un nuevo plan de negocio del deudor. Con fecha 10 de mayo de 2010 dichas partes suscribieron un «Acuerdo Marco de Refinanciación» y un «Segundo Contrato de Novación Modificativa no Extintiva de ciertos contratos de financiación», en el que además se conceden nuevos tramos de financiación y se adecua el calendario de amortización de los distintos tramos al nuevo plan de negocio 2010-2012 aportado por el deudor. En diversos anexos se incluye una descripción detallada de los diversos instrumentos financieros incluidos en el contrato, con indicación del

correspondiente acreditante y su participación, tipo de deuda, importe y datos de la póliza o escritura en virtud de la cual se formalizó.

(...)

4.º El acuerdo de refinanciación se sujeta a una condición suspensiva consistente en la incorporación mediante diligencia a la escritura de elevación a público del acuerdo de una copia del informe emitido por el experto independiente designado por el Registro Mercantil de Madrid, en el que tal experto informe sobre la refinanciación y confirme el carácter razonable y realizable del plan de negocio del deudor, conforme exige la Disposición Adicional 4.ª de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. Dicho informe fue entregado con fecha 14 de mayo de 2010 y así se hace constar por diligencia.

5.º Para garantizar las obligaciones del deudor incluidas en los Tramos B, C, D, E, L1, L2, L4 y L5 previstos en el Segundo Contrato Modificado y Refundido y las que se deriven de los Contratos de Cobertura, se constituye hipoteca inmobiliaria (del mismo rango que la que se constituye simultáneamente para garantizar las obligaciones del Tramo A), hipoteca que presenta los siguientes caracteres:

a) se constituye con el carácter de hipoteca de máximo o flotante a fin de asegurar el cumplimiento de todas y cada una de las obligaciones garantizadas antes referidas (no garantiza otras obligaciones que en el pasado, el presente o el futuro puedan existir entre las mismas partes), conforme al artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria. Dicha hipoteca caducará automáticamente el día 30 de diciembre de 2017, salvo que con anterioridad se haya iniciado su ejecución;

b) el valor de las fincas hipotecadas en el momento de la constitución del gravamen y la responsabilidad hipotecaria a ellas asignada es inferior al importe total de las obligaciones contraídas y garantizadas;

c) las partes no proceden a dividir o distribuir la responsabilidad hipotecaria asignada en la hipoteca flotante para cada finca entre las diferentes obligaciones «que, en su caso, pudieran distinguirse dentro de las obligaciones garantizadas»;

d) en la cláusula relativa a la responsabilidad hipotecaria se inserta el siguiente pacto

sobre la titularidad de la hipoteca: «dado que la hipoteca flotante es de titularidad colectiva y se constituye en beneficio de todos los acreedores, la titularidad del derecho real la mantienen conjuntamente todos y cada uno de ellos con las consecuencias descritas en la Cláusula 8 respecto de su ejecución, sin que, por expreso acuerdo de las partes, se atribuya cuota alguna por entidad. La cancelación de la hipoteca flotante será por tanto siempre colectiva, sin que ningún acreedor pueda, por sí mismo cancelar la hipoteca flotante, sin perjuicio claro está de su libérrima facultad de renunciar a sus derechos en la hipoteca flotante». Por tanto, tanto en el caso de la ejecución como en el de la cancelación de la hipoteca los acreedores han de proceder de forma colectiva;

e) finalmente se designa a uno de los acreedores como Banco Agente con facultades para ejercitar las acciones derivadas de la hipoteca.

El Registrador, en una primera nota de calificación, consideraba, entre otros defectos, que era necesario expresar la cuota o participación o porcentaje indiviso que corresponde a cada una de las entidades acreedoras en los derechos de hipoteca.

Presentado nuevamente el documento junto con otros complementarios que subsanan, entre otros, el defecto alegado en cuanto a la hipoteca en garantía del Tramo A, se reitera el defecto indicado en cuanto a la segunda hipoteca. Considera el Registrador, en su extensa nota de calificación, que aunque se trate de una hipoteca constituida con arreglo al artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria y que no hay ningún obstáculo para el pacto relativo al ejercicio colectivo de la acción hipotecaria, han de aplicarse las reglas generales relativas a toda comunidad, por lo que debe especificarse la cuota correspondiente a cada cotitular de la hipoteca. Para el Registrador en rigor no hay titularidad colectiva sin cuotas, sino ejecución colectiva o unitaria a través del Banco Agente.

El recurrente, por el contrario, sostiene que es plenamente admisible la hipoteca en mano común sin ser necesaria la distribución de cuotas al ser posible al amparo de la libertad de pacto del párrafo segundo del artículo 392 del

Código Civil configurar en nuestro Derecho una comunidad germánica de modo convencional.

2. Con independencia de la denominación atribuida a la hipoteca constituida (hipoteca flotante «en mano común»), por las características descritas se desprende que lo pretendido por los contratantes es la configuración de una titularidad activa sobre el derecho real de hipoteca de tipo colectivo, sin distribución de cuotas, con destino unitario, en garantía de un conjunto de créditos independientes pero vinculados entre sí a través de un pacto de sindicación y dotados de un régimen unificado en sus condiciones financieras mediante la correspondiente novación de los contratos primitivos. Se estipula de este modo un destino unitario en cuanto a ejecución y cancelación para lo que se establece un régimen de actuación colectiva, que requiere del acuerdo de todos los coacreedores conforme a las reglas del acuerdo de sindicación de sus créditos. Los pactos se incluyen en un programa de refinanciación paraconcursal de la sociedad deudora con arreglo a un plan de viabilidad, en el que la pérdida de autonomía de cada uno de los acreedores en cuanto al ejercicio de las acciones derivadas de sus derechos de crédito se ve compensada por la no aplicación de la limitación de la cobertura de la responsabilidad hipotecaria de cada obligación en el porcentaje de su cuota en el derecho de hipoteca, de forma tal que todas y cada una de las obligaciones queden «ab initio» garantizadas con el total importe de la responsabilidad hipotecaria.

La cuestión estriba en determinar si todo ello es posible en el marco de nuestra actual legislación civil e hipotecaria, o si por el contrario no es admisible por impedirlo los artículos 392 del Código Civil y 54 del Reglamento Hipotecario, y sus concordantes.

3. Las posiciones doctrinales en torno a la admisibilidad de las distintas formas de organizar la pluralidad de acreedores de un derecho real de hipoteca son divergentes. En unos casos se rechaza la admisión de las hipotecas «en mano común», o sin asignación de cuotas o participaciones indivisas, en todo caso, al margen de la naturaleza de las obligaciones garantizadas, en base al argumento de que en nuestro Derecho no se admiten más comunida-

des germánicas que las expresamente admitidas legalmente (comunidades hereditarias, sociedad de gananciales, montes vecinales en mano común, etc.). En otros se admite dicha figura pero condicionada a que la obligación garantizada sea, a su vez, una obligación en mano común (o mancomunada en sentido estricto, no en el sentido de obligación parciaria), dado el carácter accesorio de la hipoteca respecto de la obligación garantizada. Una tercera postura, admite la constitución de una única hipoteca común y sin distribución de cuotas entre los distintos acreedores, cualquiera sea la naturaleza jurídica de los créditos, pero bajo la condición de que se establezca un régimen común de sindicación de tales obligaciones.

El debate reseñado adquiere todavía mayor complejidad cuando la hipoteca constituida se acoja a la modalidad de hipoteca de máximo, en su variante de hipoteca flotante, al amparo del artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria, en la que la nota de la accesoriedad, manteniéndose, se debilita por admitirse diversas modalidades que dificultan o impiden el perfecto paralelismo entre la titularidad de las obligaciones y la de la hipoteca.

4. Pues bien, la titularidad plural de los derechos reales queda sujeta en Derecho común, como disciplina básica, al régimen de la comunidad de bienes contenido en los artículos 392 y siguientes del Código Civil, lo que excluye en principio la admisión de titularidades dominicales solidarias tal como ya tuvo ocasión de señalar la Resolución de 26 de diciembre de 1946. Ello se traduce a efectos registrales en la necesidad de precisar en la inscripción a practicar la cuota o porción ideal de cada titular en el derecho con datos matemáticos que permitan conocerla indudablemente (cfr. artículo 54.1 del Reglamento Hipotecario). El Código ve con desfavor las situaciones de comunidad, considerándolas imperativamente como transitorias (cfr. artículo 400 del Código Civil). La autonomía de la voluntad se constituye empero en elemento básico para su regulación (cfr. artículo 392), y sólo en su defecto se establecen una serie de normas relativas al disfrute de la cosa común (cfr. artículos 393 y 394); a la administración y disposición (cfr. artículos 396, 397 y 398) y a la

división (cfr. artículos 400 y siguientes). Estas normas se refieren, en esencia, al dominio y a los derechos reales de disfrute, lo que no obsta para su aplicación, con matices, a otra clase de derechos reales.

Ahora bien, como este Centro Directivo ha tenido ocasión de señalar, la exigencia impuesta por el artículo 54 del Reglamento Hipotecario, en orden a la determinación de la cuota de cada titular en un proindiviso, debe subordinarse a las especiales características de ciertas comunidades, pues no siempre será imperativa la existencia de aquellas cuotas para la perfecta delimitación del derecho inscrito (cfr. Resolución de 22 de mayo de 2000).

La hipoteca, pese a ser un derecho real, presenta en los supuestos de pluralidad de titulares evidentes singularidades. Es un derecho que no implica contacto posesorio con la cosa y la transitoriedad, esencia de las comunidades relativas al dominio y demás derechos reales de disfrute, con la atribución a cada cotitular en cualquier momento de la acción de división, es ajena a esta clase de comunidad. Por otra parte, la finalidad de garantía del cumplimiento de una obligación, que puede ser de cualquier clase (cfr. artículos 1861 del Código Civil y 105 de la Ley Hipotecaria), la convierte en accesorio del crédito que garantiza, de suerte que su titularidad será la misma que la de dicho crédito. El carácter parciario, mancomunado o solidario del crédito va a determinar o condicionar la titularidad proindiviso, colectiva o solidaria de la hipoteca que la garantice, siendo la determinación de cuotas inexcusable en el caso de la obligación parciaria pero no en los demás casos (cfr. Resoluciones de 23 de marzo de 1994, 28 de abril de 1999, 15 de febrero de 2000 y 10 de febrero de 2003). Por otra parte, tampoco puede olvidarse que el principio de autonomía de la voluntad puede dar a la organización de una pluralidad de titulares del crédito unas características diferentes.

Esta singular cotitularidad también puede determinar especialidades en el ejercicio de la acción hipotecaria. Tres son las formas que puede presentar dicho ejercicio: la actuación aislada y unilateral de cada acreedor, de cada cotitular, que inevitablemente exige como presupuesto la previa determinación de cuotas (vid.

en este sentido el artículo 227 del Reglamento Hipotecario); la aislada de cualquier acreedor vinculando a los demás, que nos llevará a la cotitularidad solidaria; y, por último, la actuación conjunta de todos los acreedores, en caso de que se trate de una obligación indivisible por pacto expreso entre las partes.

5. En este caso concreto, el problema que se ha de dilucidar es si resulta o no necesaria la atribución de cuotas en una hipoteca constituida con arreglo al artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria a favor de una pluralidad de acreedores en garantía de una pluralidad de obligaciones que se recogen en un acuerdo de refinanciación, cuando se ha pactado el necesario ejercicio colectivo de la acción hipotecaria. Dos son las cuestiones que hay que plantear con carácter previo: en primer lugar la naturaleza jurídica del acuerdo de refinanciación; y en segundo lugar, la aplicación de la accesoriedad, o no, de la hipoteca constituida con arreglo al artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria.

Con relación a la primera cuestión, el acuerdo de refinanciación no es el mero reflejo de una pluralidad de obligaciones independientes; es un negocio jurídico que responde a un propósito unitario consistente en organizar jurídicamente esa pluralidad con un nexo causal común: facilitar el saneamiento financiero del deudor y evitar la declaración de concurso. Si bien en el mismo acuerdo se establece que la posición contractual de cada uno de los acreditantes tiene carácter mancomunado, siendo enteramente independientes sus derechos y obligaciones (apartado 6.1.1 del Acuerdo), no obstante se establece igualmente un tejido de obligaciones accesorias y adicionales que unifican el régimen jurídico de las obligaciones principales: normas comunes relativas a intereses, ordinarios y de demora, amortización anticipada, imputación de cantidades, resolución anticipada, cesión de las obligaciones, etc.; y se crea la figura del Agente y del Agente de Garantías que van a facilitar las relaciones con el deudor, la comunicación entre acreedores y el posible ejercicio de las acciones. Esta última figura es esencial para el desenvolvimiento de las garantías pactadas (apartados 30 y siguientes del Acuerdo), configurándose el mandato conferido con carácter irrevocable

(apartado 30.7 del Acuerdo) y permitiendo que sólo él pueda promover la ejecución de las garantías prestadas (apartado 30.8 del Acuerdo). A los acuerdos de refinanciación se refiere hoy la Disposición Adicional cuarta de la Ley Concursal. Por tanto, la novación de las obligaciones que se integran en el acuerdo de refinanciación, sin perder su individualidad, pues expresamente se excluye su extinción, comporta una novación modificativa conjunta que les atribuye un nexo causal común, en atención de su común finalidad de reestructuración financiera, lo que unido al acuerdo paralelo de sindicación, a que después nos referiremos, dota al conjunto de los créditos así vinculados de una fuerte singularidad en cuanto a la configuración y naturaleza de su titularidad activa, con un relevante componente colectivo.

En relación con la segunda cuestión, hay que comenzar recordando que diversas pueden ser las causas para que la hipoteca sea flotante: que se trate de obligaciones totalmente futuras, sólo identificadas de manera somera (mediante los concretos datos exigidos por el artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria); que se trate de una pluralidad de obligaciones en parte presentes, en parte futuras; o, simplemente, que se trate de una pluralidad de obligaciones que sin perder su individualidad la suma de toda ellas exceda de la respectiva cobertura hipotecaria, no sabiéndose por anticipado cuales son las obligaciones que van a quedar garantizadas en su fase de ejecución y cuales no. En todos estos casos si bien se ha modalizado el dogma de la accesoriedad de la hipoteca respecto de la obligación garantizada, el mismo subsiste, de manera que en ningún caso será admisible la transmisión independiente de la hipoteca, y la misma subsistirá en tanto subsista cualquiera de las obligaciones garantizadas.

6. En relación con la hipoteca constituida debe analizarse si es o no necesario la expresión de las cuotas. Debe destacarse la complejidad del problema planteado por una parte, como ha destacado nuestra doctrina, las categorías de parciaridad, mancomunidad y solidaridad en que comúnmente se clasifican las obligaciones en los supuestos de pluralidad de acreedores o deudores, no excluyen la posibilidad de que los

contratantes organicen esa pluralidad de modo diferente, especialmente cuando la pluralidad afecte a obligaciones y acreedores. Admitida esa autorregulación en el plano obligacional, tampoco existe ningún obstáculo para que la misma se extienda, en la medida exigida por su carácter accesorio, al derecho real de hipoteca. Al principio de libertad de pacto del artículo 392 del Código Civil se une la doctrina del «*numerus apertus*». Conforme a esta doctrina ningún obstáculo puede existir acerca de la posibilidad de creación de nuevas figuras de derechos reales con arreglo a los artículos 2 de la Ley Hipotecaria y 7 del Reglamento Hipotecario; pero tampoco puede existir ningún obstáculo para que la autonomía de la voluntad pueda adaptar los derechos ya tipificados a las exigencias de la realidad económica y social siempre y cuando se respeten las características estructurales típicas de tales derechos reales, cuales son, con carácter general, su inmediatividad, o posibilidad de ejercicio directo sobre la cosa, y su absolutividad, que implica un deber general de abstención que posibilite dicho ejercicio sin constreñir a un sujeto pasivo determinado. Y eso es lo que ocurre en el presente caso en el que dada la especial situación en que se encuentra el deudor y la insuficiencia de su patrimonio para garantizar todas sus obligaciones, ha llegado a un pacto junto a sus acreedores, vinculante para todos ellos, que articula el desenvolvimiento de sus obligaciones principales y accesorias, determinando el modo y orden en que han de ser satisfechas las mismas y excluye el ejercicio aislado de las garantías pactadas.

Como ha declarado este Centro Directivo (cfr. Resolución de 21 de diciembre de 2007), en nuestro Ordenamiento el propietario puede disponer de sus bienes, y, por ende, constituir gravámenes sobre ellos, sin más limitaciones que las establecidas en las leyes (artículo 348 del Código Civil). No sólo se permite la constitución de nuevas figuras de derechos reales no específicamente previstas por el legislador (cfr. artículos 2.2.º de la Ley Hipotecaria y 7 del Reglamento Hipotecario), sino también la alteración del contenido típico de los derechos reales legalmente previstos y, en concreto (cfr. artículos 647 del Código Civil y 11, 23 y 37 de la Ley Hipotecaria) sujetarlos a condición, tér-

mino o modo. Pero es también cierto que esta libertad tiene que ajustarse a determinados límites y respetar las normas estructurales (normas imperativas) del estatuto jurídico de los bienes, dado su significado económico-político y la trascendencia «*erga omnes*» de los derechos reales, de modo que la autonomía de la voluntad debe atemperarse a la satisfacción de determinadas exigencias, tales como la existencia de una razón justificativa suficiente, la determinación precisa de los contornos del derecho real, la inviolabilidad del principio de libertad del tráfico, etc. (cfr. Resoluciones de 5 de junio y 23 y 26 de octubre de 1987, y 4 de marzo de 1993).

Estos límites alcanzan especial significación en relación con la hipoteca, pues se imponen en defensa del deudor y en aras de la facilidad de tráfico jurídico inmobiliario, del crédito territorial y, en definitiva, del orden público económico. Ahora bien, precisamente el principio de especialidad que impone la exacta determinación de la naturaleza y extensión del derecho que ha de inscribirse (cfr. artículos 9.2 de la Ley Hipotecaria y 51.6 del Reglamento Hipotecario), es el que, tratándose del derecho real de hipoteca, y dado su carácter accesorio del crédito garantizado (cfr. artículos 104 de la Ley Hipotecaria y 1857 del Código Civil), exige, como regla general, la precisa determinación de la obligación a la que sirve. Y por ello, como han declarado las Resoluciones de 15 de febrero de 2000 y 10 de febrero de 2003, al ser la hipoteca accesoria del crédito que garantiza, «su titularidad será la misma que la del crédito. Y si en el ámbito de éstos la pluralidad de elementos personales puede traducirse en varias posibilidades, una de las cuales es la solidaridad, el mismo carácter tendrá la titularidad de la hipoteca que lo garantice y como tal habrá de inscribirse haciéndose constar esa solidaridad, en lugar de la determinación de las cuotas». Estas Resoluciones no limitan la exclusión de la necesidad de las cuotas, como entiende el Registrador, al sólo caso de las hipotecas en garantía de obligaciones solidarias, sino que con carácter general sienta la doctrina de que la titularidad de la hipoteca queda condicionada y mimetiza la titularidad activa de las obligaciones en cuya seguridad se constituye, obligaciones que en el caso de tales Resoluciones eran solidarias. Por tanto, de tal

doctrina se desprende que la fijación de las cuotas en la titularidad hipotecaria no será exigible cuando resulten incompatibles con la modalidad concreta en que se haya organizado en cada caso la situación de pluralidad de acreedores en la titularidad activa de los créditos.

La regla general de fijación de cuotas puede verse excluida no sólo por razón de la naturaleza de la obligación garantizada, sino también por el carácter del derecho hipotecado. Como dijo la Resolución de 17 de marzo de 1996, en un caso de fideicomiso condicional, no se produce perjuicio alguno al tráfico jurídico ni infracción al artículo 54 del Reglamento Hipotecario, que al establecer la regla general de fijación de cuotas «sólo puede imponer una determinación con datos matemáticos en los supuestos en que lo admite la naturaleza misma del derecho que se hipoteca».

(...)

7. Pero, además, profundizando en la perspectiva de las obligaciones garantizadas, hay que destacar que las modalidades de organización de la titularidad activa de los derechos de crédito en cuanto a las formas de organizar jurídicamente las situaciones de pluralidad de titulares o acreedores no constituyen un catálogo cerrado o «*numerus clausus*», admitiéndose otras distintas de las tipificadas legalmente. Además de los créditos solidarios, parciarios y mancomunados o en mano común, modalidades que podemos denominar ya clásicas, han ido apareciendo modernamente, a impulsos de las necesidades económicas del mercado y del principio de la autonomía de la voluntad, otras modalidades de créditos con pluralidad de acreedores que presentando alguna nota común con las categorías anteriores, no se identifican en rigor con ninguna de ellas, dando lugar a categorías mixtas o híbridas. Este es el caso de los denominados «créditos sindicados» surgidos en la moderna práctica bancaria con el objeto de estructurar jurídicamente operaciones financieras de gran volumen, bien para diluir o distribuir el riesgo a ellas inherentes entre varias entidades de crédito, cuando se trata de concesión de nuevo crédito que por su alcance rebasa el que prudencialmente pueden asumir cada una de ellas, bien para coordinar su actuación en situaciones

de insolvencia provisional del deudor común, es decir, en situaciones de reestructuración financiera del deudor tendentes a evitar su declaración de concurso de acreedores.

Además este último caso, que suele ir asociado a un contrato de novación modificativa de los créditos preexistentes de los distintos acreedores con arreglo a los criterios de un plan de viabilidad previo, es precisamente el que ha dado lugar a la operación formalizada en la escritura cuya calificación es objeto del presente recurso. En estas situaciones cuando se acuerda la sindicación de los distintos créditos se produce una organización jurídica de las titularidades del conjunto de los acreedores que, aún conservando su individualidad, les dota de una dimensión colectiva. Así, si bien generalmente se considera que cada una de las entidades acreedoras es titular de créditos distintos o separados, sin embargo en virtud de la sindicación pierden las facultades de ejercicio singular de los mismos, es decir, pierden su independencia funcional. En tales situaciones no hay solidaridad activa entre los acreedores (cfr. artículos 1137 «*in fine*» y 1141 del Código Civil), pero se canaliza el poder de actuación en uno sólo de los acreedores en calidad de «Agente» de la operación, no ya por razón del contenido intrínseco de su derecho de crédito, sino en virtud de un mandato representativo irrevocable, como instrumento necesario para el desenvolvimiento de la operación subyacente de sindicación de los distintos créditos. Tampoco son parciarios los créditos en este caso, lo que implicaría que los mismos no sólo conservarían su individualidad sino también su independencia funcional permitiendo que los acreedores actuasen individualmente, de forma autónoma, con perjuicio del resto de acreedores, situación que se quiere evitar en tales casos a fin de coordinar las actuaciones frente al deudor (cfr. artículos 1137 y 1138 del Código Civil). Pero tampoco se llega en el caso de los créditos sindicados a configurar una estricta mancomunidad o titularidad colectiva y en mano común, que requeriría que las facultades de ejercicio del crédito fuesen acordadas por la unanimidad de todos los partícipes, sistema excesivamente rígido que puede convenir en algunos casos o actuaciones, pero no en otros, en que se podría traducir en un

excesivo o abusivo derecho de veto a favor de cada cotitular.

En las situaciones de crédito sindicado se trata de favorecer la gestión de la concurrencia de la pluralidad de créditos a través de la citada figura del Banco Agente que, entre otras funciones, canaliza las relaciones externas entre el conjunto de los acreedores, que actúan unitariamente como sindicato, y el deudor. Para regular las relaciones internas o «ad intra» entre los miembros del sindicato o acreedores sindicados el contrato de sindicación (mediante la novación modificativa de los distintos contratos de crédito y demás operaciones financieras existentes entre los acreedores y el deudor común) prevé un conjunto de reglas que disciplinan el régimen de gestión, administración y disposición de los derechos de crédito adaptadas a las circunstancias de cada caso, y que pueden requerir el acuerdo unánime de todos los coparticipes o bien el acuerdo por mayoría, simple o reforzada, o permitir el ejercicio separado de alguna de las facultades del crédito o aplicar una combinación de tales criterios en función de la materia concreta de que se trate, como sucede en el caso del presente recurso (así, v.gr. la ejecución y la cancelación de la hipoteca requiere actuación conjunta de la unanimidad de los acreedores, la modificación de las condiciones financieras de los créditos sindicados requiere la simple mayoría, pero la cesión a tercero del crédito o más rigurosamente de la estricta posición contractual de cada acreedor puede realizarla cada partícipe separadamente).

Esta figura de los créditos sindicados (modalidad de contratos coligados) hoy está reconocida por la doctrina más autorizada, y también por la jurisprudencia. Así la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala Primera) de 20 de enero de 2004, explica tal figura distinguiendo entre el régimen de solidaridad activa —pactado en el caso concreto a que se refería dicha Sentencia— para la exigencia del crédito (proposición final del artículo 1137 del Código Civil) en el plano externo, de un lado, y, de otro, la especial regulación de la relación interna existente entre las entidades acreedoras a pesar de la heterogeneidad de sus créditos, regulación perfectamente posible tal como nos muestra el artículo 1140 del

Código Civil, y que se encarna en la preeminencia dada a una de tales acreedoras al atribuirle el cargo o función de entidad agente del crédito y en la preferencia de cobro otorgada a alguno de los acreedores para hacer propias, hasta cierta cifra, las cantidades que se obtengan en caso de realización de la finca hipotecada.

A la admisión de la hipoteca constituida de forma unitaria sin división de cuotas en garantía de créditos sindicados en los términos señalados no puede oponerse ni la supuesta indeterminación que pueda producir en los casos de tráfico jurídico sobre el derecho de cada acreedor, como en los supuestos de cesión o embargo de su derecho, ni tampoco en caso de ejecución meramente parcial de la hipoteca en relación con alguno de tales créditos garantizados. En cuanto al primer aspecto, porque lo cedido o embargado será en cada caso la concreta posición contractual del acreedor cedente o embargado, con el conjunto de sus derechos y obligaciones (estas últimas fundamentalmente en relación con el resto de coacreedores, sin perjuicio de las que ostente respecto del deudor por razón de contratos de los que surjan obligaciones bilaterales), posición contractual concreta que quedará reflejada en el Registro también a través de los pactos de sindicación. Pero tampoco hay indeterminación en los casos de ejecución meramente parcial, ejecución posible en tanto no se opongan a ello los acuerdos de sindicación (incluyendo el consentimiento de los coacreedores), ya que en caso de ejecución de la hipoteca respecto de alguna de las obligaciones lo importante es que quede claramente determinada la cuantía por la que queda vigente la hipoteca en relación con el resto de obligaciones, con arreglo a la regla general en materia de pluralidad de créditos garantizados (regla deducida de las normas establecidas en los artículos 154, 155 y 157 de la Ley Hipotecaria), que no es otra que la de la subsistencia de la hipoteca en relación con las obligaciones que no han ido a la ejecución, subsistencia que se extiende al mantenimiento del rango que le correspondía antes de la ejecución parcial de la misma (cfr. artículo 227 del Reglamento Hipotecario). Y si bien es cierto que tales ejecuciones parciales pueden resultar problemáticas, desde el punto de vista del principio de determinación y sus exigencias de

certeza en el tráfico jurídico (empezando por la necesidad de conocer cual es la responsabilidad hipotecaria en que se subroga el rematante), en los casos en que la suma de las obligaciones garantizadas excede de la total responsabilidad hipotecaria de las fincas gravadas —como el que es objeto de este recurso—, no es menos cierto que en este caso tal dificultad aparece salvada por el pacto expreso según el cual se acuerda que la cantidad que habrá de sustraerse a la cifra de responsabilidad hipotecaria en caso de ejecución parcial es la cantidad de la deuda por la que se insta la ejecución.

8. El criterio expuesto viene avalado también por la similitud que puede apreciarse con los supuestos analizados por este Centro Directivo en sus Resoluciones de 30 de enero de 2003 y de 10 de septiembre de 2009, relativas a supuestos de cesiones en pago o adjudicaciones judiciales acordadas en procedimientos de quiebra (anteriores a la actual Ley Concursal de 2003) en que la inscripción se admitió que pudiese practicarse a favor de la pluralidad de acreedores integrados en el sindicato de acreedores de la quiebra, sin distribución de cuotas a pesar de la falta de personalidad jurídica de dicho sindicato. Así, de la Resolución de 10 de septiembre de 2009 resulta que las reglas generales sobre determinación del titular registral no impiden la inscripción a favor de una pluralidad de titulares sin distribución de cuotas cuando su titularidad ostente el carácter de «en mano común», siempre que dicha titularidad colectiva esté articulada a través de un órgano legitimado para el ejercicio de los derechos correspondientes en nombre de los titulares, y que la comunidad formada por los cotitulares esté plenamente articulada para su funcionamiento (de forma análoga con lo que sucede en el caso ahora analizado a través de la figura del Banco Agente, como órgano de legitimación colectivo, y del pacto de sindicación, como norma de organización funcional).

Y si ello es posible incluso cuando tales titulares estén identificados sólo de forma mediata por referencia al expediente de quiebra (como se admitió en aquellas Resoluciones), también lo ha de ser en caso de que tales titulares (aquí los acreedores hipotecarios) estén plena y per-

fectamente identificados en el propio título de constitución. Ciertamente que las Resoluciones citadas admiten tales inscripciones con el carácter de inscripciones transitorias, de mero puente, pero no es menos cierto que el asiento de inscripción una vez practicado no está sujeto a plazo alguno de caducidad, y que la nota de transitoriedad no es tampoco ajena al tipo de comunidad formada en este caso por los coacreedores sobre el derecho de hipoteca, pues ésta está vinculada a una operación de refinanciación necesariamente ligada a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad del deudor en el corto y el medio plazo y, por tanto, delimitado temporalmente por el calendario fijado en dicho plan (cfr. Disposición Adicional Cuarta número 1 de la Ley Concursal). En este sentido resulta significativo que, como se ha indicado anteriormente, las partes acuerdan que el período de duración de la hipoteca flotante (de la propia hipoteca, no de las obligaciones garantizadas) será hasta el día 30 de diciembre de 2017, a partir de la cual la hipoteca caducará automáticamente. No se debe olvidar que estos acuerdos de refinanciación, a los que se trata de privilegiar mediante su exclusión de las acciones de rescisión por perjuicio a la masa activa del concurso, lo que persiguen es precisamente evitar la apertura del propio concurso.

(...)

A todos los argumentos anteriores no debe dejar de sumarse el importante dato de que, aunque de incorporación muy reciente en la práctica negocial, la figura de la denominada, quizás impropia, hipoteca «en mano común» sin cuotas como la ahora examinada, ha sido ya ampliamente aceptada en la práctica registral, de forma paralela a la acomodación de su formulación concreta a las exigencias de nuestro sistema registral, entre las que, sin embargo, no se encuentra la distribución de cuotas o participaciones indivisas en la determinación de la titularidad de la hipoteca.

Todo ello justifica de modo claro la no necesidad de expresión de cuotas en la comunidad especial constituida en el derecho de hipoteca a que se refiere la calificación recurrida.

9. Por lo que se refiere a los pactos y apartados de la escritura que el Registrador con-

sidera no inscribibles, y antes de entrar en su examen concreto, debe con carácter previo señalarse que la calificación registral impugnada se ha emitido vigente la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, que dio nueva redacción al artículo 12 de la Ley Hipotecaria...

(...)

El contenido del artículo 12 de la Ley Hipotecaria, tal y como aparece configurado tras su última reforma, ha suscitado un vivo debate en torno a su significado y alcance, como consecuencia de las dudas interpretativas que plantea su tenor literal. Dichas dudas han sido resueltas por este Centro Directivo en sus Resoluciones de 1 de octubre, 4 de noviembre y 21 de diciembre de 2010 y 11 de enero de 2011, cuyo cuerpo

de doctrina en relación con el alcance y eficacia de la calificación registral de las cláusulas de vencimiento anticipado y demás cláusulas financieras de las obligaciones garantizadas por hipoteca a favor de las entidades a las que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981, resulta aplicable a este caso...

(...)

En consecuencia, esta Dirección General ha acordado estimar el recurso interpuesto en cuanto al primer defecto, y confirmar la nota de calificación parcialmente y revocarla también en parte en cuanto a la calificación de las diversas cláusulas y pactos analizados, en los términos que resultan de los anteriores fundamentos jurídicos.

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO INTRODUCTORIO.
- II. PROBLEMÁTICA DE LA INSCRIPCIÓN DE LA HIPOTECA FLOTANTE O GLOBAL.
- III. LA ATRIBUCIÓN DE CUOTAS EN LA HIPOTECA FLOTANTE.
 - 1. **Reglas de la comunidad. Hipoteca en mano común.**
 - 2. **Naturaleza jurídica del acuerdo de refinanciación.**
 - 3. **Principio de accesoriedad.**
 - 4. **Toma de postura sobre la atribución de cuotas.**
- IV. CLÁUSULAS INSCRIBIBLES.
- V. CONCLUSIÓN.

I. PLANTEAMIENTO INTRODUCTORIO

El problema que se encuentra el Registrador de la propiedad que tiene que inscribir una hipoteca flotante con la que se garantizan operaciones de refinanciación bancaria de empresas en estado de insolvencia inminente es no solo la novedad de la figura, sino su insuficiente regulación legal (un único artículo, el 153 bis de la LH). Ello, unido a la falta de jurisprudencia y a la dificultad de aplicar a la hipoteca flotante, debido a su especial naturaleza, muchas normas o principios hipotecarios vigentes, hace que surjan dudas sobre la inscribibilidad de muchas de sus estipulaciones. Por ello resulta conveniente realizar una serie de consideraciones sobre esta figura hipotecaria antes de pasar al examen más pormenorizado de la RDGRN.

En efecto, la Ley 41/2007 de reforma del mercado hipotecario introdujo en su artículo 11 nuevas variedades o figuras hipotecarias: la hipoteca inversa, la hipoteca recargable, y la hipoteca global o flotante, siendo esta última la que ha tenido una mayor aplicación en la práctica, no exenta de problemas. Son todas ellas figuras que facilitan la posibilidad de obtener crédito, a un coste menor y de una forma más rápida y ágil.

En la hipoteca ordinaria, la obligación es cierta, y su cuantía queda determinada en la propia inscripción registral, por lo que la existencia y condiciones del crédito hipotecario quedan perfectamente determinadas en el Registro de la Propiedad. Por el contrario, en la hipoteca de máximo, categoría dentro de la cual se encuadra la hipoteca flotante, la obligación es incierta o de cuantía indeterminada, ya que registralmente lo único que consta es el importe máximo del crédito asegurado. Pero en la actualidad la hipoteca de máximo es la más utilizada en la práctica, sobre todo en los préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda.

La hipoteca flotante es considerada una variedad de la hipoteca de máximo o hipoteca de seguridad, quebrando el principio de la accesoriedad de la hipoteca, ya que la misma puede subsistir con independencia de la existencia o inexistencia de la obligación principal garantizada. Ahora bien, su uso se reserva por la ley únicamente para acreedores hipotecarios que tengan estatuto de entidad bancaria, dada la especial normativa de supervisión a la que están sometidas estas entidades⁽¹⁾.

En la escritura constitutiva de la hipoteca flotante no tienen por qué fijarse concretamente las obligaciones garantizadas, sino que será suficiente que exista «una descripción general de los actos jurídicos básicos» de los que deriven de ellas, y puede ser una obligación garantizada o varias, y pueden ser presentes o futuras, lo que plantea problemas a la hora de inscribirles en el Registro, tal y como sucede en la RDGRN objeto del presente comentario.

La hipoteca flotante se ha recogido en el artículo 153 bis de la LH para garantizar la financiación de nuevos proyectos empresariales, ya que facilita la continuidad de la empresa en posible estado de insolvencia al asegurar los acuerdos de refinanciación de las deudas anteriores. En efecto, se pueden garantizar una o varias obligaciones, incluso futuras, aunque no haya un nexo causal entre ellas. Además, se utiliza el préstamo hipotecario como garantía de una cantidad máxima debida, por lo que la hipoteca flotante sirve para garantizar deudas que no se pueden cuantificar todavía. Solamente se necesita la conexión personal acreedor-deudor. Ahora bien, debe establecerse un límite de responsabilidad hipotecaria y un plazo de duración de la hipoteca, que es independiente de la duración de las obligaciones garantizadas.

Sentado lo anterior, puede definirse la hipoteca flotante, como «aquella dirigida fundamentalmente al mundo empresarial..., que permite garantizar una pluralidad de obligaciones de distinta naturaleza normalmente futuras, aunque puede coexistir con algunas ya

(1) Las entidades financieras susceptibles de ser titulares de hipotecas flotantes son los bancos, las entidades oficiales de crédito, las cajas de ahorro, la Confederación Española de Cajas de Ahorro, las cooperativas de crédito y los establecimientos financieros de crédito. Ahora bien, a pesar de las limitaciones que se establecen respecto al acreedor, nada se indica en cuanto al deudor hipotecario, pudiendo serlo cualquiera, al no haber previsión expresa al respecto. Sin embargo, el sentido de la ley es limitarla a los préstamos destinados a financiar actividad empresarial o profesional.

existentes en el momento de su constitución, ligadas normalmente a través de una cuenta corriente de carácter meramente contable, sin que entre ellas tenga que existir un nexo causal y ni siquiera se fundan o reúnan en una nueva obligación resultante de una novación, que conservan su exigibilidad aislada y en que la selección de las deudas que a la postre resulten garantizadas la efectúa el acreedor». Estas hipotecas hasta la Ley 41/2007 no se admitían, salvo en determinados supuestos permisivos⁽²⁾.

Otra de las peculiaridades de la hipoteca flotante radica en su ejecución, pues como la hipoteca asegura hasta un máximo de responsabilidad todas aquellas obligaciones que, ilimitadas en su número, sean integrables de acuerdo con los criterios especificados en el título constitutivo, habrá que acudir a lo preceptuado para la ejecución de hipotecas en garantía de cuentas corrientes de crédito, al decir el artículo 153 bis de la LH que «la acción hipotecaria podrá ser ejercitada de conformidad con lo previsto en los artículos 129 y 153 de esta Ley y concordantes de la Ley de Enjuiciamiento Civil», siempre que se hubiera previsto la validez de la certificación bancaria. Así, se reconoce la ejecutividad de la hipoteca flotante mediante el ejercicio de la acción hipotecaria, ya que la LEC otorga al deudor suficientes garantías.

Ahora bien, es requisito imprescindible, de acuerdo con lo previsto en el artículo 572 de la LEC, que se pacte la forma en la que se determinará la cantidad exigible, que normalmente será la certificación de la entidad acreedora hipotecaria comprobada e intervenida por notario. En efecto, puesto que el saldo final de la cantidad exigible en la hipoteca flotante consiste en la cuantificación de las diversas obligaciones garantizadas, no es suficiente como título de crédito, y deberán acompañarse los títulos ejecutivos de los que resulten todas las obligaciones reclamadas, y si la obligación resultante es ilíquida, los documentos complementarios de los artículos 572 y 573 LEC relativos a la ejecución dineraria, es decir, los saldos de cada uno de los créditos vencidos integrados en el saldo final (el artículo 572 se refiere a la cantidad líquida y la ejecución por saldo de operaciones, y el 573 a los documentos que han de acompañarse a la demanda ejecutiva por saldo de cuenta). Pero no se considera necesaria la aportación de documento fehaciente notarial complementario del saldo final reclamable de la hipoteca flotante (artículo 695.1.2.ª LEC)⁽³⁾.

Por tanto, la ejecución de la hipoteca sólo puede iniciarse mediante un título que acredite la existencia y cuantía de la deuda y que lleve aparejada ejecución. De esta forma, el título constitutivo de una hipoteca de máximo no sirve como título ejecutivo en muchos casos pues, salvo las hipotecas de máximo que aseguran intereses remuneratorios variables (que no es el caso que nos ocupa), en los demás supuestos es necesario que el título constitutivo sea integrado con aquellos documentos que acrediten la cuantía y la existencia de la obligación asegurada. En efecto, en el título constitutivo de la hipoteca flotante no

(2) Cfr. VALERO FERNÁNDEZ-REYES, A.: *Estudios sobre la hipoteca de máximo del artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria y su modalidad de hipoteca flotante*, Colegio de Registradores de la Propiedad, Madrid, 2011, p. 27.

(3) De acuerdo con este precepto, «no será necesario acompañar libreta cuando el procedimiento se refiera al saldo resultante del cierre de cuentas corrientes u operaciones similares derivadas de contratos mercantiles otorgados por entidades de crédito, ahorro o financiación en los que se hubiere convenido que la cantidad exigible en caso de ejecución será la especificada en certificación expedida por la entidad acreedora, pero el ejecutado deberá expresar con la debida precisión los puntos en que discrepe de la liquidación efectuada por la entidad». Cfr. más ampliamente VALERO FERNÁNDEZ-REYES: *Estudios sobre...*, cit., p. 243 y ss.

se concretan con carácter exhaustivo las obligaciones garantizadas, sino que sólo se indica su denominación o la descripción general de los actos jurídicos básicos de los que deriven o puedan derivar en el futuro las obligaciones garantizadas, la cifra máxima de responsabilidad de la finca, el plazo de duración y la forma de cálculo del saldo final líquido garantizado. Es decir, que a diferencia de lo que sucede con las hipotecas ordinarias, el nacimiento de la obligación u obligaciones tiene que ser acreditado de conformidad con lo pactado en la escritura de constitución. En la hipoteca flotante del artículo 153 bis de la LH ese documento que acredita la cuantía y la existencia de la obligación asegurada suele ser, tal y como ya se ha indicado, la certificación unilateral del saldo realizada por el acreedor ejecutante⁽⁴⁾.

II. PROBLEMÁTICA DE LA INSCRIPCIÓN DE LA HIPOTECA FLOTANTE O GLOBAL

En la Resolución de la DGRN objeto de comentario se constituyeron hipotecas sobre varias fincas propiedad de la sociedad Reyal Urbis, siendo acreedor hipotecario de las mismas, entre otros, el Banco Santander. El Registrador de la propiedad calificó negativamente la escritura notarial de constitución de hipoteca, entre otros motivos, por no expresar la cuota, participación o porcentaje indiviso que corresponde a cada una de las entidades acreedoras en el derecho real de hipoteca flotante y en cada una de las fincas en que se ha distribuido la responsabilidad hipotecaria por la hipoteca flotante. Se solicitó calificación sustitutoria, confirmándose la calificación inicial. Por ello tanto el Banco Santander como Reyal Urbis interpusieron recurso contra la DGRN.

La DGRN estimó el recurso interpuesto en cuanto al primer defecto apreciado, es decir, entendió que no es preciso expresar la cuota, participación o porcentaje indiviso que corresponde a cada una de las entidades acreedoras en el derecho real de hipoteca flotante y en cada una de las fincas en que se ha distribuido la responsabilidad hipotecaria por dicha hipoteca flotante.

Pero sin embargo, la DGRN confirmó la nota de calificación parcialmente y la revocó en parte en cuanto a la calificación de las diversas cláusulas y pactos que se contenían en la escritura de constitución de la hipoteca flotante.

Por tanto, los puntos sobre los que incide la Resolución de la DGRN son los siguientes:

- Si es necesario o no la atribución de cuotas en una hipoteca constituida con arreglo al artículo 153 bis de la LH.
- La inscripción de determinados párrafos o cláusulas contenidas en la inscripción de hipoteca.

Veamos cada uno de estos dos puntos sobre los que se pronuncia la DGRN en la Resolución objeto de comentario.

(4) Cfr. CORDERO LOBATO, E.: «Sentencia de 10 de septiembre de 2010 (RJ 2010, 6964)», *CCJC*, núm. 86, mayo-agosto 2011, pp. 1103 y 1104; CARRASCO PERERA, A., CORDERO LOBATO, E., MARÍN LÓPEZ, M.J.: *Tratado de los derechos de garantía*, tomo I, 2.ª ed., 2008, Thomson-Civitas, p. 1095 y ss.

III. LA ATRIBUCIÓN DE CUOTAS EN LA HIPOTECA FLOTANTE

El Registrador de la propiedad deniega la inscripción de la hipoteca flotante en el Registro porque falta expresar la cuota, participación o porcentaje indiviso que corresponde a cada una de las entidades acreedoras en el derecho real de hipoteca flotante y en cada una de las fincas en que se ha distribuido la responsabilidad hipotecaria por la hipoteca flotante. Pero la RDGRN revoca la nota del Registrador de la propiedad y considera que es válida la escritura de constitución de hipoteca en lo que se refiere a su modalidad de hipoteca flotante.

En efecto, en la escritura de constitución de la hipoteca se expresaba lo siguiente: «Dado que la hipoteca flotante es de titularidad colectiva y se constituye en beneficio de todos los acreedores, la titularidad del derecho real lo mantienen conjuntamente todos y cada uno de ellos con las consecuencias descritas en la Cláusula 8 respecto de su ejecución, sin que, por expreso acuerdo de las partes, se atribuya cuota alguna por entidad. La cancelación de la hipoteca flotante será por tanto siempre colectiva, sin que ningún acreedor pueda, por sí mismo cancelar la hipoteca flotante, sin perjuicio claro está de su libérrima facultad de renunciar a sus derechos en la hipoteca flotante». Es decir, tanto en la ejecución como en la cancelación de la hipoteca, los acreedores deben proceder de forma colectiva. Además, el valor de las fincas hipotecadas en el momento de la constitución del gravamen y la responsabilidad hipotecaria a ellas asignada es inferior al importe total de las obligaciones contraídas y garantizadas. Las partes no dividen o distribuyen la responsabilidad hipotecaria asignada en la hipoteca flotante para cada finca entre las diferentes obligaciones que, en su caso, pudieran distinguirse dentro de las obligaciones garantizadas. La hipoteca caducaría automáticamente el día 30 de diciembre de 2017, salvo que con anterioridad se hubiera iniciado su ejecución.

El artículo 153 bis de la LH determina lo siguiente:

«También podrá constituirse hipoteca de máximo:

- a) A favor de las entidades financieras a las que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, en garantía de una o diversas obligaciones, de cualquier clase, presentes y/o futuras, sin necesidad de pacto novatorio de las mismas,
- b) a favor de las administraciones públicas titulares de créditos tributarios o de la Seguridad Social, sin necesidad de pacto novatorio de los mismos.

Será suficiente que se especifiquen en la escritura de constitución de la hipoteca y se hagan constar en la inscripción de la misma: su denominación y, si fuera preciso, la descripción general de los actos jurídicos básicos de los que deriven o puedan derivar en el futuro las obligaciones garantizadas; la cantidad máxima de que responde la finca; el plazo de duración de la hipoteca, y la forma de cálculo del saldo final líquido garantizado.

Podrá pactarse en el título que la cantidad exigible en caso de ejecución sea la resultante de la liquidación efectuada por la entidad financiera acreedora en la forma convenida por las partes en la escritura.

Al vencimiento pactado por los otorgantes o al de cualquiera de sus prórrogas, la acción hipotecaria podrá ser ejercitada de conformidad con lo previsto en los artículos 129 y 153 de esta Ley y concordantes de la Ley de Enjuiciamiento Civil».

La hipoteca flotante se encuadra dentro de las denominadas hipotecas de máximo. En las hipotecas ordinarias, se garantiza una obligación presente o futura perfectamente determinada en el título constitutivo. Pero tal cosa no ocurre en el supuesto de las hipotecas flotantes.

En efecto, el artículo 153 bis de la LH en la configuración inicial de la hipoteca flotante admite una cierta indeterminación, sin que sea preciso determinar cuotas en el crédito, y no es necesario que se atribuyan cuotas de participación en el derecho real de hipoteca cuando se trata de una hipoteca en mano común flotante. No es necesario que se constituyan varias hipotecas para cada obligación garantizada. Si las partes acuerdan no atribuir cuotas, ello no es óbice para que en la posible ejecución hipotecaria tenga que concretarse la deuda ejecutivamente reclamable.

Por tanto, en la hipoteca flotante no es preciso que exista un nexo causal común entre las obligaciones asegurables, pudiendo asegurarse obligaciones futuras, siendo suficiente que se especifiquen sus líneas generales, no pudiéndose utilizar criterios de integración genéricos, constando la cifra de responsabilidad hipotecaria máxima a fin de proteger a los terceros hipotecarios, ya que consta registralmente la cuantía máxima que les es oponible. También hay que indicar el plazo de duración de la hipoteca, que no necesariamente tiene que coincidir con el de las obligaciones aseguradas.

Ahora bien, la hipoteca flotante debe instrumentalizarse a través de una cuenta de crédito, en la que se deben indicar las concretas partidas del debe y del haber y la forma de cálculo del saldo final líquido garantizado y exigible en caso de ejecución⁽⁵⁾.

En el supuesto analizado, 46 acreedores (todos ellos, salvo uno, son entidades financieras, resultando que el acreedor que no tiene tal carácter queda excluido de las garantías hipotecarias constituidas) refinanciaron la deuda bancaria del grupo Reyal Urbis, suscribiendo un acuerdo de refinanciación, y un contrato de novación modificativa no extintiva, concediéndose nuevos tramos de financiación. Además, se designa a uno de los acreedores como Banco Agente con facultades para ejercitar las acciones derivadas de la hipoteca, concretamente al Banco Santander.

Los acuerdos de refinanciación son lícitos dentro del ámbito de la autonomía de la voluntad de las partes, recogido en el artículo 1255 del CC. El problema surge porque los créditos que integran la masa de la refinanciación suelen pertenecer a diferentes acreedores, como en el presente caso, y su naturaleza es muy diversa, y su nacimiento diferente. Estas refinanciaciones conllevan la reestructuración de la deuda que permita asegurar la viabilidad de la actividad del deudor, lo que implica la refinanciación de toda o parte de la deuda. Pero la Ley 41/2007 permite no solo la hipoteca flotante, es decir, que por primera vez en el derecho español se garanticen una pluralidad de obligaciones sin que las mismas pierdan su independencia y sin nexo causal entre ellas, sino que también prevé novaciones modificativas de las obligaciones garantizadas sin afectar al rango de las hipotecas.

(5) Cfr. VALERO FERNÁNDEZ-REYES: *Estudios sobre...*, cit., p. 73.

En este caso, la hipoteca para garantizar las obligaciones del deudor se constituyó con el carácter de hipoteca flotante, a fin de asegurar el cumplimiento de todas y cada una de las obligaciones garantizadas que se determinan en el contrato, es decir, no garantiza otras obligaciones que en el pasado, en el presente o en el futuro puedan existir entre las mismas partes.

De esta manera, la hipoteca flotante permite garantizar una pluralidad de obligaciones, ya sean presentes o futuras, las cuales no pierden su vida independiente, no siendo necesario distribuir la responsabilidad hipotecaria entre las obligaciones garantizadas. Y la DGRN entiende, a mi modo de ver correctamente, que la hipoteca flotante constituida sí debe ser objeto de inscripción en el Registro de la Propiedad.

1. Reglas de la comunidad. Hipoteca en mano común

Esta es la cuestión capital por la que se deniega por parte del Registrador la inscripción de la hipoteca flotante en el Registro de la Propiedad. En efecto, el Registrador deniega la inscripción de hipoteca en el Registro al considerar, entre otros defectos, que es necesario expresar la cuota, participación o porcentaje indiviso que corresponde a cada una de las entidades acreedoras en los derechos de hipoteca. Entiende que deben aplicarse las reglas generales relativas a toda comunidad, por lo que debe especificarse la cuota correspondiente a cada cotitular de la hipoteca. No hay titularidad colectiva sin cuotas, sino ejecución colectiva o unitaria a través del Banco Agente, y no hay ningún obstáculo para el pacto relativo al ejercicio colectivo de la acción hipotecaria.

Por el contrario, el recurrente considera que es plenamente admisible la hipoteca en mano común sin ser necesaria la distribución de cuotas, al ser posible debido a la libertad de pacto entre las partes, ya que el artículo 392 del CC determina que es posible configurar una comunidad germánica de modo convencional.

Con la hipoteca flotante de lo que se trata es que todas las obligaciones puedan quedar garantizadas con el total importe de la responsabilidad hipotecaria. La RDGRN parte de la base de que existen posiciones divergentes en la doctrina en torno a la admisibilidad de las distintas formas de organizar la pluralidad de acreedores de un derecho real de hipoteca. Así, para un sector doctrinal, no son válidas las hipotecas en mano común o sin asignación de cuotas o participaciones indivisas, en base a que en nuestro derecho no se admiten más comunidades germánicas o en mano común que las expresamente admitidas legalmente: comunidades hereditarias, sociedades de gananciales, montes vecinales en mano común, comunidades de pastos, leñas y aprovechamientos comunales). En la comunidad en mano común, hay inexistencia de cuotas, y por tanto imposibilidad de ejercitar la división por parte de los comuneros; existe un vínculo personal entre los copropietarios, fundamentalmente de carácter familiar o de estirpe, que preexiste a la condición de copropietario; la situación de comunidad es tendencialmente permanente y de gran estabilidad; imposibilidad de que el copropietario, dada la inexistencia de cuota, pueda enajenar o transmitir su posición en la comunidad a un tercero ajeno a ella.

En este sentido, nuestro ordenamiento jurídico y la jurisprudencia del TS, así como resoluciones de la DGRN, admiten la figura de la comunidad en mano común como forma de regular las relaciones de los partícipes en un bien. Se considera además por este sector

doctrinal que en nuestro derecho solo hay obligaciones mancomunadas o solidarias, no obligaciones en mano común, la única comunidad permitida es la comunidad romana o por cuotas. Manifiestan que en las hipotecas flotantes en garantía de obligaciones totalmente futuras del artículo 153 bis de la LH debe exigirse que se exprese el máximo de cada acreedor, sin perjuicio de que por la suma de máximos, haya otro máximo total. Además el convenio de sindicación, si no hay cuotas, ni mancomunidad, ni solidaridad, sería un convenio entre acreedores a efectos de gestión del cumplimiento de las obligaciones de un deudor común, pero sin conexión jurídica, es decir, habría varias hipotecas del mismo rango cada una con su máximo.

Sin embargo, para otro sector doctrinal, se admiten las hipotecas en mano común pero condicionada a que la obligación garantizada sea una obligación en mano común, dado el carácter accesorio de la hipoteca respecto de la obligación garantizada. Es decir, al existir obligaciones en mano común, la hipoteca que las garantice en virtud de la aplicación del principio de accesoriedad de la hipoteca respecto del crédito garantizado, será también en mano común, puesto que el artículo 54 del RH solo es aplicable cuando la comunidad sea parciaria o romana. Si la obligación es en mano común, la hipoteca tendrá el mismo carácter.

Finalmente, para un tercer sector doctrinal, se admite la constitución de una única hipoteca común y sin distribución de cuotas entre los distintos acreedores, cualquiera que sea la naturaleza jurídica de los créditos, pero bajo la condición de que se establezca un régimen común de sindicación de tales obligaciones. Para esta tercera teoría, los créditos de cada entidad se mantienen independientes, pero se establece un régimen de actuación común vinculante para todos ellos. En estos casos se constituye una única hipoteca, y no es necesaria la fijación de cuotas en esa garantía real. Frente al deudor, los acreedores figuran como un único titular de una obligación colectiva en virtud del pacto de sindicación, que establece un régimen de actuación común vinculante para todos sus componentes.

Una vez hecho este somero análisis de las posturas doctrinales al respecto, en principio se excluye la admisión de titularidades dominicales solidarias porque la titularidad plural de los derechos reales queda sujeta al régimen de la comunidad de bienes de los artículos 392 y siguientes del CC. Por ello, es necesario precisar en la inscripción a practicar la cuota o porción ideal de cada titular en el derecho con datos matemáticos que permitan conocerla indudablemente, de conformidad con lo previsto en el artículo 54 del RH. Ahora bien, la exigencia del artículo 54 RH en orden a la determinación de la cuota de cada titular en un proindiviso no siempre es imperativa, sino que debe subordinarse a las especiales características de ciertas comunidades, sobre todo las de «en mano común».

Nuestro Código Civil observa las situaciones de comunidad como tendencialmente transitorias, al configurarlas como fuente generadora de conflictos y por ello se favorece su finalización mediante la acción de división de la cosa común, recogida en el artículo 400 del CC, bastando con que uno de los comuneros quiera instar la división para que ésta se produzca. Por otro lado, el principio de autonomía de la voluntad es el que reina en las situaciones de comunidad, y solo en su defecto se establecen unas normas relativas al disfrute de la cosa común, a su administración y disposición, y a la división.

Sin embargo, tal y como manifestó ya la RDGRN de 22 de mayo de 2000, la exigencia del artículo 54 del RH relativa a la determinación de la cuota de cada titular en un proin-

diviso, debe subordinarse a las especiales características de ciertas comunidades, pues no siempre será imperativa la existencia de aquellas cuotas para la perfecta delimitación del derecho inscrito. Hay que tener en cuenta que la hipoteca, aunque sea un derecho real, en los casos de pluralidad de titularidades presenta ciertas particularidades, ya que es un derecho que no implica contacto posesorio con la cosa, y la transitoriedad que reina en otras comunidades no lo es tanto en el derecho real de hipoteca.

Además, la finalidad de la hipoteca es la de ser garantía del cumplimiento de una obligación, que puede ser de cualquier tipo, siendo la hipoteca accesoria del crédito que garantiza, por lo que su titularidad será la misma que la del crédito. Así, tal y como ha manifestado ya la DGRN en resoluciones de 23 de marzo de 1994, 28 de abril de 1999, 15 de febrero de 2000 y 10 de febrero de 2003, el carácter parciario, mancomunado o solidario del crédito va a condicionar la titularidad proindiviso, colectiva o solidaria de la hipoteca que la garantice, siendo la determinación de cuotas inexcusable en el caso de la obligación parciaria, pero no en los demás casos.

Por ello, en la hipoteca flotante, ¿es necesaria la atribución de cuotas cuando se constituye a favor de una pluralidad de acreedores en garantía de una pluralidad de obligaciones que se recogen en un acuerdo de refinanciación, cuando se ha pactado el necesario ejercicio colectivo de la acción hipotecaria?

Para responder a esta pregunta, según la DGRN hay que atender en primer lugar a la naturaleza jurídica del acuerdo de refinanciación, y en segundo lugar a la aplicación de la accesividad a la hipoteca flotante, aunque adelantando el resultado de la respuesta a la anterior pregunta, a mi modo de ver en la hipoteca flotante es imposible saber en el momento de su constitución cuál será el número y la cuantía de cada futura obligación garantizada, su naturaleza, el número de acreedores firmantes de la escritura de hipoteca que suscriban cada obligación futura y en qué proporción, por lo que no es necesario fijar las cuotas o máximos de cobertura iniciales para cada acreedor en la titularidad de la hipoteca, pues de lo contrario habría que constituir tantas hipotecas como acreedores hubiera, y eso es precisamente lo que trata de evitar la hipoteca flotante.

2. Naturaleza jurídica del acuerdo de refinanciación

El acuerdo de refinanciación facilita el saneamiento financiero del deudor y evita la declaración de concurso. En el acuerdo se establece que la posición contractual de cada uno de los acreditantes tiene carácter mancomunado, siendo enteramente independientes sus derechos y obligaciones. Pero se establecen una serie de obligaciones accesorias y adicionales que unifican el régimen jurídico de las obligaciones principales, y se crea la figura del Agente de Garantías, que va a facilitar las relaciones con el deudor y la comunicación entre los acreedores.

De acuerdo con la disposición adicional cuarta del RD-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal, los acuerdos de refinanciación son aquellos «alcanzados por el deudor en virtud de los cuales se proceda al menos a la ampliación significativa del crédito disponible o a la modificación de sus obligaciones, bien mediante la prórroga de su plazo de vencimiento, bien mediante el establecimiento de otras contraídas en sustitución de aquellas». Ahora bien, el presupuesto esencial de la

refinanciación es que la misma responda «en todo caso, a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad del deudor en el corto y medio plazo».

Es decir, los acuerdos de refinanciación se caracterizan por la finalidad de facilitar el saneamiento financiero del deudor y evitar la declaración de concurso, y para ello se pacta la anotación modificativa de las obligaciones.

Los requisitos de este acuerdo de refinanciación, de acuerdo con la Disposición adicional cuarta del RD, serían: que el acuerdo sea suscrito por acreedores cuyos créditos representen al menos tres quintos del pasivo del deudor en la fecha de adopción del acuerdo de refinanciación; que el acuerdo sea informado por un experto independiente designado por el registrador mercantil del domicilio del deudor; que el acuerdo se formalice en instrumento público, al que se unirán todos los documentos que justifiquen su contenido y el cumplimiento de los requisitos anteriores. Ahora bien, la falta de alguno de estos requisitos implicará que el acuerdo no puede ser considerado protegido, pero sí será válido e inscribible, aunque rescindible. Por ello la concurrencia o no de todos los requisitos no es objeto de calificación registral, pues el registrador carece de información para saber si se cumplió el quórum de 3/5, o si se suministró al experto independiente información suficiente, por lo que a la escritura de hipoteca no se extenderá la fe pública registral por aplicación de los artículos 29 y 98 de la LH⁽⁶⁾.

Finalmente, hay que tener presente que en los acuerdos de refinanciación se establecen una serie de obligaciones accesorias y adicionales que unifican el régimen jurídico de las obligaciones principales.

3. Principio de accesoriedad

La accesoriedad ha venido siendo considerada tradicionalmente como una de las notas o características típicas de la hipoteca, en el sentido de que la hipoteca es algo accesorio del crédito garantizado. Por ello, se ha considerado que la accesoriedad es un obstáculo para la viabilidad de la hipoteca flotante y de otras figuras hipotecarias⁽⁷⁾.

No obstante, para conseguir una garantía hipotecaria más útil a sus finalidades, la práctica bancaria y la agilidad del tráfico imponen una flexibilización mayor de los principios de accesoriedad y determinación registral. Por ello, el principio de accesoriedad debe entenderse en sus justos términos, de manera que no impida el desenvolvimiento de las nuevas figuras impuestas por la práctica mercantil. La tendencia hacia la flexibilización de los principios de accesoriedad y determinación hipotecarios se ha realizado de manera paulatina, primero con la Ley 2/1994, de 30 de marzo, de subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, que introdujo la posibilidad de subrogarse en la posición del acreedor sin contar con el consentimiento del antiguo acreedor, y posteriormente con la Ley 41/2007, al crear la hipoteca flotante. En este sentido, tal y como señala la exposición de motivos de la Ley 41/2007, «la accesoriedad y determinación que rige en las hipotecas

(6) Cfr. VALERO FERNÁNDEZ-REYES: *Estudios sobre...*, cit., pp. 341 y 342.

(7) Cfr. más ampliamente ARJONA GUAJARDO-FAJARDO, J.L.: *La «hipoteca global», valoración y crítica. Estudio de la obligación garantizada, su singularidad o pluralidad, y su determinación*, Universidad de Sevilla, Secretariado de Publicaciones, Sevilla, 2004, p. 23.

ordinarias excluye de nuestro actual ordenamiento jurídico como hipotecas ordinarias o de tráfico a aquéllas hipotecas en las que son diversas las obligaciones garantizadas o en las que se mezclan obligaciones presentes y futuras. Eso determina necesariamente que deban constituirse tantas hipotecas como obligaciones se pretenden garantizar lo que, además de encarecer la operación, no es competitivo en la práctica bancaria». Incluso en la hipoteca del artículo 142 de la LH que se constituye en garantía de una obligación futura, la nota de la accesoriedad de la hipoteca se tambalea.

Es claro que en la hipoteca flotante el importe asegurado está indeterminado y es variable, ya que en el Registro, en el momento de la constitución de la garantía, sólo se hace constar por principal, intereses y costas una cantidad máxima de la que responderá el bien hipotecado, con independencia de cuál sea el importe que finalmente tenga la obligación garantizada. Y es posible garantizar una pluralidad de obligaciones, ya sean determinadas o determinables conforme a criterios pactados, sin necesidad de distribución de la responsabilidad hipotecaria entre las distintas obligaciones aseguradas. Lo que ocurre es, que al no saberse *a priori* cuántas obligaciones se contraerán y en qué cuantía, no puede existir una correspondencia entre el principal de cada obligación y la cifra de responsabilidad hipotecaria. En cuanto a la ejecución de la hipoteca, una vez que ha vencido alguno o algunos de los créditos garantizados, el acreedor puede realizar el bien hasta su total responsabilidad hipotecaria para la satisfacción de todas o alguna de las obligaciones garantizadas vencidas.

Al plazo máximo de duración de la hipoteca tampoco le es de aplicación el principio de accesoriedad, ya que el plazo máximo de duración de la hipoteca es independiente al plazo de duración de las obligaciones aseguradas, ya que con la hipoteca flotante se garantiza una pluralidad de obligaciones que pueden tener diferentes plazos y se da cobertura a obligaciones futuras que no se sabe si llegarán a nacer y el plazo que tendrán.

Por tanto, la accesoriedad subsiste, aunque atenuada, en la hipoteca del artículo 153 bis de la LH, pues en ésta no siempre puede determinarse la titularidad activa conforme a la obligación, sino que la titularidad se determinará por la configuración pactada del derecho real de hipoteca en aplicación del principio de autonomía de la voluntad.

4. Toma de postura sobre la atribución de cuotas

Teniendo en cuenta lo anterior, hay que analizar si es o no necesaria la expresión de cuotas en la hipoteca flotante.

Además del principio de autonomía de la voluntad que se recoge en el artículo 392 del CC, de acuerdo con el cual se pueden adaptar los derechos reales ya tipificados a las exigencias de la realidad económica y social, siempre y cuando se respeten las características estructurales típicas de los derechos reales (inmediatividad y absolutividad) de acuerdo con la doctrina hoy comúnmente admitida de que en los derechos reales rige el *numerus apertus*, se pueden crear nuevas figuras de derechos reales. En el caso examinado por la DGRN, el patrimonio del deudor era insuficiente para garantizar todas sus obligaciones, y pactó con sus acreedores el modo y orden en que debían ser satisfechas las mismas, excluyendo el ejercicio aislado de las garantías pactadas.

Además, los artículos 2.2 de la LH y 7 del RH permiten la constitución de nuevas figuras de derechos reales, y la alteración del contenido típico de los derechos reales le-

galmente previstos. Pero esa libertad tiene que ajustarse a determinados límites y respetar las normas imperativas estructurales del estatuto jurídico de los bienes. Estos límites se imponen en defensa del deudor y en aras de la facilidad del tráfico jurídico inmobiliario, del crédito territorial y del orden público económico.

Pero el principio de especialidad impone la exacta determinación de la naturaleza y extensión del derecho que ha de inscribirse, que los elementos que van a ser objeto de publicidad registral estén suficientemente claros e identificados, y dado el carácter accesorio de la hipoteca respecto del crédito garantizado, hay que determinar la obligación a la que sirve. Por ello, al ser la hipoteca accesoria del crédito que garantiza, su titularidad será la misma que la del crédito. Si hay solidaridad en el crédito, también será solidaria la titularidad de la hipoteca que lo garantice, y como tal habrá de inscribirse, haciéndose constar esa solidaridad, en lugar de la determinación de las cuotas. Así, la fijación de las cuotas en la titularidad hipotecaria no será exigible cuando resulten incompatibles con la modalidad concreta en que se haya organizado en cada caso la situación de pluralidad de acreedores en la titularidad activa de los créditos.

De acuerdo con este principio de especialidad, si existen varios acreedores titulares del derecho real, tiene que expresarse, salvo que sean solidarios, la participación, cuota o porcentaje indiviso que ostente cada titular en el derecho real de hipoteca y en cada una de las fincas hipotecadas.

La falta de determinación de las cuotas no vulnera el principio de especialidad, siempre y cuando todo el régimen de actuación conjunta y de toma de decisiones, tanto para la ejecución, como para la cancelación de la garantía o para la cesión de la posición jurídica del acreedor haya tenido acceso al Registro.

La regla general de fijación de cuotas puede excluirse no sólo por razón de la naturaleza de la obligación garantizada, sino también por el carácter del derecho hipotecario. Y en el presente supuesto, en el que nos encontramos ante créditos sindicados, se admite la hipoteca en mano común sin cuotas, por lo que no es necesario hacer expresión de cuotas en la comunidad constituida en el derecho de hipoteca.

La falta de determinación de cuotas no vulnera el principio de especialidad, ni el tráfico jurídico, porque todo el régimen de actuación conjunta y toma de decisiones tanto para la cancelación, la cesión y la ejecución así como cualesquiera otras acciones derivadas del derecho real de hipoteca ha tenido acceso al Registro.

Y ello porque además de los créditos solidarios y mancomunados, debido a las necesidades económicas del mercado y al principio de la autonomía de la voluntad, han surgido otras modalidades de créditos con pluralidad de acreedores que se han denominado «créditos sindicados». En estos casos se produce una organización jurídica de las titularidades del conjunto de los acreedores, que aunque conservan su individualidad, les dota de una dimensión colectiva, mediante un contrato de novación modificativa, tal y como se hizo en el caso objeto del presente comentario. Así, cada una de las entidades acreedoras es titular de diferentes créditos, pero en virtud de la sindicación pierden las facultades de ejercicio singular de los mismos. No hay solidaridad activa entre los acreedores, sino que uno de los acreedores actúa como «Agente» de la operación, y a través de él se canaliza el poder de actuación, en virtud de un mandato representativo irrevocable. En estos casos, el Banco

agente canaliza las relaciones externas entre el conjunto de los acreedores, que actúan unitariamente como sindicato, y el deudor.

En la relación interna de los acreedores sindicatos se crea el contrato de sindicación, mediante la novación modificativa de los distintos contratos de crédito y demás operaciones financieras existentes entre los acreedores y el deudor común, estableciéndose un conjunto de reglas relativas a la gestión, administración y disposición de los derechos de crédito, que pueden requerir el acuerdo unánime de todos ellos, o por mayoría, o permitir el ejercicio separado de alguna de las facultades del crédito.

Así, en el caso cuyo comentario nos ocupa, la ejecución y la cancelación de la hipoteca requiere la actuación conjunta de todos los acreedores, la modificación de las condiciones financieras de los créditos sindicados requiere la simple mayoría, y la cesión a tercero del crédito y la posición contractual de cada acreedor puede realizarla cada partícipe separadamente.

Sentado lo anterior, considero que la hipoteca constituida de forma unitaria sin división de cuotas en garantía de créditos sindicados debe admitirse, pues no hay indeterminación en los casos de cesión o embargo de su derecho, ya que lo cedido o embargado en cada caso será la concreta posición contractual del acreedor cedente o embargado con el conjunto de sus derechos y obligaciones, y tampoco hay indeterminación en los casos de ejecución meramente parcial de la hipoteca en relación con alguno de los créditos garantizados, ya que tal ejecución solo es posible mientras no se opongan los acuerdos de sindicación, y en el caso de ejecución de la hipoteca respecto de alguna de las obligaciones, lo que debe quedar claramente determinada es la cuantía por la que queda vigente la hipoteca en relación con el resto de obligaciones, por lo que subsiste la hipoteca en relación con las obligaciones que no han sido ejecutadas. Y es que la hipoteca en mano común sin cuotas ha sido ya ampliamente aceptada en la práctica registral (RDGRN de 30 de enero de 2003 y 10 de septiembre de 2009).

Incluso la RDGRN reconoce expresamente la posibilidad de ejecución parcial de la hipoteca flotante, indicando que deberá ajustarse a las determinaciones contenidas en el acuerdo de sindicación, de tal manera que quede claramente determinada la cuantía por la que quede vigente la hipoteca en relación con las obligaciones no ejecutadas. Se admite a estos efectos, la redacción siguiente: «la cantidad que habrá de sustraerse a la cifra de responsabilidad hipotecaria en caso de ejecución parcial es la cantidad de la deuda por la que se insta la ejecución».

Así, es posible la ejecución parcial de la hipoteca flotante si se ha distribuido la responsabilidad hipotecaria entre las distintas obligaciones garantizadas o si existe un pacto en que se fijen los criterios objetivos para su distribución para el caso de ejecución o la titularidad de los acreedores es parciaria o por cuotas. Incluso *a priori* puede suceder que se sepa cuál será la responsabilidad hipotecaria subsistente y por tanto, la ejecución parcial, sin necesidad de pacto previo alguno, conforme con lo previsto en el artículo 227 RH, por lo que sólo será posible la ejecución parcial si hay otras obligaciones existentes en el momento de la ejecución (aunque en la constitución fueran futuras) y en cuanto al importe líquido de las mismas en ese momento, pero con carácter flotante entre ellas si la suma de sus importes es superior a la responsabilidad hipotecaria subsistente⁽⁸⁾.

(8) Cfr. VALERO FERNÁNDEZ-REYES: *Estudios sobre...*, cit., p. 385 y ss.

Por tanto, la titularidad de la hipoteca flotante puede ser colectiva o en mano común si así se pacta expresamente por los interesados, pero cada uno de los distintos créditos garantizados tendrá su propia forma de titularidad o cotitularidad. No es posible atribuir a cada uno de los acreedores una cuota matemática en el derecho real de garantía del artículo 153 bis de la LH, sino que hay una titularidad colectiva en la que no es necesario la fijación de cuotas.

Además, los terceros no se ven perjudicados por la indeterminación, pues les basta con conocer la responsabilidad hipotecaria máxima de la que responde el deudor, sin que sea preciso conocer el reparto interno entre los acreedores hipotecarios de las cantidades que les correspondieran en una eventual ejecución hipotecaria. Por tanto, no es preciso que los terceros conozcan la cuota concreta de cada acreedor hipotecario en una hipoteca flotante.

IV. CLÁUSULAS INSCRIBIBLES

Respecto a la cuestión de qué cláusulas financieras y de vencimiento anticipado de las hipotecas en garantía de los acuerdos de refinanciación son inscribibles y cuáles no, partiendo de la STS de 16 de diciembre de 2009 relativa a los préstamos hipotecarios concedidos a consumidores, la DGRN elabora sus consideraciones.

El Registrador de la propiedad considera que existen algunos pactos y apartados de la escritura que no son inscribibles. El artículo 12 de la LH, tras la redacción otorgada por la Ley 41/2007, establece que «en la inscripción del derecho real de hipoteca se expresará el importe del principal de la deuda y, en su caso, el de los intereses pactados, o, el importe máximo de responsabilidad hipotecaria identificando las obligaciones garantizadas, cualquiera que sea la naturaleza de éstas y su duración. Las cláusulas de vencimiento anticipado y demás cláusulas financieras de las obligaciones garantizadas por hipoteca a favor de las entidades a las que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, en caso de calificación registral favorable de las cláusulas de trascendencia real, se harán constar en el asiento en los términos que resulten de la escritura de formalización». El contenido de este artículo ha sido interpretado por las RRDGRN de 1 de octubre, 4 de noviembre y 21 de diciembre de 2010 y 11 de enero de 2011, y a ellas se remite la Resolución objeto del presente comentario. Teniendo en cuenta esa interpretación, la DGRN analiza las cláusulas que el Registrador excluye de la inscripción.

Los acuerdos de refinanciación contienen una serie de obligaciones tendentes a asegurar el plan de viabilidad empresarial y el mantenimiento de su solvencia, y su incumplimiento se configura como causa de vencimiento de todos los créditos garantizados y con ello la ejecución de la hipoteca. El problema es determinar cuáles de estas cláusulas son inscribibles y cuáles no. Estas cláusulas financieras de vencimiento anticipado se trasladan al asiento registral, y ello porque afectan a la duración de la hipoteca y pueden provocar la ejecución de la misma, teniendo por ello trascendencia real.

El Registrador excluye de inscripción una serie de cláusulas que son obligaciones del hipotecante, y considera que por ser de carácter obligacional, no pueden ser objeto de inscripción (cláusulas relativas a obligaciones del hipotecante, obligación de otorgar es-

crituras públicas para dejar constancia de las edificaciones de las fincas, y la obligación de conservar las fincas haciendo las reparaciones necesarias). Respecto de estas cláusulas la DGRN mantiene el criterio seguido por el Registrador.

También mantiene el criterio del Registrador la DGRN en otras cláusulas que por ser contrarias a lo dispuesto en el artículo 27 de la LH no pueden ser objeto de inscripción, pues infringen normas imperativas como los artículos 27 y 107.3 de la LH, y son contrarios al principio de libertad de contratación, a la libre circulación, uso y destino de los bienes y al crédito territorial. Serían las limitaciones de la facultad dispositiva del hipotecante (prohibición de vender o disponer de cualquier otro modo salvo previo consentimiento por escrito del acreditante y la prohibición absoluta de arrendar⁽⁹⁾). Y ello porque estas cláusulas no tienen carácter inscribible al estar expresamente excluido su acceso al Registro de la Propiedad por una norma hipotecaria de carácter imperativo.

Tampoco pueden inscribirse determinadas cláusulas relativas al vencimiento anticipado porque no son conformes con el artículo 1129.1 del CC (supuestos de pérdida del deudor del derecho a utilizar el plazo), el artículo 61.3 de la Ley Concursal, artículos 131 y 133 de la LH, y porque producen un manifiesto desequilibrio contractual, resultando ilícita por abusiva, limitando los principios de libertad de empresa, contratación y tráfico mercantil directamente relacionados con el principio de libertad de contratación que preside el artículo 27 de la LH, basándose para ello la DGRN en varias Sentencias del TS, que han declarado la nulidad de pleno derecho de estas cláusulas por razón de su carácter abusivo.

Sin embargo, hay otras cláusulas que la DGRN considera que sí son objeto de inscripción, a diferencia de lo que entendía el Registrador de la propiedad, al tener trascendencia real: gastos de naturaleza financiera y obligaciones adicionales del hipotecante relacionadas con las causas de vencimiento anticipado.

V. CONCLUSIÓN

La RDGRN de 8 de junio de 2011 tiene una gran trascendencia, pues ha resuelto una de las principales polémicas doctrinales surgidas en el ámbito hipotecario a raíz de la Ley 41/2007, que no es otra que la de la figura de la hipoteca flotante y su régimen jurídico. En la hipoteca flotante no es necesario o imprescindible señalar en concreto las obligaciones que se aseguran, sino que basta con indicar su denominación y señalar la cifra máxima asegurada, de conformidad con lo previsto en el artículo 153 bis de la LH. Incluso, si se trata de obligaciones futuras, este precepto permite que no se expresen en concreto en la escritura, y pueden ser obligaciones que ni siquiera dependan de ninguna relación jurídica preexistente en el momento de la constitución de la hipoteca.

(9) Solo será inscribible la prohibición de arrendar cuando se limite expresamente «a los arrendamientos de vivienda excluidos de purga en la ejecución por aplicación del artículo 13 de la Ley de Arrendamientos Urbanos».

DE NUEVO SOBRE LA VALIDEZ DE LAS CLÁUSULAS SUELO EN LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS

(Comentario a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Sevilla, Sección 5.^a, de 7 de octubre de 2011)

CELIA MARTÍNEZ ESCRIBANO

Profesora Titular de Derecho Civil

RESUMEN

La sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Sevilla de 30 de septiembre de 2010 declaró nulas por abusivas las cláusulas suelo de los contratos de préstamo hipotecario suscritos por determinadas entidades de crédito, a la vista de la desproporción o desequilibrio que existía con los techos de estos contratos. Posteriormente, la Audiencia Provincial de Sevilla revocó esta sentencia, declarando la validez de las cláusulas suelo.

El presente comentario a la sentencia dictada en apelación analiza en un sentido crítico los argumentos esgrimidos por la Audiencia. La consideración de las cláusulas suelo como elementos esenciales del contrato, la información en la contratación de préstamos hipotecarios y el equilibrio entre derechos y obligaciones de las partes son las principales cuestiones que centran este análisis.

Palabras clave: *Cláusulas suelo, préstamo hipotecario, cláusulas abusivas, elementos esenciales del contrato, información en la contratación, equilibrio entre derechos y obligaciones de las partes.*

ABSTRACT

The sentence of the Commercial Court n. 2 of Seville of 30th September 2010 held that floor clauses of mortgage loans of certain credit companies were abusive and void clauses. There was an unbalance between floors and ceilings of these contracts. After that, the Provincial Court of Seville revoked this sentence and declared the validity of the floor clauses.

This paper is focused in the appellation sentence and analyses the arguments of the Court from a critical point of view. The consideration of the floor clauses as essential elements of the contract, the contractual information in mortgage loans and the balance of parties' rights and duties are the main questions of this study.

Key words: *Floor clauses, mortgage loan, abusive clauses, essential elements of the contract, contractual information, balance of parties' rights and duties.*

SENTENCIA DE LA AUDIENCIA PROVINCIAL DE SEVILLA, SECCIÓN 5.^a, DE 7 DE OCTUBRE DE 2011

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero. Mediante el escrito rector de estas actuaciones la asociación AUSBANC CONSUMO ejercitó una acción colectiva de cesación de condiciones generales de la contratación, al amparo de los artículos 12.2 y 16.3 de la Ley de Condiciones Generales de la Contra-

tación (LCGC), contra las entidades de crédito BBVA S.A., Caja de Ahorros de Galicia y Cajamar Caja Rural S.C.C., con la pretensión de que se declarase la nulidad, por tener el carácter de abusivas, de las condiciones generales de la contratación consistentes en las cláusulas de los contratos de préstamo hipotecario a interés variable, celebrados con consumidores y usua-

rios, que establecen un tipo mínimo de interés o un tipo mínimo de referencia, así como que se condene a las demandadas a eliminar dichas condiciones generales de la contratación y a abstenerse de utilizarlas en el futuro, que se publique el fallo en el BORME o en un periódico de la provincia, y que se ordene la inscripción de la sentencia en el Registro de Condiciones Generales de la Contratación.

Tras la celebración de la correspondiente vista en la que las tres entidades demandadas se opusieron a las pretensiones de la actora, *el Juzgado de instancia dictó sentencia estimatoria de la pretensión de la actora.* Contra ella se alzan las tres entidades demandadas mediante la formulación de sendos y extensos escritos de apelación.

Segundo. Aun cuando cada demandado ha presentado separadamente su escrito de interposición del recurso de apelación, procederemos a un examen y resolución conjunta de los tres, pues coinciden en la formulación de la excepción de falta de legitimación activa, y las razones y fundamentos jurídicos que oponen frente a la declaración de abusividad de la cláusula de limitación de la variabilidad de intereses son en esencia semejantes.

Es menester comenzar el análisis de las apelaciones por la *excepción de falta de legitimación activa.*

La Resolución de 5 de octubre de 2005 de la Subdirección General de Normativa y Arbitraje de Consumo acordó excluir a AUSBANC CONSUMO del Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios. La asociación presentó recurso contencioso administrativo cuyo conocimiento correspondió al Juzgado Central de lo Contencioso Administrativo n.º 3. El 10 de octubre de 2006 este Juzgado dictó Auto acordando la suspensión cautelar de la Resolución administrativa recurrida. El 6 de mayo de 2009 el Juzgado Central de lo Contencioso Administrativo dictó sentencia (LA LEY 354231/2009) que desestimaba la demanda que formuló AUSBANC. Esta entidad interpuso recurso de apelación, dictando la sección cuarta de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional Sentencia firme el 6 de octubre de 2010 (LA

LEY 193131/2010) que desestimaba el recurso de apelación y confirmaba la Sentencia del juzgado.

La primera cuestión que nos suscita el actual estado de cosas tras la Sentencia de la Audiencia Nacional es si, no obstante la exclusión de la demandante del Registro Estatal de Asociación de Consumidores, tiene legitimación activa para el ejercicio de la acción colectiva en defensa de los intereses generales, colectivos o difusos de los consumidores y usuarios.

El artículo 11.1 de la LEC (LA LEY 58/2000) dispone que las asociaciones de consumidores y usuarios legalmente constituidas estarán legitimadas para defender en juicio los intereses generales de los consumidores y usuarios. Y en el apartado tres establece que cuando los perjudicados sean una pluralidad de consumidores o usuarios indeterminados o de difícil determinación, la legitimación para demandar en juicio la defensa de estos intereses corresponderá exclusivamente a las asociaciones de consumidores y usuarios que, conforme a la ley, sean representativas. La generalidad y escasa concreción de estos preceptos nos obliga a acudir de inmediato a la normativa más específica que regula el régimen básico de las asociaciones de consumidores y usuarios, contenida en los artículos 22 a 39 del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (LCU), Real Decreto Legislativo 1/2007 de 16 de noviembre (LA LEY 11922/2007) .

Formulada en este caso una acción de cesación de condiciones generales de la contratación, la legitimación de la demandante vendría reconocida por el art. 16.3 LCGC que faculta para su ejercicio a «Las asociaciones de consumidores y usuarios que reúnan los requisitos establecidos en la Ley 26/1984, de 19 de julio (LA LEY 1734/1984), General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, o, en su caso, en la legislación autonómica en materia de defensa de los consumidores».

Y la actual LCU, aprobada por el Real Decreto legislativo 1/2007 (LA LEY 11922/2007), define en el art. 23.1 a las asociaciones de consumidores y usuarios: «Son asociaciones de consumidores y usuarios las organizaciones

sin ánimo lucro que, constituidas conforme a lo previsto en la legislación sobre asociaciones y reuniendo los requisitos específicos exigidos en esta norma y sus normas de desarrollo y, en su caso, en la legislación autonómica que les resulte de aplicación, tengan como finalidad la defensa de los derechos e intereses legítimos de los consumidores, incluyendo su información, formación y educación, bien sea con carácter general, bien en relación con bienes o servicios determinados».

Así pues, *para ser «asociación de consumidores y usuarios» es preciso, por un lado, que se haya constituido conforme a lo previsto en la ley de asociaciones teniendo como finalidad la defensa de los derechos e intereses legítimos de los consumidores, y por otro, que reúna los requisitos específicos que exige la propia LCU. Estableciendo a continuación el artículo 24 LCU, regulador de la legitimación de tales asociaciones, que: «1. Las asociaciones de consumidores y usuarios constituidas conforme a lo previsto en este título y en la normativa autonómica que les resulte de aplicación, son las únicas legitimadas para actuar en nombre y representación de los intereses generales de los consumidores y usuarios.*

Las asociaciones o cooperativas que no reúnan los requisitos exigidos en este título o en la normativa autonómica que les resulte de aplicación, sólo podrán representar los intereses de sus asociados o de la asociación, pero no los intereses generales, colectivos o difusos, de los consumidores».

Los requisitos que exige la LCU se desarrollan en los artículos 27 y siguientes, debiendo destacarse a los efectos que nos ocupan los artículos 33, 35 y 37 c) de la LCU. El primero dispone: «Las asociaciones de consumidores y usuarios de ámbito estatal y todas aquéllas que no desarrollen principalmente sus funciones en el ámbito de una comunidad autónoma, deberán figurar inscritas en el Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios que se gestiona en el Instituto Nacional del Consumo.

Tras su denominación, estas asociaciones de consumidores y usuarios indicarán su número de inscripción registral».

El art. 35 LCU dice que «1. La realización por las asociaciones de consumidores y usuarios inscritas en el Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios de alguna de las actuaciones prohibidas por los artículos 23.3 y 27 dará lugar a su exclusión de dicho registro, previa tramitación del procedimiento administrativo previsto reglamentariamente.

2. La resolución de exclusión del Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios determinará la pérdida de esta condición, en todo caso, y por un período no inferior a cinco años desde la fecha de la exclusión, sin perjuicio del mantenimiento de su personalidad jurídica con arreglo a la legislación general de asociaciones o cooperativas».

Y el art. 37.c) dispone que: «Las asociaciones de consumidores y usuarios de ámbito supraautonómico, legalmente constituidas e inscritas en el Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios tendrán derecho, en los términos que legal o reglamentariamente se determinen, a: c) Representar, como asociación de consumidores y usuarios, a sus asociados y ejercer las correspondientes acciones en defensa de los mismos, de la asociación o de los intereses generales, colectivos o difusos, de los consumidores y usuarios».

Por tanto, *si para ser considerada asociación de consumidores y usuarios se han de reunir los requisitos específicos exigidos en la LCU, si uno de esos requisitos es el deber de figurar inscritas en el Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios, si esa inscripción les da derecho a a representar los intereses generales colectivos y difusos de los consumidores y usuarios [art. 37 c) LCU], y si la carencia de los requisitos exigidos en la LCU les impide representar los intereses generales colectivos o difusos de los consumidores (art. 24.1 LCU), y la exclusión del Registro determina la pérdida de la condición de “asociación de consumidores y usuarios” (art. 35.2 LCU), así como la prohibición de usar los términos consumidor o usuario y la denominación de “asociación de consumidores y usuarios” (art. 25 LCU), la correcta interpretación de estos preceptos permite concluir que una Asociación excluida del Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y*

Usuarios sólo puede representar los intereses de la asociación y de sus asociados, pero carece de legitimación para ejercitar acciones colectivas en defensa de intereses generales y difusos de los consumidores.

Así pues, AUSBANC CONSUMO carece de legitimación activa para el ejercicio de acciones colectivas para la defensa de los intereses generales de consumidores y usuarios pues no está inscrita en el Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios al haber sido desestimado su recurso contencioso administrativo contra la Resolución de exclusión dictada el 5 de octubre de 2005, por la Sentencia de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional de 6 de octubre de 2010 (LA LEY 193131/2010), en tanto en cuanto la inscripción en el Registro es un requisito legal de obligatoria observancia para poder ejercitar acciones en representación de los intereses generales, colectivos o difusos, de consumidores y usuarios. Y es que la inscripción registral confiere a la Asociación inscrita unos derechos que enumera el artículo 37 LCU, que no tiene en caso de falta de inscripción o de exclusión del Registro.

Tercero. *No obstante lo anteriormente expuesto, en el presente caso hay un problema añadido que resolver. Como antes dijimos, el 10 de octubre de 2006 el Juzgado Central de lo Contencioso Administrativo n.º 3 dictó Auto suspendiendo cautelarmente la Resolución administrativa de expulsión de AUSBANC del Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios. Por tanto, de forma provisional, temporal y condicional, a expensas de lo que sucediese definitivamente en el litigio, la entidad demandante ostentaba legitimación para ejercitar acciones colectivas en defensa de los intereses generales de los consumidores y usuarios. La demanda origen de esos autos se presentó con anterioridad a la Sentencia de la Audiencia Nacional de 6 de octubre de 2010 (LA LEY 193131/2010), y también anterior, si bien por pocos días, es la Sentencia dictada por el Juzgado de lo Mercantil en primera instancia.*

Es evidente que en el momento actual la demandante carece de legitimación. Pero cuando formuló la demanda sí que ostentaba legitima-

ción para el ejercicio de la acción que dedujo. Pues bien, hemos de resolver si el principio perpetuatio jurisdictionis afecta también a la legitimación o, por el contrario, si durante el curso del proceso el actor pierde su legitimación, ello ha suponer la terminación del proceso por caer el actor de interés legítimo.

La legitimación es un presupuesto del proceso, es decir, una de las condiciones de las que depende la posibilidad de que el juzgador pueda examinar el fondo del asunto que se le ha planteado. *Consideramos que la legitimación se ha de tener en el momento inicial de la presentación de la demanda, y se ha de mantener a lo largo de todo el iter procedimental hasta su finalización.* La legitimación es una consecuencia del interés legítimo que tiene aquel que es titular de la relación jurídica o del objeto litigioso. Así, cuando se deja de tener ese interés legítimo por transmisión del objeto litigioso, el adquirente puede solicitar que se le tenga por parte (art. 17 LEC (LA LEY 58/2000)), por ser quien ostenta la legitimación por mor de la transmisión. Si deja de haber interés legítimo por circunstancias sobrevenidas se producirá la terminación del proceso [arts. 22 (LA LEY 58/2000) y 413 LEC (LA LEY 58/2000)]. Y tratándose de personas físicas, su defunción (que origina su pérdida de capacidad y, lógicamente, con ella la pérdida de legitimación pues la muerte extingue la personalidad civil, art. 32 Código Civil (LA LEY 1/1889), es decir, la facultad para ser titular de derechos y obligaciones) ocasiona la transmisión *mortis causa* de lo que sea objeto del proceso a las personas que sucedan al difunto, pero si sus sucesores no se personan, se tendrá por desistido al demandante y se ordenará el archivo de las actuaciones [art. 16.1 (LA LEY 58/2000) y 3 de la LEC].

Junto a esta legitimación que podríamos denominar tradicional u ordinaria (basada en la titularidad del derecho material), la ley procesal contempla también una legitimación extraordinaria en ocasiones a personas distintas de los titulares de la relación jurídica o del objeto litigioso, como es el caso de la que se confiere a las asociaciones de consumidores y usuarios legalmente constituidas para la defensa de los intereses colectivos y difusos. Son supuestos en

los que la posición habilitante para formular la pretensión no es la afirmación de la titularidad de la relación jurídica material, sino una autorización legal concedida por norma expresa. *La legitimación de la actora es una legitimación extraordinaria que le otorga la Ley no por ser titular de la relación jurídica o del objeto litigioso, sino en defensa de intereses colectivos, atribuyendo la ley a una persona jurídica la representación institucional del conjunto. Es una legitimación extraordinaria, y sólo existe en tanto ha sido conferida expresamente por la ley. La actora no defiende en este proceso un interés propio, sino los intereses generales y difusos de consumidores y usuarios. Este reconocimiento de legitimación se lo otorga la Ley, por tanto, siempre que reúna los requisitos de constitución de la ley de asociaciones y los requisitos específicos de la normativa de consumidores y usuarios, que le facultan o habilitan para ejercer en juicio la representación de intereses de personas que carecen de una relación asociativa con ella, personas desconocidas, inciertas, o que pudiendo ser conocidas en ningún caso le han facultado para demandar en su nombre. Por ello esta legitimación la confiere la Ley en cada caso, condicionándola al cumplimiento de unos requisitos específicos. Cuando la asociación no cumple esos requisitos deja de tener legitimación, pues el interés legítimo en ese caso le viene atribuido por la Ley, no por ser titular de la relación jurídica deducida o del objeto litigioso, consistiendo ese interés en la facultad de seguir eficazmente un proceso por un derecho o interés ajeno (los intereses generales). Por ello, si la asociación no cumple o deja de cumplir los requisitos que la normativa le exige, la propia Ley le priva de legitimación porque no observa o reúne los requisitos o condiciones que la normativa considera esenciales para conferirle esa facultad de conducir eficazmente un proceso en defensa de los intereses generales de los consumidores y usuarios. Cuando esto sucede en el curso del proceso, el pleito queda sin parte legítima que sostenga la acción.* El art. 24.1 LCU dice que las asociaciones de consumidores y usuarios constituidas conforme a lo previsto en este título son las únicas legitimadas para actuar en nombre y representación de los intereses generales de los consumidores y usuarios. Por

consecuente, el proceso debería terminar por inexistencia de parte actora legítima para el sostenimiento de la acción.

La legitimación que se atribuye a las asociaciones de consumidores y usuarios no supone concesión de derechos subjetivos materiales, sino facultad de realizar el proceso sin pedir para ellas mismas. Perdida esa facultad por incumplimiento por la asociación de los requisitos legales que la legitiman, el proceso no puede seguir adelante, pues es la ley la que determina quienes se encuentran en posición habilitante para pedir la actuación del derecho.

Ahora bien, como la acción deducida es en defensa de unos intereses generales, en este caso formulada al amparo del art. 12.2 de la LCGC, y el art. 16 de dicha Ley dispone que podrán ejercitarla otras seis entidades o instituciones que enumera, si alguna de éstas compareciese en autos a sostener la acción, supliría la falta de legitimación sobrevenida de quien la instó inicialmente.

En este procedimiento, el Ministerio Fiscal se personó en la segunda instancia el 21 de junio de 2011 por entender afectado el interés social. Y como el art. 11.4 de la LEC (LA LEY 58/2000) le legitima para el ejercicio de la acción de cesación para la defensa de los intereses colectivos y de los intereses difusos de los consumidores y usuarios, específicamente el art. 16.6 de la LCGC le legitima activamente para el ejercicio de la acción de cesación del art. 12 LCGC, el art. 13 de la LEC (LA LEY 58/2000) permite la intervención como demandante mientras se encuentre pendiente un proceso de quien acredite tener interés directo y legítimo en el resultado del pleito, pudiendo defender las pretensiones formuladas aunque el litisconsorte se aparte del procedimiento por cualquier causa, y el art. 54.2 de la LCU permite al Fiscal personarse en los procesos promovidos por otra cualquiera de las entidades que enumera en el número uno del mismo precepto, ejercitando la acción de cesación en materia de cláusulas abusivas, si lo estima oportuno para la defensa de los intereses que representa, la Sala le tuvo por personado y parte interviniente mediante Auto de 21 de julio de 2011. Por ello, *al haberse personado en el proceso como interviniente una parte legitimada*

para el ejercicio de la acción en defensa de intereses generales deducida en el escrito inicial, no siendo la demandante originaria la única con legitimación extraordinaria para la defensa de los intereses que se ventilan en esta litis, el proceso ha de continuar adelante para entrar a resolver el fondo del debate planteado.

Cuarto. *La pretensión de declaración de nulidad de las cláusulas de limitación de la variabilidad de intereses (conocidas popularmente como cláusula suelo y cláusula techo), en este caso circunscrita a la que establece un tipo mínimo de interés o un tipo mínimo de referencia, que utilizan las entidades de crédito demandadas en algunos de sus contratos de préstamo hipotecario, se fundamenta en la aplicación de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación que reputa nulas las condiciones generales que sean abusivas, cuando el contrato se haya celebrado con un consumidor; entendiéndose por tales las definidas en la Ley General para la defensa de los Consumidores y Usuarios. En concreto se alega que son abusivas conforme al art. 82 de esta última Ley porque son estipulaciones no negociadas individualmente, contrarias a la exigencia de la buena fe, que causan en perjuicio del consumidor un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes derivados del contrato, imponiéndoles una renuncia a su derecho a devolver el préstamo a un tipo de interés actualizado y adaptado al momento del pago, acordes con la coyuntura económica y financiera, desequilibrio que se hace patente, según la demanda, cuando se observa la determinación de los tipos máximos de interés (conocidos como cláusula techo), en el diez, doce y quince por ciento respectivamente, los cuales considera tan elevados que en la práctica es difícil que se apliquen.*

Frente a estos argumentos los recurrentes oponen la no aplicabilidad de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación a los préstamos hipotecarios por estar regulados por un Derecho sectorial como es el Derecho bancario, en concreto en cuanto al tema que nos ocupa por la normativa bancaria de protección a la clientela como es la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito Ley 26/1988 de 29 de julio (LA LEY 1563/1988), y las Órdenes

Ministeriales de 12 de diciembre de 1989 sobre tipos de interés, comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito, y de 5 de mayo de 1994 sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, dictadas ambas en desarrollo del art. 48.2 de esta Ley. También alegan que la cláusula suelo no es una condición general de la contratación porque no son predisuestas ni impuestas, están reguladas por la OM de 5 de mayo de 1994, y porque fijan el precio del contrato. También consideran que no son abusivas en cuanto que no se dan las exigencias del art. 82 LCU, no son contrarias a la buena fe, no producen desequilibrio de los derechos y obligaciones de las partes en perjuicio del consumidor, ni faltan a las exigencias de la reciprocidad, la cual es una reciprocidad obligacional y causal respecto de los deberes de prestación de cada una de las partes, pero no cabe reciprocidad entre los dos elementos determinantes de una sola prestación que es el precio del contrato del que definen sus límites, sino entre los derechos y obligaciones que corresponden a cada una de las partes. Por último, se alega falta de prueba de la desproporción de las cláusulas suelo y techo, basándose el Juzgador en su apreciación a «simple vista» de la notoriedad de un desfase entre los extremos, y se aduce también la inadecuada valoración probatoria que efectúa la Sentencia apelada en cuanto a la prueba sobre la negociación de las cláusulas suelo consistente en el informe del Banco de España de 27 de abril de 2010 y en el dictamen emitido por KPMG.

Quinto. *La existencia de una regulación normativa bancaria tanto en cuanto a la organización de las entidades de crédito como en cuanto a los contratos de préstamo hipotecario y las normas de transparencia y protección de los consumidores, no es óbice para que la LCGC sea aplicable a los contratos de préstamo hipotecario objeto de esta litis. Esta Ley integra la normativa aplicable a esta contratación, y ha de observarse y cumplirse por las entidades bancarias en el momento de redactar el contenido obligacional de los contratos, pues ni la específica legislación bancaria ni las normas administrativas de desarrollo que establecen una normativa sobre la información, documentación*

y protección de los consumidores en la contratación de productos, se inmiscuyen en el contenido obligacional de las concretas cláusulas contractuales, ni podrían hacerlo pues supondría desconocer el principio de autonomía de la voluntad de las partes [art. 1255 Código Civil (LA LEY 1/1889)]. Aquellas normas pretenden proteger los legítimos intereses de los clientes a través de la transparencia de las condiciones financieras de los préstamos, garantizando la adecuada información y protección del deudor, promoviendo una mayor competencia entre entidades. Pero ello no puede evitar que en un régimen de libre competencia en el que concurren un gran número de entidades de crédito se generen ofertas que en su contenido particularizado contengan cláusulas abusivas, las cuales siempre habrán de ser revisadas a la luz de la normativa de las Condiciones Generales de la contratación.

La existencia de pactos de limitación de intereses variables (las cláusulas suelo y techo) en la contratación de préstamos hipotecarios, está prevista y regulada en el anexo II de la OM de 5 de mayo de 1994, cláusula 3.ª bis, apartado 3. Por tanto, su viabilidad legal es incuestionable en cuanto están previstas en la normativa sobre transparencia bancaria. Ello no impide que sean sometidas a un control de abusividad por los Tribunales. Pero resulta dudoso que pueda hacerse una declaración de abuso con carácter general y abstracto. El carácter abusivo de estas cláusulas, en principio legales, ha de verificarse en un análisis individualizado de cada caso, teniendo en cuenta todas las circunstancias concurrentes en el momento de su celebración y todas las cláusulas del contrato (art. 82.3 LCU). También ha de tenerse en cuenta cuando se trata de valorar si estos pactos son abusivos, que la OM de 5 de mayo de 1994 regula el iter negocial de la contratación, garantizando la transparencia y regulando los trámites necesarios para asegurar que el proceso de formación de la voluntad del prestatario se desarrolle libremente con el adecuado conocimiento y con total información, como veremos a continuación.

Hemos de analizar, en primer término, si los pactos de limitación de intereses variables constituyen una condición general de la contratación

predispuesta e impuesta por la entidad crediticia, o son elementos esenciales del contrato de préstamo. Pues bien, estas cláusulas constituyen los términos financieros de la operación de préstamo, están incluidas en la oferta vinculante que la entidad debe hacer al prestatario, de conformidad con la OM de 5 de mayo de 1994, y una vez aceptada la oferta se incorporan al contrato, siendo el precio del mismo. En definitiva, estas cláusulas de limitación de intereses son elementos configuradores del precio del producto contratado, estableciendo el mínimo que el cliente habrá de pagar como intereses del préstamo, y el máximo que abonará. Fijan, por tanto, el marco de fluctuación del precio, en un contrato en el que el prestatario ha optado libre y voluntariamente por un interés variable, y por tanto, sujeto a las oscilaciones y riesgos de un mercado libre. Precisamente esos riesgos son los que se tratan de paliar o cubrir con los pactos de limitación de los intereses variables. Así pues, consideramos que estas cláusulas no son de carácter accesorio, no constituyen una condición general de la contratación, sino que como uno de los factores de determinación del precio del contrato (junto con el interés referencial y el interés diferencial), precisamente el que determina el mínimo que habrá de pagar el prestatario, forman parte integrante de uno de los elementos esenciales del mismo. Como tal es el elemento decisivo a la hora de decantar su voluntad para contratar, el que necesariamente conoce, sobre el que reflexiona la conveniencia o no de hacer el contrato, a diferencia de las condiciones generales, las cuales el consumidor puede no tomar en consideración o desconocer, o no comprender su alcance y trascendencia o adherirse a ellas pese a su disconformidad porque lo que verdaderamente le interesa es el objeto principal del contrato y la conveniencia de las condiciones esenciales del mismo.

Así pues, al constituir estos pactos de limitación de intereses elementos conformadores de una de las condiciones esenciales del contrato, nada menos que de la estipulación contractual más importante para el prestatario que es el tipo de interés y, en el caso que nos ocupa, el precio o interés mínimo que ha de satisfacer durante toda la vida del préstamo, su aceptación es libre y voluntaria, fruto de un previo examen,

análisis y estudio de la preceptiva oferta vinculante que se hace al consumidor que puede contrastarla con otras ofertas existentes en el mercado, y tras ello decide libremente si acepta o no la oferta vinculante que la entidad de crédito le ha presentado. Oferta cuyas condiciones de claridad y transparencia están garantizadas por la normativa contenida en la OM de 5 de mayo de 1994, que regula los términos en que deben redactarse las cláusulas de limitación a la variación del tipo de interés. Orden Ministerial que además regula todo el camino negocial de la contratación, que comienza por la entrega al solicitante de un folleto informativo con las condiciones de identificación del préstamo, tipo de interés, plazos de revisión del tipo, gastos, importe de las cuotas, etc. Seguidamente, y una vez tasado el inmueble, la entidad de crédito tiene que hacer una oferta vinculante que incluya las condiciones financieras correspondientes a las cláusulas financieras señaladas en el Anexo II de la Orden (capital, amortización, intereses ordinarios, tipo de interés variable, límites a la variación del tipo de interés, comisiones, tabla de pagos y TAE, gastos, intereses de demora) por un plazo mínimo de diez días. El cliente estudia las condiciones esenciales de la oferta y decide si la acepta o la rechaza. Si la acepta, se redacta la escritura pública, que puede ser examinada por el prestatario durante los tres días anteriores al otorgamiento. Por último, se formaliza el préstamo en escritura pública, estando obligado el Notario a informar a las partes y a advertir sobre las circunstancias del interés variable, y especialmente si las limitaciones a la variación del tipo de interés no son semejantes al alza y a la baja.

Esta minuciosa regulación legal del recorrido preparatorio del contrato garantiza la transparencia, la información, la libre formación de la voluntad del prestatario, y si tras ello expresa su voluntad de aceptar y obligarse, ha de concluirse que lo hace libremente, con total conocimiento del contenido del pacto de limitación de la variabilidad de intereses, configurador del precio de la operación, el cual de acuerdo con lo dispuesto en el anexo II de la OM de 5 de mayo de 1994 ha de expresarse de modo que «resulte claro, concreto y comprensible por el prestatario, y conforme a Derecho». Por ello debe

descartarse que los pactos de limitación de la variabilidad de intereses que nos ocupan hayan sido impuestos a los solicitantes del préstamo.

Sólo una vez aceptada la oferta vinculante, que incluye el pacto de limitación de la variación del tipo de interés, se incorpora la estipulación limitativa al clausulado del contrato. Es decir, que como consecuencia de la preparación contractual regulada por la normativa contenida en la OM que garantiza la información y la formación libre de la voluntad del prestatario, una vez que acepta la oferta vinculante, los pactos de limitación de intereses pasan a formar parte del contrato. No nos hallamos, en definitiva, ante unas condiciones generales incorporadas al contrato por el predisponente sin información expresa al adherente acerca de su existencia, lo que produciría su nulidad de acuerdo con el art. 8 de la LCGC en relación con el art. 82 de la LCU. Por el contrario, se trata de unos pactos que constituyen condiciones esenciales del contrato, que sólo forman parte del contrato tras la información previa al prestatario, su examen, estudio, contraste con las ofertas de otras entidades de crédito, libre formación de voluntad y libre aceptación del mismo, en un iter negocial preparatorio regulado por la normativa administrativa sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios.

Las pruebas documentales aportadas a estos autos por las entidades demandadas ponen de manifiesto que las escrituras de préstamos hipotecarios que formalizan, en ocasiones contienen los pactos de limitación del interés y en otras ocasiones no. Lo que pone de relieve la posibilidad de contratar préstamos con las mismas con y sin limitación de los tipos variables, y en definitiva, la posibilidad de una negociación efectiva, no meramente ilusoria o quimérica, partiendo, como es lógico, de la oferta comercial de la entidad de crédito (toda negociación contractual se inicia sobre la base de la oferta que un contratante plantea al otro), que concluya en un contrato sin limitaciones a la variación del interés aplicable.

Sexto. Expuesto lo anterior en cuanto a la naturaleza jurídica de las cláusulas que nos ocu-

pan, la no imposición de las mismas, y el equilibrio negociador que procura la regulación de la Orden Ministerial de 1994 en la fase preparatoria del contrato, hemos de abordar también otro punto común a las tres apelaciones, mediante el que directamente impugnan el único fundamento o razón por el que verdaderamente la Sentencia apelada ha declarado abusivas las cláusulas objeto de este pleito que es la falta de reciprocidad entre el límite mínimo (suelo) y el máximo (techo) de variabilidad del tipo de interés. Frente a ello, los recurrentes consideran que los pactos de limitación de la variabilidad no son abusivos, que la Sentencia recurrida hace una indebida calificación de las cláusulas suelo como abusivas en el fundamento de derecho cuarto, e infringe los artículos 82.1, 82.4.c) y 87 de la LCU.

Dice el artículo 82 LCU que *se considerarán cláusulas abusivas todas aquellas estipulaciones no negociadas individualmente y todas aquellas prácticas no consentidas expresamente que, en contra de las exigencias de la buena fe causen, en perjuicio del consumidor y usuario, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato*. Y el art. 82.4 dispone que *«No obstante lo previsto en los apartados precedentes, en todo caso son abusivas las cláusulas que, conforme a lo dispuesto en los artículos 85 a 90, ambos inclusive: c) determinen la falta de reciprocidad en el contrato»*.

Tres requisitos se precisan para que una cláusula sea abusiva: a) *Que no se haya negociado; b) que sea contraria a la buena fe; c) que cause un desequilibrio importante en los derechos y obligaciones derivados del contrato. En cuanto al primero, ya hemos analizado en el anterior fundamento de derecho cómo el iter negocial que establece la normativa administrativa sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, la regulación del contenido de las ofertas vinculantes y la gran competencia existente en el mercado con multitud de ofertas sin cláusula suelo* (el informe del Banco de España aportado a las actuaciones refleja que *«el 71% de la cartera encuestada no tiene restricciones a la bajada de tipos de interés, frente al 29% que*

sí que tiene limitaciones, aunque de esta parte de la cartera, el 82% también tiene limitaciones la subida»), *garantizan la plena información y la libre formación de la voluntad del prestatario que excluye la concurrencia del requisito de la imposición o, lo que es igual, de la falta de negociación. La concertación de préstamos hipotecarios con o sin límites a la variabilidad de interés que ofrecen las entidades demandadas, la gran competencia existente entre entidades de crédito, la transparencia de las condiciones financieras exigida por la normativa vigente, e incluso, la posibilidad de novar la hipoteca mediante la subrogación de otra entidad financiera, conforme a la Ley 2/1994 de 30 de marzo (LA LEY 1224/1994) sobre Subrogación y Modificación de Préstamos Hipotecarios, garantizan que la aceptación del pacto de limitación es fruto de la libre y voluntaria decisión del prestatario que las consiente libremente al suscribir el contrato de préstamo, sin imposición alguna.*

Los pactos de limitación de la variabilidad tampoco son contrarios a la buena fe, pues se han suscrito siguiendo el iter negocial establecido en la regulación sobre la transparencia de las condiciones financieras de los préstamos, el solicitante ha recibido toda la información, y estos pactos son totalmente legales al estar contemplados en la normativa sobre transparencia de la OM de 5 de junio de 1994.

El último requisito es que produzcan un desequilibrio importante en los derechos y obligaciones derivados del contrato. En este caso el desequilibrio versaría sobre la falta de reciprocidad de las cláusulas limitativas por la falta de relación de equivalencia o semejanza entre la limitación a la baja y la limitación al alza.

El préstamo es un contrato real pues requiere que además del consentimiento, la cosa objeto del contrato sea entregada por una persona a la otra. Es obligacional pues la recepción de una suma de dinero da lugar a la obligación de restituirla y de pagar intereses pactados. Es un contrato unilateral, pues uno de los contratantes es acreedor y el otro deudor; entregado el dinero, sólo el prestatario queda obligado a restituir el capital recibido junto con los intereses pactados. Puede ser oneroso o gratuito, aunque es obvio que el préstamo bancario es siempre retribuido.

Cuando la LCU se refiere a la falta de reciprocidad en el contrato, está aludiendo a una reciprocidad obligacional, es decir, a aquella propia de los contratos bilaterales en los que a la obligación de una de las partes se corresponde otra obligación del otro contratante. El contrato de préstamo es un contrato real y unilateral en cuanto que perfeccionado por la entrega del dinero por el prestamista, sólo el prestatario asume obligaciones, que son la de devolver el dinero y pagar los intereses convenidos en el tiempo y plazos estipulados.

Cuando el prestatario acepta que el precio de esa contraprestación sea variable, está aceptando la mutabilidad al alza y a la baja que vaya produciéndose durante la vida del contrato. La introducción de límites a la variabilidad de los tipos que reduzca el riesgo de la contingencia de las subidas y bajadas, no es un pacto que se corresponda con ninguna otra contraprestación de la entidad prestamista, cuya única obligación en el contrato de préstamo, insistimos, es la de entregar al prestatario el dinero. A partir de ahí ninguna otra obligación tiene con éste. El pacto de limitación de la variabilidad es un medio de control del riesgo, constituyendo uno de los elementos configuradores del precio del contrato, junto con el interés referencial y el diferencial, con la finalidad de establecer una retribución mínima del capital entregado y, en su caso, la máxima que habría de satisfacer el prestatario. Y el pago del precio es la recíproca contraprestación a la prestación de la entrega del dinero por parte del prestamista. El equilibrio al que el art. 82.1 LCU se refiere es un equilibrio de los derechos y obligaciones de las partes, un equilibrio del contenido jurídico obligacional del contrato, no del alcance económico de las contraprestaciones que constituyen el objeto del contrato. Aceptado un determinado precio por el prestatario, la mayor o menor onerosidad de la operación financiera no supone un desequilibrio de los derechos y obligaciones de las partes, pues como decimos, el equilibrio exigido por la Ley de Consumidores y Usuarios se refiere a los de contenido jurídico, no al equilibrio económico de la operación. En definitiva que el precio de una operación determinada sea caro no puede producir la nulidad del pacto. El precio de las cosas, de los bienes y

de los servicios es el que libremente convengan las partes, en función de lo que determine la situación del mercado en cada momento y la libre competencia existente. En el caso de los préstamos sólo si el precio convenido es producto de un aprovechamiento de un estado de necesidad del prestatario habría que acudir a las normas que protegen al prestatario frente a préstamos usurarios, cual es la Ley de 23 de julio de 1908 sobre la nulidad de los contratos de préstamos usurarios, cuando se estipula un interés notablemente superior al normal del dinero, manifiestamente desproporcionado con las circunstancias del caso y aceptado por el prestatario a causa de su angustiosa situación o de su inexperiencia. Norma ésta que en absoluto sería de aplicación al caso que nos ocupa por ser su supuesto fáctico completamente distinto a los fundamentos de pedir deducidos en la demanda en relación con la abusividad de la cláusula suelo de los préstamos hipotecarios.

Así pues, los pactos sobre límites a la variabilidad del interés, no constituyen derechos u obligaciones recíprocas de las partes, sino que se incorporan al contrato como mecanismos para reducir el riesgo de pérdidas o de impago que pudiera frustrar el fin del contrato, y de esta manera asegurar el buen fin del mismo. No cabe, por tanto, contraponer el límite máximo al límite mínimo como si de dos contraprestaciones contractuales recíprocas se tratase. No nos hallamos más que ante una obligación que es la del prestatario de pagar el precio, el cual en una clase de contrato que queda sometido a las contingencias del alza y baja de los tipos durante un periodo muy largo de tiempo, se acota por arriba y por abajo para limitar el riesgo de que esa variabilidad pueda llegar a extremos que hagan inviable el contrato. Por consiguiente, no hay desequilibrio alguno o falta de reciprocidad de los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato. Y es que no existe un derecho del prestatario a la limitación de la variabilidad o a la proporcionalidad de los límites. Como dijimos, la introducción de esos límites es plenamente legal. La OM de 5 de mayo de 1994 regula los mecanismos de transparencia de esas condiciones financieras del contrato, y tras el proceso negocial que regula paso a paso esta norma, el prestatario con pleno conocimiento,

información y libertad, decide contratar unas determinadas condiciones de remuneración del préstamo recibido de entre las diversas que el mercado le ofrece. Pudiendo pactar unos intereses variables sin cláusulas de limitación, opta porque su contrato contenga tales límites para que en definitiva, el precio del contrato, el interés que tiene la obligación de abonar por el dinero recibido, quede configurado de una determinada manera, aceptando que en todo caso tendrá que abonar un precio mínimo pero que tampoco se sobrepasará un precio máximo, sean las que sean las condiciones del mercado.

No siendo estas cláusulas un derecho del prestatario que se corresponda con una recíproca obligación del prestamista, no cabe, insistimos, hablar de desequilibrio de prestaciones. Pero si admitiéramos que las cláusulas suelo y techo supusiesen sendas contraprestaciones recíprocas de los contratantes, la determinación de dónde está el punto de equilibrio entre el tipo mínimo y el máximo sería una cuestión arduo compleja para cuya fijación sería enormemente vano o faltar de realidad fijarse en el simple dato objetivo del guarismo o cifra numérica. Para empezar hay que tener en cuenta que el art. 82.3 de la LCU dice que el carácter abusivo de una cláusula se apreciará teniendo en cuenta la naturaleza de los bienes o servicios objeto del contrato y considerando todas las circunstancias concurrentes en el momento de su celebración, así como todas las demás cláusulas del contrato o de otro del que éste dependa. Resulta razonable pensar que si se impidiese la utilización de la cláusula de limitación a la baja de los intereses, de inmediato se incrementaría el interés diferencial, que garantizaría siempre el cobro de un mínimo. Y que otro tanto sucedería si se rebajase el techo para acercarlo al límite a la baja. Lo que a lo largo de la extensa vida de este tipo de contratos, sin duda redundaría en perjuicio del prestatario. Por otro lado, en contratos de tan larga duración como lo son los de préstamo hipotecario, y en un mercado financiero tan cambiante, la determinación de la proporcionalidad entre el límite máximo y el mínimo exigiría cuando menos de un riguroso y completo dictamen pericial que ayudase a valorar y a decidir judicialmente tan espinosa e intrincada cuestión. Ese dictamen no se ha efectuado en estas actuaciones. Resulta muy osado

declarar la desproporcionalidad cuando ni tan siquiera hemos sido capaces de concretar cual sea el punto de equilibrio, la referencia respecto de la cual podamos apreciar que el fiel de la balanza se escora indebidamente hacia uno de los lados. Baste al respecto un ejemplo. Los contratos de la Caja de Ahorros de Galicia aportados por la demandante fijan un límite máximo del diez por ciento y un mínimo del dos con setenta y cinco por ciento (escritura pública de 26 de julio de 2005, documento n.º 8 de la demanda). Si tenemos en cuenta que en julio de 2008 el Euribor estaba al 5,393%, o en octubre de 2008 al 5,248%, y a ese porcentaje le añadimos el diferencial del 1,50%, el interés que pagaba el prestatario en ese momento estaba prácticamente a la misma distancia del techo que del suelo. Es decir, los tipos fluctúan, los préstamos son de larga duración, el comportamiento de los mercados financieros a largo plazo muy difícil de predecir. Ante ello y no disponiendo en estos autos de una prueba pericial que hiciese un profundo estudio científico de la cuestión, no es posible declarar con cierto fundamento y rigor que haya un desequilibrio importante o falta de equivalencia entre el límite mínimo del tipo y el máximo. Y mucho menos para declararlo con carácter general y absoluto sobre la base de una apreciación puramente coyuntural para todos los contratos que las entidades demandadas hayan concertado introduciendo el pacto de limitación a la variabilidad de los intereses, pues como dice el informe del Banco de España obrante en autos, la proporcionalidad está vinculada al precio del producto y este viene determinado por un conjunto de elementos (índice, diferencial, frecuencia de las revisiones, plazo, vinculación exigida, etc.), diferentes para cada préstamo y relevantes en cada momento. Y el dictamen de KPGM, por su parte, dice que «la evaluación de la proporcionalidad del precio de dos productos incluidos en una cláusula es compleja, en la medida que éstas tienen finalidades, derechos y costes financieros muy distintos para cada una de las partes involucradas en el préstamo hipotecario, coincidiendo únicamente en cuanto a la duración». Y continúa el informe diciendo, «entendemos que es complicado considerar como abusivas estas cláusulas, dado que implican una gestión compleja de futuras variaciones de dos pactos muy

distintos desde el punto de vista de la finalidad, derechos, y costes para las partes, que en ningún momento puntual del tiempo y máxime en un entorno tan incierto como el actual, nos permite asegurar, que los límites tanto al alza como a la baja se puedan sobrepasar». (folios 1652 y 1653 de las actuaciones).

Séptimo. Por todo lo expuesto procede el acogimiento de los tres recursos de apelación

formulados por las entidades demandadas, y la revocación de la Sentencia apelada para dictar otra por la que, desestimando las pretensiones de nulidad de las cláusula de los contratos de préstamo a interés variable celebrados con consumidores y usuarios que establecen un tipo mínimo de interés o un tipo mínimo de referencia, acordamos no haber lugar a tal declaración, y absolvemos a las demandadas de las pretensiones contra las mismas deducidas en la demanda.

SUMARIO

- I. EL CONTEXTO.
 - II. BREVE APUNTE SOBRE LA LEGITIMACIÓN ACTIVA.
 - III. ACERCA DE LA VALIDEZ DE LAS CLÁUSULAS SUELO DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS.
 1. **La genérica validez de las cláusulas suelo.**
 2. **Las cláusulas suelo como elemento esencial del contrato. El necesario conocimiento de estas cláusulas por parte del prestatario.**
 3. **La falta de reciprocidad entre suelos y techos.**
 - IV. VALORACIÓN DE LA SENTENCIA.
 - V. BIBLIOGRAFÍA.
-

I. EL CONTEXTO

Hasta el estallido de la crisis financiera y la posterior crisis económica generalizada, se produjo en España una expansión extraordinaria del sector inmobiliario, en gran parte favorecida por el fácil acceso al crédito hipotecario, en el marco de unas condiciones de financiación atractivas, con bajos tipos de interés, como consecuencia del ambiente de confianza en las condiciones del mercado que reinaba en aquella época. El punto álgido se alcanzó en 2006, en que se constituyeron 1.896.515 hipotecas⁽¹⁾, y a partir de 2007 la cifra comenzó a descender. Las turbulencias económicas provocaron entonces una importante subida del Euríbor, que en 2008 llegó a superar el 5%, si bien desde 2003 a 2005 se había situado siempre por debajo del 3%. Esta subida de los tipos de interés conllevó un endurecimiento de la situación para la inmensa mayoría de los prestatarios, cuyos préstamos se

(1) Según datos del Instituto Nacional de Estadística (<www.ine.es>).

habían concertado con un tipo de interés variable. A ello se ha ido sumando la dificultad para hacer frente a los pagos como consecuencia de la crisis económica generalizada, que ha provocado pérdida de puestos de trabajo y una disminución de los ingresos para la inmensa mayoría de las familias españolas. En esta fase alcista de los tipos de interés se creó el marco adecuado para incluir de forma masiva cláusulas suelo en los contratos de préstamos hipotecarios —aunque las cláusulas ya existían con anterioridad, pero su utilización no era tan generalizada—. Y como los tipos de interés en aquellos momentos eran superiores a los suelos, la cláusula pasaba desapercibida, no se informaba suficientemente sobre ella a los clientes, que no llegaban a conocer su existencia al tiempo de contratar⁽²⁾.

Pero en este estado de cosas, en 2009 el Euríbor comenzó a descender drásticamente, por debajo incluso del 2%, y los prestatarios experimentaron un cierto alivio al pensar en la consiguiente reducción de su cuota hipotecaria. Sin embargo, al llegar el momento de la revisión de su préstamo, un número significativo de prestatarios comprobó que la disminución de su cuota no se llevó a cabo con la misma intensidad con que había bajado el Euríbor, y ello porque en su contrato de préstamo hipotecario se había incluido una cláusula suelo que ellos parecían desconocer.

Ante esta situación, ciertos colectivos sociales y especialmente las asociaciones de consumidores y usuarios comenzaron a denunciar el carácter abusivo de las cláusulas suelo de los préstamos hipotecarios, planteándose incluso la posibilidad de que el poder legislativo interviniera en esta cuestión prohibiendo su utilización. Fue entonces cuando el Senado solicitó un informe al Banco de España para que se pronunciara sobre la validez de este tipo de cláusulas⁽³⁾, y a la luz del contenido de este informe se decidió no entrar a regular la materia.

Por otra parte, la cuestión ha llegado a la vía judicial, dictándose dos sentencias que declaran nulas por abusivas ciertas cláusulas suelo por su desproporción con los techos incluidos en los préstamos hipotecarios a interés variable. Se trata de la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Sevilla de 30 de septiembre de 2010 y la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de León de 11 de marzo de 2011. La primera de estas resoluciones judiciales ya fue objeto de un comentario en esta misma revista⁽⁴⁾, y contra la sentencia dictada en primera instancia se presentó un recurso de apelación que ha dado lugar a la sentencia que ahora se comenta. Veamos seguidamente las principales cuestiones que plantea.

(2) Así lo apunta el Informe del Defensor del Pueblo «Crisis económica y deudores hipotecarios: actuaciones y propuestas del Defensor del Pueblo», 2012, p. 65. Puede consultarse en <http://www.defensordelpueblo.es/es/Documentacion/Publicaciones/monografico/Documentacion/Crisis_Hipotecas_2012.pdf>.

(3) El Pleno del Senado aprobó una moción el 23 de septiembre de 2009 por la que se instaba al Gobierno a actuar contra las prácticas abusivas de algunas entidades de crédito respecto de sus clientes en relación a la revisión de la cuota de sus hipotecas. En este contexto se solicitó que el Banco de España elaborase y remitiese un informe que se pronunciara sobre la existencia de cláusulas en los contratos de préstamo hipotecario que: 1) limiten los derechos de los usuarios; 2) determinen la falta de reciprocidad; 3) sean desproporcionadas. Es así como se da lugar al Informe del Banco de España sobre determinadas cláusulas presentes en los préstamos hipotecarios.

(4) MARTÍNEZ ESCRIBANO, C., «Nulidad de “cláusulas suelo” de intereses en contratos de préstamo hipotecario. Comentario a la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Sevilla de 30 de septiembre de 2010», *RDBB*, núm. 121, enero-marzo de 2011, pp. 209 a 239.

II. BREVE APUNTE SOBRE LA LEGITIMACIÓN ACTIVA

La primera cuestión que aborda la sentencia es la falta de legitimación activa de la actora, ahora apelada, AUSBANC, por cuanto fue excluida del Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios, y la inscripción en este registro es un requisito necesario para la defensa de los intereses generales de consumidores y usuarios⁽⁵⁾. Aunque la actora fue excluida del referido registro el 10 de octubre de 2006, y, por tanto, con anterioridad a la interposición de la demanda, esta decisión fue recurrida, recayendo sentencia de la Audiencia Nacional el 6 de octubre de 2010, es decir, con posterioridad a la presentación de la demanda sobre nulidad de cláusulas suelo en los préstamos hipotecarios, y pocos días después de que se dictara sentencia en primera instancia, el 30 de septiembre de 2010, pero antes de que se interpusiera el recurso de apelación.

La legitimación es un presupuesto del proceso, se ha de tener en el momento inicial de presentar la demanda y se ha de mantener durante todo el *iter* procedimental hasta su finalización. Y si desaparece el interés legítimo por circunstancias sobrevenidas, el proceso termina. Pero además, indica la Audiencia de Sevilla, hay una legitimación extraordinaria que en ocasiones reconoce la ley, como ocurre con las asociaciones de consumidores y usuarios legítimamente constituidas, para la defensa de los intereses colectivos y difusos. Es una legitimación que se concede cuando se cumplen determinados requisitos, y si no se cumplen, se pierde la legitimación.

De acuerdo con lo anterior, se produce en este caso una falta de legitimación sobrevenida de AUSBANC, al quedar excluida del Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios. Pero su falta de legitimación podría suplirse si concurre al proceso para sostener la acción alguna de las entidades o instituciones que el art. 16 de la Ley de Consumidores enumera como legitimadas para actuar en defensa de intereses generales. En el caso concreto, el Ministerio Fiscal, que según el art. 11.4 de la LEC está legitimado para ejercitar la acción de cesación y se encuentra incluido en el citado art. 16 de la Ley de Consumidores, se personó en segunda instancia ejercitando la acción de cesación en defensa de intereses generales. En consecuencia, y pese a no ser la demandante originaria, el proceso puede continuar adelante ocupando el Ministerio Fiscal esta posición procesal, según argumenta la Audiencia. Queda de este modo solventado el problema de la falta de legitimación activa de la actora en términos que hacen posible que la Audiencia entre a conocer el fondo del asunto, al que nos referimos a continuación.

III. ACERCA DE LA VALIDEZ DE LAS CLÁUSULAS SUELO DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS

Salvado el problema de la legitimación activa, la sentencia se pronuncia sobre la posible nulidad de las cláusulas suelo. Básicamente son tres las cuestiones que se abordan en relación con este asunto, y que pasamos a analizar seguidamente: la genérica validez de las

(5) Así lo entiende la sentencia objeto de este comentario, separándose de lo que afirmaba la sentencia apelada. Sobre el requisito del registro y la crítica a los pronunciamientos formulados en primera instancia con relación a esta cuestión, cfr. MARTÍNEZ ESCRIBANO, C., cit., pp. 221 y ss.

cláusulas suelo, su consideración como elemento esencial del contrato y el problema de la falta de reciprocidad entre el suelo y el techo.

1. La genérica validez de las cláusulas suelo

De acuerdo con la SAP de Sevilla de 7 de octubre de 2011, concurren en esta materia dos normativas distintas que han de tenerse en cuenta para valorar la validez de las cláusulas suelo. Por una parte, la normativa bancaria sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, y más concretamente, la OM de 5 de mayo de 1994 —recientemente sustituida por la Orden EHA/2899/2011 de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios—. Y por otro lado, la LCGC y las normas de protección a los consumidores.

En cuanto a la primera, trata de proteger los legítimos intereses de los clientes garantizando que obtengan una información adecuada y favoreciendo una mayor competencia entre las entidades de crédito. La propia OM, en su anexo II, reconoce expresamente las cláusulas suelo, lo que lleva a la Audiencia a reconocer de manera incuestionable su viabilidad legal.

A pesar de ello, puede ocurrir que en algún caso concreto, y debido a los términos en que se puede haber insertado la cláusula suelo en un contrato, resulte abusiva a la vista de las circunstancias concurrentes en su celebración y de todas las cláusulas del contrato. De manera que los órganos judiciales pueden controlar el carácter abusivo de estas cláusulas, pero sólo respecto de supuestos concretos e individualizados, sin que la declaración judicial pueda entenderse con carácter general y abstracto para todas las cláusulas de este tipo. Para determinar esta cuestión se tendrá en cuenta lo dispuesto en la normativa de protección a los consumidores. Pero además, también habrá de tenerse en cuenta en este punto lo dispuesto por la OM de 5 de mayo de 1994, puesto que, según se dice en la sentencia, «la observancia de esta norma permite asegurar que el proceso de formación de la voluntad del prestatario se desarrolle libremente con el adecuado conocimiento y con total información».

La generalidad de la doctrina parece coincidir en que las cláusulas suelo son en principio válidas, y en este sentido se alude al principio de libertad de fijación de los intereses bancarios en los contratos de préstamos hipotecarios⁽⁶⁾. Pero ello no obsta a que en determinados supuestos estas cláusulas puedan resultar abusivas, y ello, a juicio de algunos autores, será sobre la base de una deficiente información que impide al prestatario tener un conocimiento efectivo del suelo en el momento de celebrar el contrato⁽⁷⁾. Para otros autores, y como apuntaba la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Sevilla que precedió a la que ahora se comenta, habrá que atender a la desproporción entre el suelo y el techo para valorar si la cláusula es abusiva⁽⁸⁾.

(6) CASTILLA CUBILLAS, M., «Sobre la abusividad de las cláusulas de suelo hipotecario y el Informe al respecto del Banco de España», *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 1/2011, BIB 2011\289, p. 7.

(7) En este sentido, CASTILLA CUBILLAS, M., cit., p. 8; PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., «Reflexiones sobre el carácter abusivo de la cláusula suelo en los contratos de préstamo hipotecario», *Aranzadi Civil-Mercantil* núm. 9/2011, BIB 2011\840, pp. 3 y ss.

(8) PÉREZ CONESA, C., «Nulidad de la cláusula suelo en los contratos de préstamo hipotecario a interés variable por abusiva», *Aranzadi Civil-Mercantil* núm. 2/2011, BIB 2011\592, p. 3; MORENO LISO, L., «Nuevas soluciones

En definitiva, partiendo de la genérica admisibilidad de las cláusulas suelo en nuestro ordenamiento, expresamente reconocidas por la OM de 5 de mayo de 1994, podría llegarse a declarar en algún caso concreto su carácter abusivo. Pero ello sólo sería predicable para la concreta cláusula analizada, como consecuencia o bien de las circunstancias en que se haya celebrado el contrato, o bien del resto del clausulado, como veremos posteriormente.

2. Las cláusulas suelo como elemento esencial del contrato. El necesario conocimiento de estas cláusulas por parte del prestatario

Para determinar si las cláusulas suelo pueden ser consideradas abusivas, la sentencia que ahora se comenta parte de valorar su configuración como elemento esencial del contrato.

Si estas cláusulas son un elemento esencial del contrato, según los razonamientos de la sentencia, necesariamente serán conocidas por el prestatario, de manera que no podrían considerarse como cláusulas predisuestas e impuestas por la entidad de crédito. Y siendo esto así, no cabría advertir en este caso una deficiente información en el momento de la contratación que permitiera apreciar el carácter abusivo de las cláusulas suelo.

En la sentencia no se duda de la configuración de estas cláusulas como elemento esencial del contrato. Los intereses en los contratos de préstamo son el precio del contrato. El prestatario opta libre y voluntariamente por un tipo de interés fijo o variable. El segundo suele ser en un principio inferior, pero está sujeto a las oscilaciones del mercado, lo que comporta un riesgo tanto para el prestatario como para la entidad de crédito. Tal riesgo se puede mitigar con pactos de limitación de los intereses. Estos pactos, en consecuencia, forman parte del precio porque son uno de los elementos a tener en cuenta para determinar en cada momento cuáles son los intereses a pagar en un préstamo con tipo de interés variable. En definitiva, de acuerdo con lo que establece la sentencia, las cláusulas suelo son uno de los elementos esenciales del contrato, y ello lleva a la Audiencia a afirmar que necesariamente serán conocidas por el prestatario: «es el elemento decisivo a la hora de decantar su voluntad para contratar, el que necesariamente conoce, sobre el que reflexiona la conveniencia o no de hacer el contrato, a diferencia de las condiciones generales, las cuales el consumidor puede no tomar en consideración o desconocer, o no comprender su alcance y trascendencia o adherirse a ellas pese a su disconformidad porque lo que verdaderamente le interesa es el objeto principal del contrato y la conveniencia de las condiciones esenciales del mismo».

En definitiva, para la Audiencia de Sevilla la aceptación de la cláusula suelo por parte del prestatario es «libre y voluntaria, fruto de un previo examen, análisis y estudio de la preceptiva oferta vinculante». Además, recuerda que esta oferta se sujeta a las exigencias de la OM de 5 de mayo de 1994, lo que garantiza su claridad y transparencia, la información, la libre formación de su voluntad y su total conocimiento. A la luz de estas ideas, descarta que estas cláusulas hayan sido impuestas a los solicitantes de préstamos.

Sin embargo, estas afirmaciones merecen ciertos comentarios. Por una parte, de manera aún muy incipiente, a partir de la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea,

para la protección del consumidor frente a los contratos bancarios», *Diario La Ley*, núm. 7514, 22 de noviembre de 2010, p. 8.

Sala Primera, de 3 de junio de 2010⁽⁹⁾, parece admitirse que los tribunales nacionales puedan llevar a cabo un control de contenido de las cláusulas sobre elementos esenciales del contrato⁽¹⁰⁾. Este entendimiento de la sentencia se ha matizado de forma minoritaria dentro de la doctrina⁽¹¹⁾ entendiendo que más bien lo que establece la referida sentencia es que puede existir este control de contenido sobre elementos esenciales del contrato cuando la normativa nacional así lo prevea, porque el Derecho comunitario no se opone a ello. Los arts. 4.2 y 8 de la Directiva 93/13/CEE son normas de mínimos y no impiden que la normativa nacional sea más protectora para los consumidores. Pero según esta postura doctrinal, no se identifica ninguna norma española que admita el referido control de contenido, por lo que en realidad se estima bastante dudoso que exista una norma nacional que se pronuncie en estos términos. En consecuencia, no se podrían considerar abusivas estas cláusulas y el control de las mismas habría de reconducirse únicamente a las normas sobre vicios del consentimiento y a las normas imperativas o prohibitivas. Es decir, de acuerdo con esta opinión discrepante, lo que esta sentencia del TJUE establece es que en términos generales sería posible que en un ordenamiento nacional se permitiera el control de contenido de los elementos esenciales del contrato, pero en realidad ninguna norma española así lo establece. Por tanto, no cabría plantear en nuestro Derecho nacional el carácter abusivo de los elementos esenciales del contrato.

Frente a estos razonamientos, cabe apuntar que nuestro ordenamiento no llevó a cabo la trasposición del art. 4.2 de la Directiva 93/13/CEE sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, que dispone que «la apreciación del carácter abusivo de las cláusulas no se referirá a la definición del objeto principal del contrato ni a la adecuación entre precio y retribución, por una parte, ni a los servicios o bienes que hayan de proporcionarse como contrapartida, por otra, siempre que dichas cláusulas se redacten de manera clara y comprensible». Por tanto, y en contra de la interpretación anterior, también cabría entender que la no incorporación al ordenamiento interno debe interpretarse en el sentido de no regir la exclusión prevista en el art. 4.2 de la Directiva en el Derecho español. De este modo, habría que entender que a partir de la STJUE de 2 de junio de 2010 puede considerarse abusiva una cláusula que se refiera a un elemento esencial del contrato. Ésta es, precisamente, la interpretación que planteó el Tribunal Supremo al TJUE ante la falta de trasposición en nuestro ordenamiento del art. 4.2 de la Directiva, resolviendo el órgano comunitario a favor de este entendimiento en la citada sentencia de 3 de junio de 2010. Por tanto, parece que hoy en día podemos afirmar en el Derecho español que es posible el control de contenido sobre los elementos esenciales del contrato.

En cualquier caso, y aun cuando a partir de esta sentencia sea posible declarar el carácter abusivo de cláusulas relativas a los elementos esenciales del contrato, los razonamientos de la SAP de Sevilla que ahora se comenta parten de un enfoque que quizás no sea del todo exacto. Según esta sentencia, las cláusulas suelo, en cuanto que se configuran como elemento esencial del contrato, son «necesariamente» conocidas por el prestatario,

(9) TJCE 2010, 162.

(10) CASTILLA CUBILLAS, M., cit., p. 6; PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., cit., p. 5; MORENO LISO, L., cit., p. 8.

(11) PALAU RAMÍREZ, F., «Condiciones generales abusivas: alcance y criterios sustantivos del control de contenido», *Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 5/2011, BIB 2011\1062, pp. 10 y ss.

y además, el cumplimiento de los requisitos de la OM de 5 de mayo de 1994 garantiza la adecuada información y transparencia, que aseguran que la cláusula suelo es conocida por el prestatario antes de suscribir el contrato. Sin embargo, es más que cuestionable en la práctica que todo prestatario haya llegado a conocer la cláusula suelo incluida en su contrato de préstamo hipotecario y el verdadero alcance de la misma al tiempo de la celebración del contrato, y haya prestado, por tanto, un consentimiento libre, voluntario y plenamente consciente, aun cuando se hayan observado todas las exigencias que establece la citada OM, a pesar de lo que afirma la Audiencia Provincial de Sevilla.

La deficiente información en este ámbito ya ha sido denunciada por la doctrina⁽¹²⁾. Las medidas que contempla la OM no resultan del todo efectivas, de manera que aun cuando se hayan cumplido, es muy probable que el consumidor no llegue a conocer en toda su dimensión la cláusula suelo de su préstamo hipotecario. Así, es posible que la cláusula se haya plasmado en la oferta vinculante, e incluso podría llegar a suceder que el prestatario tenga conocimiento de su derecho de consultar las condiciones financieras del préstamo en la Notaría en los tres días anteriores a la firma del contrato, y que además haga uso de este derecho. Pero esto no es frecuente que ocurra en la práctica.

En este sentido, el Defensor del Pueblo⁽¹³⁾ ha denunciado la falta de una información correcta a los clientes en la oferta vinculante y en el plazo de tres días anteriores a la firma, en los que pueden consultar el proyecto de escritura en la notaría, y que carecen de los medios para probar esta falta de información, viéndose desprotegidos en el ejercicio de sus derechos. A ello hay que añadir las dificultades de comprensión para el ciudadano medio del contenido de estas cláusulas, por lo que estima aconsejable que se les proporcione una información adicional.

Por lo tanto, en muchas ocasiones sólo llegará a tener un conocimiento efectivo de la existencia de la cláusula suelo en el momento de la firma del contrato, cuando el Notario autorizante advierta expresamente de la existencia de la cláusula suelo. En estas circunstancias y en este preciso momento parece difícil que el prestatario se replantee la firma del contrato, de manera que prestará el consentimiento sin una adecuada reflexión sobre las verdaderas condiciones del mismo. Y otras veces, incluso, sólo llega a conocer estas cláusulas cuando, ante una bajada de los tipos de interés, se aplica el suelo fijado en el contrato.

Ante estas carencias, cabe apuntar que la reciente Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, trata de reforzar las obligaciones de transparencia y difusión de la información relevante antes de la contratación, y exige la entrega de información adicional que recoja de forma separada los datos más relevantes relativos a la cláusula suelo o techo, además de reiterar las obligaciones del notario en este ámbito. Este último debe advertir expresamente las diferencias entre los límites al alza y a la baja y, en su caso, el establecimiento de un solo límite a la baja. Además, la Orden establece una Ficha de Información Precontractual y una Ficha de Infor-

(12) Recientemente, CASTILLA CUBILLAS, M., cit., pp. 7 y 8; PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., cit., pp. 9 y ss. Sin embargo, discrepa profundamente de estos planteamientos GARCÍA CRESPO, J. M., «Mercado hipotecario y seguridad jurídica», *Diario La Ley*, núm. 7661, 28 de junio de 2011, La Ley 12750/2011, pp. 20 y ss.

(13) En su Informe «Crisis económica y deudores hipotecarios: actuaciones y propuestas del Defensor del Pueblo», cit., p. 67.

mación Personalizada en las que se deben incluir menciones relativas a las cláusulas suelo. Se articulan, por tanto, nuevos mecanismos con los que tratar de reforzar la información en la contratación de servicios bancarios, tal vez conscientes de la insuficiencia de la normativa reglamentaria de 1994. Sin embargo, lo que la Orden no contempla, tal y como ha destacado el Defensor del Pueblo en su Informe⁽¹⁴⁾, es algún tipo de medida que asegure el cumplimiento de estos deberes de información.

En la doctrina, se han propuesto también otras fórmulas para intentar superar los problemas de información. En este sentido, PERTÍÑEZ VÍLCHEZ⁽¹⁵⁾: sugiere que la cláusula suelo, en lugar de incluirse en la letra pequeña accesoria al tipo de interés, se convierta en parte descriptiva del precio al mismo nivel que el tipo de interés.

Esta medida supondría un avance respecto de la situación actual, pero aun así no necesariamente llegaría a conocer el prestatario el verdadero alcance y significado de su cláusula suelo, aunque sí al menos su existencia. Y ello porque la cuestión es más compleja de lo que pudiera parecer a simple vista. Lo habitual es que las entidades financieras ofrezcan un diferencial muy ajustado en el tipo de interés variable cuando incluyan cláusulas suelo en sus préstamos hipotecarios, porque la cláusula suelo permite contrarrestar los riesgos de los bajos intereses para la entidad de crédito. Además, la inclusión o no de una cláusula suelo puede estar relacionada también con la eventual exigencia de contratar otros productos financieros de la misma entidad. De manera que el conocimiento completo e íntegro de la cláusula suelo, con todo su significado y alcance, requiere un análisis complejo y sólo puede realizarse tras examinar el conjunto de condiciones financieras del contrato. Y valorar hasta qué punto es razonable incluir una cláusula suelo en los términos previstos en el contrato exige unos conocimientos especializados de los que carece la inmensa mayoría de los potenciales prestatarios.

Pero no sólo eso, sino que, como apunta CASTILLA CUBILLAS⁽¹⁶⁾, ni siquiera el Notario autorizante es el profesional que de una manera más efectiva puede advertir sobre estas cuestiones. Su falta de preparación en finanzas le dificultará advertir los posibles desajustes en términos económicos del contrato establecidos en perjuicio del prestatario. Pero aun cuando así lo llegase a considerar, parece más que dudoso que llegue a advertir una ilegalidad que ni siquiera él puede tener por cierta, pues su valoración es tan sólo una opinión sin el valor de una declaración judicial⁽¹⁷⁾. Y más aún si con ello va a poner en riesgo sus relaciones con un cliente más o menos fijo como es la entidad financiera. Por tanto, a falta de unos parámetros claros y concretos que permitan determinar cuándo sería abusiva una cláusula suelo, no parece que la advertencia de esta cuestión deba descansar sobre la figura del Notario.

En definitiva, y a la luz de lo anterior, debe considerarse que si la información suministrada no permite advertir al prestatario el carácter abusivo de la cláusula ni llega a disuadirle para aceptar las condiciones contractuales por ser abusivas, ni tampoco puede adver-

(14) Cit., p. 68.

(15) Cit., p. 10.

(16) Cit., p. 8.

(17) Sobre esta cuestión, cfr. ampliamente MARTÍNEZ ESCRIBANO, C., *Control notarial de la legalidad*, Civitas, Madrid, 2010.

tir el Notario sobre esta cuestión, produciéndose posteriormente de manera sorpresiva el verdadero conocimiento sobre el alcance de la cláusula, entonces es que la información es deficiente y no se alcanza la transparencia pretendida en la contratación de estos productos financieros. Pero además, y como consecuencia de lo anterior, no puede predicarse, como sin embargo hace la SAP de Sevilla de 7 de octubre de 2011, que las cláusulas suelo sean un elemento esencial del contrato, y que por tanto resultan decisivas a la hora de contratar, siendo necesariamente conocidas por el prestatario.

Ciertamente, y como afirma la sentencia que ahora se comenta, las cláusulas suelo son uno de los elementos que configuran el precio, el cual es elemento esencial del contrato. Pero no son el precio del contrato en sí mismo. En esencia, el precio es el Euríbor más un determinado diferencial. Aunque puede ocurrir que en algunos casos no sea éste el precio, por estar por debajo de un determinado umbral fijado en el contrato —la cláusula suelo—. La cláusula suelo es por tanto un elemento accesorio en la fijación del precio del contrato. Y prueba de que no son propiamente el elemento esencial del contrato es el hecho de que no son «necesariamente» conocidas por el prestatario cuando presta su consentimiento —a pesar de lo que sostiene la Audiencia Provincial de Sevilla— ni son un elemento decisivo para él a la hora de contratar. El prestatario puede conocer el Euríbor más el diferencial e ignorar la cláusula suelo hasta que el Notario informa de este extremo en el momento de la firma del contrato.

En consecuencia, no se sostiene que no quepa el control de contenido de las cláusulas suelo porque, siendo elemento esencial del contrato, son necesariamente conocidas por el prestatario. Puede quebrarse este razonamiento entendiendo que aunque inciden en el precio, las cláusulas suelo no son propiamente el precio y por tanto no son elemento esencial del contrato. Así lo apuntó la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Sevilla que ahora se impugna, negando que las cláusulas suelo recaigan propiamente sobre un elemento esencial del contrato, pues no son en sí mismas cláusulas de intereses, sino pactos añadidos y accesorios que suponen una limitación a las cláusulas de intereses, y aunque inciden en la fijación de la remuneración al prestamista, no son su esencia. Simplemente, estas cláusulas sirven de limitación o control de la fluctuación de unos intereses que se han concebido como variables.

Recordemos en este sentido que lo mismo se ha mantenido con relación a las cláusulas de redondeo al alza de los intereses en los contratos de préstamo hipotecario. Respecto de ésta también se discutió si se trataba de un elemento esencial del contrato como cuestión previa a su posible consideración como cláusula abusiva, resolviendo que se trataba más bien de un elemento accesorio, a la vista de la eventualidad de su aplicación y que su declaración de nulidad no haría desaparecer el precio del contrato. Los elementos esenciales en el contrato de préstamo bancario son, en realidad, el capital prestado y el precio, y en los préstamos a interés variable, por precio ha de entenderse estrictamente el índice de referencia y el diferencial⁽¹⁸⁾.

(18) Entre otros, *cf*: DÍAZ VALES, F., «La nulidad del redondeo al alza o por exceso en los préstamos hipotecarios con interés variable», *RCDI*, mayo-junio de 2010, núm. 719, pp. 964 y ss.; BRENES CORTÉS, J. y PACHECO CAÑETE, M., «El redondeo de los tipos de interés en los préstamos hipotecarios: consideraciones sobre la legalidad y validez de esta práctica financiera», *Revista de Derecho Mercantil*, octubre-diciembre de 2002, núm. 246, p. 1930.

Queda descartado, por tanto, y a pesar de lo que entiende la SAP de Sevilla de 7 de octubre de 2011, que las cláusulas suelo sean elemento esencial del contrato y sean necesariamente conocidas por el prestatario. Éste puede tener conocimiento de la cláusula suelo que se va a incluir en su contrato de préstamo hipotecario, pero ni siempre ocurrirá así, ni aun cuando conozca su existencia ello implicará un pleno conocimiento de su verdadero significado y alcance. En consecuencia, no puede entenderse que llegue a existir un pleno conocimiento que permite prestar un consentimiento plenamente consciente, libre y voluntario.

En realidad, y a pesar de lo que sostiene la Audiencia, parece más bien que se trata de cláusulas impuestas y predisuestas en los contratos de préstamos hipotecarios. La Audiencia niega que esto sea así y apunta como prueba documental a favor de este entendimiento el hecho de que las escrituras de préstamos hipotecarios de una misma entidad de crédito en ocasiones contienen cláusulas suelo y otras veces no, lo cual, a juicio de la Audiencia, es reflejo de «una negociación efectiva, no meramente ilusoria o quimérica». Sin embargo, a mi juicio, esto no tiene por qué ser así. Las cláusulas de los préstamos hipotecarios de una misma entidad de crédito no siempre son las mismas, sino que, en función de las características de la operación financiera, se incluyen unas cláusulas u otras. Ello nada tiene que ver con una posible negociación individual de cada una de las cláusulas con cada cliente. La entidad ofrece unas condiciones contractuales de acuerdo con las características del préstamo, y el potencial prestatario las acepta o no.

A la vista de todo esto, y llegado este punto, procede realizar un control de contenido para determinar si estas cláusulas son abusivas. En definitiva, se trata de valorar si las cláusulas suelo respetan el principio de buena fe y justo equilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes. Para ello, se apuntaba en la sentencia del Juzgado de lo Mercantil a una falta de reciprocidad entre suelos y techos, cuestión sobre la que ahora se pronuncia la SAP de Sevilla. Veamos cómo debería jugar este criterio.

3. La falta de reciprocidad entre suelos y techos

La SAP de Sevilla de 7 de octubre de 2011 también se pronuncia sobre la falta de reciprocidad entre las cláusulas suelo y las cláusulas techo de los contratos de préstamo hipotecario, cuestión que también abordó la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil ahora apelada y que llevó a calificar como abusivas las cláusulas suelo de los contratos impugnados.

Para que una cláusula sea abusiva, se requieren tres requisitos: a) que no se haya negociado; b) que sea contraria a la buena fe; y c) que cause un desequilibrio importante en los derechos y obligaciones del contrato. La primera cuestión ya se analizó al tratar la consideración de las cláusulas suelo como elemento esencial del contrato. La buena fe queda acreditada, a juicio de la Audiencia, por haberse llevado a cabo la negociación siguiendo las pautas de la normativa sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos, establecidas en la OM de 5 de junio de 1994. Esta conclusión es quizá un poco precipitada, porque, como ya se ha indicado anteriormente, las medidas que contempla esta OM no son suficientes para garantizar de una manera efectiva la transparencia en la información, de manera que puede observarse esta normativa y que, sin embargo, el prestatario no llegue a tener conocimiento efectivo del verdadero contenido del contrato.

En cualquier caso, la sentencia pasa por alto este hecho y se centra en si se produce un desequilibrio importante en los derechos y obligaciones derivados del contrato, y niega que exista tal desequilibrio. En primer lugar, considera que tal cuestión sólo se puede plantear en contratos bilaterales, en los que la obligación de una de las partes se corresponde con la obligación de la otra parte. El contrato de préstamo, sin embargo, es un contrato real y unilateral, que se perfecciona con la entrega de dinero del prestamista y sólo genera obligaciones para el prestatario, que ha de devolver el dinero prestado con sus intereses. Parece, por tanto, que tratándose de un contrato unilateral no tiene sentido plantear el desequilibrio de derechos y obligaciones.

Esto, en definitiva, significaría que en los contratos de préstamo hipotecario nunca podría plantearse el carácter abusivo de las cláusulas del contrato porque nunca podría haber reciprocidad, al tratarse de un contrato unilateral. El razonamiento de la sentencia, por tanto, no puede sostenerse. Incluso en los contratos unilaterales no puede entenderse que todas las obligaciones recaen sobre una de las partes y todos los derechos sobre la otra parte. En los contratos unilaterales, la obligación principal sólo es una, que recae en una parte y es un derecho para el otro contratante. Pero además, existen en estos contratos otros derechos y obligaciones de carácter secundario, y puede ocurrir que el acreedor de la obligación principal tenga que asumir ciertas obligaciones de carácter secundario frente al otro contratante y que tenga además derechos de carácter secundario frente a él. Entender que la entidad de crédito no tiene ninguna obligación frente al prestatario por tratarse de un contrato unilateral es una afirmación que no puede sostenerse.

Por otra parte, se insiste en la sentencia en la idea de que el desequilibrio al que alude la normativa de consumidores es jurídico y no económico. El segundo debe quedar sujeto a las reglas del mercado. En estos casos de cláusulas suelo, donde confluyen cuestiones jurídicas y económicas, la determinación del equilibrio jurídico y del equilibrio económico es una cuestión compleja y delicada. En este sentido, se ha apuntado en la doctrina⁽¹⁹⁾ la necesidad de que los tribunales lleven a cabo el control de estas cláusulas y su posible consideración como abusivas en términos que no vulneren la libertad de empresa. Y en este punto habría que hilar muy fino, porque los órganos judiciales, al ejercer este control, no podrían llegar al punto de intervenir en la fijación de precios, que no han de venir determinados por el Derecho, sino que ha de ser el resultado de las reglas de la competencia.

No obstante, y a pesar de estos planteamientos generales comúnmente admitidos, lo cierto es que en materia de consumidores comienza a advertirse una línea jurisprudencial que considera abusivas ciertas cláusulas de contenido económico que han sido preredactadas por la entidad bancaria y no negociadas individualmente, que resultan contrarias a la buena fe contractual por implicar un perjuicio para el consumidor y una clara situación de desequilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes⁽²⁰⁾. El fin último en estos casos es proteger a la parte débil del contrato, y para ello se realiza una lectura puramente jurídica de cláusulas que tienen un contenido económico. Así, por ejemplo, determinar si un precio es elevado o muy reducido, o si unos tipos de interés son en sí mismos excesivos, es una cuestión que entraría en lo puramente económico, pero en algunos casos, y valorando

(19) En este sentido, PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., cit., p. 5; PALAU RAMÍREZ, F., cit., p. 8.

(20) Sobre esta cuestión, cfr. MARTÍNEZ ESCRIBANO, C., «Nulidad...», cit., pp. 235 y ss.

estos elementos dentro del contrato en su conjunto, podría traducirse en términos jurídicos lo que en principio tiene un contenido económico. La STS de 2 de marzo de 2011⁽²¹⁾, sobre redondeo al alza de los tipos de interés, ha abordado esta cuestión indicando que se produce un desequilibrio cuando hay falta de contraprestación de una parte por la realizada por el otro contratante. Esto es, falta de equilibrio jurídico, de derechos y obligaciones, falta de reciprocidad que permite considerar una cláusula como abusiva cuando se impone una obligación al consumidor que no suponga retribución por otra previamente recibida. Surge entonces la duda sobre si una cláusula techo o una cláusula suelo puede ser valorada por los órganos judiciales desde la perspectiva del desequilibrio en los derechos y obligaciones de las partes. Para resolver la cuestión, tratemos de trasladar estos razonamientos al ámbito de las cláusulas suelo para poder determinar cuándo hay, si es que existe, un desequilibrio jurídico.

En relación con esta cuestión, hemos de considerar en primer lugar que el modo en que se articule la reciprocidad de derechos y obligaciones cuando se introducen limitaciones a la variación de los tipos de interés puede ser diverso. Así, se podría introducir un suelo a cambio de un diferencial más ajustado, o un techo a cambio de un diferencial más holgado. En el primer caso aumenta el riesgo del prestatario, pero a cambio se beneficia de unos intereses más bajos cuando éstos se sitúan por encima del suelo. En el segundo caso el techo supone un mayor riesgo para el prestamista, que sin embargo percibe unos intereses más elevados que los de mercado cuando éstos se sitúan por debajo del techo.

Es decir, podría pactarse únicamente un límite a la variación de los intereses o bien al alza, o bien a la baja, teniendo como contrapartida una modificación en el diferencial del tipo de interés que redunde en beneficio de la parte contratante que ve aumentado su riesgo como consecuencia de la limitación en la variación de los intereses. No obstante, la sentencia del Juzgado de lo Mercantil ahora apelada entendía que si sólo había suelo y no techo, la cláusula era nula por falta de reciprocidad. Este planteamiento, como vemos, es erróneo porque la reciprocidad se puede establecer en este caso, por ejemplo, con un diferencial del tipo de interés más reducido.

También podrían fijarse simultáneamente un techo y un suelo, y entonces su reciprocidad no se determinaría con relación al diferencial del tipo de interés —que no puede ser simultáneamente superior e inferior al de mercado como consecuencia de la introducción de un techo y un suelo—, sino que la equivalencia o el equilibrio habría de situarse entre el suelo y el techo, es decir, entre el riesgo de que los tipos de interés se sitúen por debajo de un umbral o superen ciertos límites. Es decir, en estos casos lo más probable es que se acuerde introducir un suelo a cambio de introducir un techo, pues tratándose de elementos que reducen el riesgo para una de las partes, ambas estarán interesadas en ver limitado su riesgo.

Lo que ocurre en los casos planteados en esta sentencia es que los techos se estiman tan altos que parecen no suponer un límite efectivo de la variación de los intereses al alza. Según entendió el Juzgado de lo Mercantil, en el caso concreto se fijan unas cláusulas techo como contrapartida a las cláusulas suelo que no resultan realistas de acuerdo con las condiciones del mercado, es decir, que no parece posible que se vayan a dar. Y aun cuando

(21) RJ 2011, 1833.

los tipos de interés experimentasen una subida tan espectacular, sería prácticamente inasumible por el consumidor, que probablemente incurriría en impago de las cuotas antes de que se alcanzaran los techos pactados. Por este motivo, concluye la sentencia de instancia que mientras que la cláusula suelo protege de manera efectiva los intereses de la entidad de crédito, la cláusula techo de los contratos objeto del litigio no proporciona una tutela similar para los consumidores, lo que lleva a advertir la falta de reciprocidad de los derechos y obligaciones de las partes y, por tanto, se declara el carácter abusivo de las cláusulas suelo.

A pesar de estos razonamientos, que la sentencia que ahora se comenta no tiene en cuenta ni comparte, se indica en la SAP de Sevilla de 7 de octubre que las cláusulas suelo, en cuanto que forman parte del precio del contrato, quedarían fuera de este equilibrio. La mayor o menor onerosidad de la operación financiera para el prestatario no supone un desequilibrio de los derechos y obligaciones de las partes, porque no es una cuestión jurídica, sino económica. Y el hecho de que el precio sea más o menos elevado no puede determinar la nulidad del pacto, ya que es libremente fijado por las partes de acuerdo con las circunstancias del mercado y la libre competencia. En definitiva, la sentencia rechaza que se puedan contraponer el suelo y el techo de los intereses variables como si se tratase de dos contraprestaciones contractuales recíprocas. Según los planteamientos de la sentencia, «pudiendo pactar unos intereses variables sin cláusulas de limitación, opta porque su contrato contenga tales límites para que en definitiva, el precio del contrato, el interés que tiene la obligación de abonar por el dinero recibido, quede configurado de una determinada manera, aceptando que en todo caso tendrá que abonar un precio mínimo pero que tampoco se sobrepasará un precio máximo». Estas afirmaciones, por otra parte, parecen presuponer un poder de negociación y de decisión del consumidor que rara vez existe en la práctica.

No obstante, aunque la sentencia rechaza que el suelo y el techo sean contraprestaciones recíprocas, plantea la posibilidad de un entendimiento en sentido contrario. En ese caso, indica que sería muy difícil y complejo determinar dónde se sitúa el equilibrio entre el tipo mínimo y el tipo máximo. Y ciertamente, la cuestión no es de fácil solución. Como ya ha apuntado CASTILLA CUBILLAS, la reciprocidad o equivalencia en las prestaciones no se alcanza fijando techos y suelos simétricos, es decir, que disten los mismos puntos porcentuales respecto del tipo de interés inicial⁽²²⁾. Por eso resulta tan difícil valorar con exactitud dónde se sitúa la reciprocidad o el equilibrio en los derechos y obligaciones de las partes. Además, como ya hemos dicho anteriormente, la reciprocidad puede situarse entre el suelo o el techo y el diferencial del tipo de interés o entre el suelo y el techo. Y una vez determinada esta cuestión, habrá que ver en el primer caso si el suelo o el techo van acompañados de una disminución o aumento, respectivamente, del diferencial del tipo de interés respecto del que corresponde a las condiciones del mercado. Y en el segundo caso, si el riesgo asumido por cada parte contratante con la limitación a la variación de los intereses puede estimarse equivalente, de acuerdo con las condiciones del mercado, porque puede que el riesgo de una subida de los tipos no sea igual al riesgo de una bajada de los mismos, y por tanto, el suelo y el techo no tienen por qué ser equidistantes respecto del tipo de interés inicial.

(22) Cit., p. 4.

En el caso que nos ocupa, existían suelos y techos, pero estos últimos eran tan elevados que la Sentencia dictada en primera instancia entendió, como ya hemos dicho, que existía una desproporción o desequilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes, y por ello estimó que las cláusulas eran abusivas. El riesgo asumido por el prestatario con los suelos no se podía equiparar al riesgo asumido por las entidades de crédito con techos tan elevados⁽²³⁾.

En realidad, tal vez el riesgo deba enfocarse de otro modo. No se trataría del riesgo de que efectivamente los tipos de interés lleguen a alcanzar una determinada cifra, lo cual no se puede llegar a predecir con exactitud, sino el riesgo de que los tipos de interés se sitúen en un nivel claramente perjudicial para los intereses de una parte del contrato. Con relación a los suelos, el informe del Banco de España apuntaba como un argumento a favor de su conveniencia y admisibilidad el hecho que con estas cláusulas se garantizan unos ingresos mínimos a la entidad financiera, sea cual sea la coyuntura de los tipos en los mercados, de modo que la entidad pueda resarcirse de los costes de producción y mantenimiento de estas financiaciones. Es decir, trata de garantizarse la rentabilidad de la operación, y éste parece ser, precisamente, el riesgo que se trata de cubrir con las cláusulas suelo. Siguiendo esta lógica, la cláusula techo, establecida en interés del prestatario, trataría de cubrir el riesgo de que los tipos lleguen a ser tan elevados que la cuota sea imposible de asumir a la vista de su situación económica y no pueda hacer frente a los pagos. Pues bien, parecería a simple vista que unos techos fijados en el 15%, como llega a plantearse en estos casos, están muy lejos de lo que el prestatario podría pagar. Y la entidad financiera, que conoce perfectamente la situación económica y patrimonial del cliente antes de conceder el préstamo, debería ser consciente de ello y de que, con tales techos, no está cubriéndose el riesgo para el prestatario de la misma manera a como se cubre el riesgo de la entidad financiera con la cláusula suelo. Ahí podría situarse, tal vez, la falta de reciprocidad de derechos y obligaciones de las partes.

No obstante, y aunque intuitivamente parece que en estos casos existe un desequilibrio entre los suelos y los techos, tal y como entendió la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil ahora apelada, lo cierto es que falta un estudio en profundidad sobre esta cuestión. Como indica la SAP de Sevilla de 7 de octubre de 2011, para determinar el equilibrio habría que tener en cuenta, conforme al art. 82.3 del texto refundido de la Ley de Consumidores, la naturaleza de los bienes o servicios objeto del contrato y todas las circunstancias concurrentes en el momento de su celebración, así como las demás cláusulas del contrato. Como ya hemos visto, la cláusula suelo y la cláusula techo irán acompañadas de alguna contrapartida a favor de aquella parte que ve incrementado su riesgo en el contrato como consecuencia de la introducción de esta cláusula —habitualmente esta contrapartida estará, como ya hemos dicho, en el diferencial del tipo de interés o en la introducción de una cláusula que atribuya un riesgo análogo a la otra parte del contrato, es decir, suelo y techo—, y habrá que analizar el conjunto del clausulado para determinar esta cuestión.

Considera además la SAP de Sevilla de 7 de octubre de 2011 que impedir la utilización de cláusulas suelo u obligar a rebajar los techos se traduciría en un incremento del

(23) En la doctrina, comparten esta interpretación entre otros PÉREZ CONESA, C., cit., p. 3; MORENO LISO, L., cit., p. 8. Sin embargo, considera intrascendente la posible desproporción entre suelos y techos para determinar el carácter abusivo de estas cláusulas GARCÍA CRESPO, J.M., cit., pp. 26 y ss.

diferencial, lo que habría que entender en perjuicio del prestatario. En cierto modo, a la sentencia no le falta razón. Pero esta afirmación sólo es válida cuando el suelo se introduce a cambio de un diferencial menor al de mercado, y en realidad lo que hay que examinar es si efectivamente la supresión de las cláusulas suelo se traduciría en un incremento del diferencial, en cuyo caso habría reciprocidad de los derechos y obligaciones de las partes —la contraprestación por la cláusula suelo sería el diferencial inferior al de mercado—, o si las condiciones del mercado justificarían ese mismo diferencial en préstamos hipotecarios de condiciones similares pero que no hubieran introducido la cláusula suelo, en cuyo caso no habría contraprestación por la cláusula suelo. En este segundo caso es cuando faltaría la reciprocidad y la cláusula habría de reputarse abusiva. Pero cuando hay techos y suelos, ya hemos dicho que la reciprocidad no puede entenderse con relación al diferencial del tipo de interés, sino del suelo y el techo entre sí o, quizá, de estos con otras cláusulas del contrato. También en estos casos habría que realizar un análisis análogo para ver si existe una efectiva reciprocidad o equilibrio de derechos y obligaciones.

Finalmente, apunta la sentencia que en contratos de tan larga duración como son los préstamos hipotecarios que se han venido suscribiendo en los últimos años, y en un mercado financiero tan cambiante, la determinación de la proporcionalidad entre límites máximos y mínimos exige un dictamen pericial riguroso y completo que en este caso no se ha llevado a cabo. A falta de esta prueba pericial, no se puede declarar con fundamento y rigor que haya un desequilibrio importante entre suelos y techos, y menos aún que exista con carácter general y absoluto para todos los contratos suscritos por las entidades demandadas.

No cabe duda del acierto que se encierra en esta afirmación. La sentencia dictada en primera instancia entendió que las cláusulas suelo eran abusivas y lo hizo de un modo intuitivo y sin un informe pericial que de forma rigurosa abordase el estudio de esta cuestión. El fin perseguido por aquella sentencia es sin duda loable, en la medida en que busca una mayor protección de los consumidores, pero la correcta administración de justicia exige muy probablemente, como apunta la Audiencia, un mayor rigor en la determinación de esta cuestión tan compleja que exige tener en cuenta el conjunto de condiciones del contrato y las circunstancias del mercado para valorar el posible carácter abusivo de las cláusulas.

IV. VALORACIÓN DE LA SENTENCIA

La Audiencia Provincial de Sevilla revoca la sentencia de instancia que declaraba nuladas determinadas cláusulas suelo, y lo hace en base a argumentos algo cuestionables. No cabe duda de que las cláusulas suelo en principio son válidas, pero el modo en que se configuren dentro del contrato puede provocar un desequilibrio en los derechos y obligaciones de las partes, convirtiéndolas en abusivas. Sin embargo, para la Audiencia se trata de elementos esenciales del contrato, necesariamente conocidos por el prestatario, que presta su consentimiento de forma libre y voluntaria. Y niega además que pueda apreciarse un desequilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes mediante la comparación entre suelos y techos. Todos estos razonamientos son rebatibles, y así se demuestra en el presente comentario.

Únicamente puedo mostrar mi conformidad con la sentencia cuando alude a la necesidad o conveniencia de un dictamen pericial que analice en profundidad estos contratos, pues nos hallamos ante un tema complejo. En este sentido, quizás la sentencia del Juzgado

de lo Mercantil ahora apelada realizó algunos pronunciamientos de forma algo precipitada, al declarar nulas las cláusulas suelo por su desproporción con los techos de estos contratos, porque lo hace de forma intuitiva, aunque con un indudable fin tuitivo de la parte débil. Aunque *grosso modo* parece que existe un desequilibrio entre suelos y techos, y resulta loable procurar en tales casos la tutela de los consumidores, tal vez debería haberse requerido un mayor rigor y análisis antes de emitir un pronunciamiento como el que se contiene en la sentencia de instancia. Esto podría lograrse mediante un dictamen pericial, tal y como propone la Audiencia de Sevilla.

V. BIBLIOGRAFÍA

- BRENES CORTÉS, J. y PACHECO CAÑETE, M., «El redondeo de los tipos de interés en los préstamos hipotecarios: consideraciones sobre la legalidad y validez de esta práctica financiera», *Revista de Derecho Mercantil*, octubre-diciembre de 2002, núm. 246, pp. 1893 y ss.
- CASTILLA CUBILLAS, M., «Sobre la abusividad de las cláusulas de suelo hipotecario y el Informe al respecto del Banco de España», *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 1/2011, BIB 2011\289.
- DEFENSOR DEL PUEBLO, «Crisis económica y deudores hipotecarios: actuaciones y propuestas del Defensor del Pueblo», 2012. <http://www.defensordelpueblo.es/es/Documentacion/Publicaciones/monografico/Documentacion/Crisis_Hipotecas_2012.pdf>.
- DÍAZ VALES, F., «La nulidad del redondeo al alza o por exceso en los préstamos hipotecarios con interés variable», *RCDI*, mayo-junio de 2010, núm. 719, pp. 923 y ss.
- GARCÍA CRESPO, J. M., «Mercado hipotecario y seguridad jurídica», *Diario La Ley*, núm. 7661, 28 de junio de 2011, La Ley 12750/2011.
- MARTÍNEZ ESCRIBANO, C., «Nulidad de “cláusulas suelo” de intereses en contratos de préstamo hipotecario. Comentario a la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Sevilla de 30 de septiembre de 2010», *RDBB*, núm. 121, enero-marzo de 2011, pp. 209 a 239.
- *Control notarial de la legalidad*, Civitas, Madrid, 2010.
- MORENO LISO, L., «Nuevas soluciones para la protección del consumidor frente a los contratos bancarios», *Diario La Ley*, núm. 7514, 22 de noviembre de 2010.
- PALAU RAMÍREZ, F., «Condiciones generales abusivas: alcance y criterios sustantivos del control de contenido», *Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 5/2011, BIB 2011\1062.
- PÉREZ CONESA, C., «Nulidad de la cláusula suelo en los contratos de préstamo hipotecario a interés variable por abusiva», *Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 2/2011, BIB 2011\592.
- PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., «Reflexiones sobre el carácter abusivo de la cláusula suelo en los contratos de préstamo hipotecario», *Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 9/2011, BIB 2011\840.
- VICENT CHULIÁ, F., «Condiciones generales de la contratación y condiciones abusivas bancarias», *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 13, 2004, pp. 49 y ss.

NOTICIAS

1. LA PROTECCIÓN DE LOS DEUDORES HIPOTECARIOS SIN RECURSOS: EL REAL DECRETO-LEY 6/2012

1. Antecedentes y contexto

La protección de los clientes de las entidades de crédito que, a resultas de la contratación con estas últimas de préstamos con garantía hipotecaria —excluidos del ámbito de aplicación de la Ley 16/2011, de Contratos de Crédito al Consumo [art. 3.a)]—, se convierten en prestatarios y deudores de las mismas se articula, en nuestro Derecho vigente, a través de los siguientes mecanismos fundamentales:

- a) Por una parte, la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, cuya promulgación obedeció al deseo de permitir que los ciudadanos que concertaron sus préstamos hipotecarios con anterioridad a la bajada generalizada de los tipos de interés de tales préstamos pudieran beneficiarse de las ventajas que suponía tal descenso. Para lograr ese objetivo, era preciso apartar dos obstáculos que hacían inviable el cambio de hipoteca y que eran, por una parte, la fuerte comisión por amortización anticipada que establecía el contrato de préstamo y, por otra parte, la duplicación de los gastos que implicaba la cancelación de un crédito hipotecario y la constitución de otro nuevo. En consecuencia, la Ley otorga al deudor de préstamos hipotecarios la facultad de subrogar a la entidad acreedora, cualquiera que sea la fecha de formalización del crédito y aun cuando no conste en el contrato la posible amortización anticipada (art. 1).
- b) Por otra parte, la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios que, en el Capítulo II de su Título III, establece las «Normas relativas a los créditos y préstamos hipotecarios», ocupándose de la información precontractual (Guía de Acceso al Préstamo Hipotecario, Ficha de Información Precontractual, Ficha de Información Personalizada, Oferta Vinculante e Información adicional), de los tipos de interés, de la documentación contractual y acto de otorgamiento, de la tasa anual equivalente y de la hipoteca inversa.

Ahora, el continuo recrudecimiento de la crisis económica —con el consiguiente desempleo de amplias capas de la población— exige que aquellos mecanismos de protección del deudor hipotecario se completen para que aquellas familias que se encuentren en situaciones económicamente dramáticas dispongan de mecanismos que no las condenen a la exclusión social. Para ello, se ha promulgado el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos (BOE núm. 60, del sábado 10 de marzo de 2012, Resolución de 29 de marzo de 2012 del Congreso de los Diputados por la que se ordena la publicación del acuerdo de convalidación del Real

Decreto-ley 6/2012 en BOE núm. 87, del miércoles 11 de abril de 2012), que encuentra su base constitucional en el derecho a disfrutar de una vivienda digna y adecuada consagrada en el art. 47 de nuestra Constitución y en los arts. 9.2 y 53.3 de la misma y se dicta por el procedimiento del art. 86 de nuestra Norma Fundamental por existir una extraordinaria y urgente necesidad. Por ello, este Real Decreto-ley 6/2012 entró en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE (DF 4.^a).

2. **Ámbito de aplicación**

Las medidas de reestructuración de la deuda hipotecaria y de flexibilización de los procedimientos de ejecución hipotecaria que establece el Real Decreto-ley 6/2012 se aplicarán a los contratos de préstamo o crédito garantizados con hipoteca inmobiliaria que vinculen:

- a) Como prestamistas o acreditantes y por lo tanto acreedores, a las entidades de crédito y a las restantes entidades que concedan préstamos o créditos hipotecarios con carácter profesional (regulados en la Ley 2/2009, de 31 de marzo; v. al respecto nuestra noticia «Proyecto de Ley sobre contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito», en esta *RDBB*, núm. 113, 2009, p. 263 y ss.).
- b) Como prestatarios o acreditados y por lo tanto deudores, a aquellas personas físicas que hayan garantizado su deuda con hipoteca sobre su vivienda habitual y se encuentren en las circunstancias que definen el «umbral de exclusión» y que consisten en la carencia de rentas derivadas del trabajo o de actividades económicas y de otros bienes y derechos de todos los miembros de la unidad familiar, en que la cuota hipotecaria supere el 60% de los ingresos netos, en que la hipoteca recaiga sobre la única vivienda propiedad del deudor y en que el préstamo carezca de otras garantías reales o personales. Estas circunstancias deberán acreditarse documentalmente por el deudor ante la entidad acreedora (art. 3).

En todos estos contratos, el interés moratorio aplicable no podrá aplicar el resultado de sumar a los intereses remuneratorios pactados en el préstamo un 2,5% sobre el capital pendiente.

3. **Código de Buenas Prácticas**

El Real Decreto-ley 6/2012 recurre a una técnica normativa original para articular el modelo de protección de los deudores hipotecarios sin recursos que consiste en establecer, en su Anexo, un «Código de Buenas Prácticas para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual» al que las entidades de crédito y demás entidades que concedan préstamos o créditos hipotecarios con carácter profesional pueden adherirse de forma voluntaria, de tal manera que se aplicará exclusivamente a las entidades adheridas, los deudores hipotecarios sin recursos y los contratos de préstamo y crédito incluidos en el ámbito de aplicación del Real Decreto-ley 6/2012.

El Código prevé tres fases de actuación: en la primera, se establece la posibilidad de adoptar medidas previas a la ejecución hipotecaria, reestructurando la deuda hipotecaria mediante la aplicación a los préstamos o créditos de un plazo de carencia de cuatro años en

la amortización del capital con reducción del tipo de interés al Euribor +0,25% y la ampliación del plazo de amortización hasta un máximo de 40 años desde la concesión del préstamo. De no resultar suficiente la reestructuración señalada, para que resulte viable, se entra en la segunda fase en la que las entidades pueden ofrecer a los deudores una quita en el capital pendiente de amortización calculada según los métodos previstos en el Código. Si las anteriores medidas tampoco hacen viable el pago de la deuda hipotecaria, los deudores, en el plazo de los 12 meses siguientes a su solicitud de reestructuración, podrán solicitar la dación en pago de su vivienda habitual, estando obligada la entidad a aceptar la entrega del bien hipotecado por el deudor a la propia entidad o a un tercero que esta designe, quedando totalmente cancelada la deuda garantizada.

Las anteriores operaciones de reestructuración de la deuda hipotecaria se formalizarán mediante escritura pública de novación del respectivo contrato que tendrá los efectos previstos en el art. 4.3 de la Ley 2/1994 (art. 5).

Este Código se aplicará a las hipotecas constituidas en garantías de préstamos o créditos concedidos para la compraventa de viviendas cuyo precio de adquisición no hubiera excedido de los valores legalmente previstos (art. 5).

Se incentiva la adhesión al Código de Buenas Prácticas mediante mecanismos de comunicación a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y publicación de la lista de entidades adheridas por el Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa; y se verificará su cumplimiento por una comisión de control integrada por un representante de la Asociación Hipotecaria Española, otro del Banco de España, otro de la CNMV y otro nombrado por el Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa (art. 6). En el BOE núm. 88, del jueves 12 de abril de 2012, se publicó la Resolución de 10 de abril de 2012, de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, por la que se publican las entidades que han comunicado su adhesión voluntaria al Código de Buenas Prácticas para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual.

4. Medidas procesales y fiscales complementarias

El mecanismo de protección de deudores hipotecarios sin recursos que establece el RD-I 6/2012 se completa con modificaciones de la normativa procesal y fiscal:

- a) En materia procesal, el art. 12 del RD-I 6/2012 adapta el procedimiento de ejecución extrajudicial de bienes hipotecados regulado en el art. 129 de la Ley Hipotecaria y en los arts. 234 a 236 del Reglamento Hipotecario para los casos en que afecte a la vivienda habitual del deudor previendo una única subasta y un importe mínimo de adjudicación por el 60% o más del valor de tasación.
- b) En materia fiscal, los arts. 8 a 11 del RD-I 6/2012 modifican las leyes de los impuestos sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y Reguladora de las Haciendas Locales para eximir de la cuota gradual de documentos notariales a las escrituras de formalización de la novaciones contractuales que se realicen al amparo del Código de Buenas Prácticas y la Ley del IRPF para eximir de este impuesto la ganancia patrimonial que se pudiera generar en los deudores comprendidos en el ámbito de aplicación del RD-I 6/2012.

5. Acceso al alquiler de las personas afectadas por desahucios y sujetas a medidas de flexibilización de las ejecuciones hipotecarias

El Capítulo V (arts. 13 y 14) y la Disposición Adicional Única del RD-1 6/2012 completan el sistema de protección a los deudores hipotecarios sin recursos incorporando a las personas que hubieran sido objeto de una resolución judicial de lanzamiento como consecuencia de procesos de ejecución hipotecaria y a las personas que suscriban contratos de arrendamiento como consecuencia de la aplicación del Código de Buenas Prácticas al colectivo de beneficiarios de las ayudas a inquilinos previstas en el Real Decreto 2066/2008, de 12 de diciembre, por el que se regula el Plan de Vivienda y Rehabilitación 2009-2011.

Por último, señalar que la Disposición Final Primera del RD-1 6/2012 modifica el art. 6.3 del RD-1 11/2010 atribuyendo al Estado —a través del Protectorado ejercido por el Ministerio de Economía y Competitividad— la supervisión y control de las fundaciones de carácter especial resultantes de la transformación de cajas de ahorros cuyo ámbito de actuación principal exceda de una Comunidad Autónoma.

Alberto Javier Tapia Hermida

2. CONSULTA EUROPEA: EL SECTOR BANCARIO EN LA SOMBRA

La Comisión hizo públicos el pasado marzo diversos documentos sobre el que se ha dado en llamar «*sector bancario en la sombra*» (traducción del término en inglés —*shadow banking*— que ha terminado por arraigar), que ilustran la voluntad de abordar una legislación más estricta sobre esa actividad. Tal iniciativa se corresponde, como tantas otras, con las enseñanzas de la crisis financiera y, además, constituye la ejecución europea de acuerdos internacionales de mayor alcance en esta materia, surgidas de recientes reuniones del G20 y concretadas en las Recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera sobre la supervisión y la regulación de estas entidades y actividades, publicadas en octubre del pasado año (v. <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf>). Los datos de la consulta pública pueden consultarse en el comunicado de prensa de la Comisión de 19 de marzo de 2012 (MEMO/12/191) y en el Libro Verde El sistema bancario en la sombra de esa misma fecha [COM(2012) 102 final].

El problema no es nuevo. El sistema de supervisión financiera pugna siempre entre el establecimiento de un marco regulatorio severo para aquellas entidades que desarrollan las actividades fundamentales del sistema bancario —en nuestro caso, las entidades de crédito como principales agentes de la intermediación financiera— y la existencia de entidades que llevan a cabo actividades específicas y limitadas, carentes del estatuto legal de entidad de crédito y que se desenvuelven en un ámbito regulatorio mucho menos exigente. Lo novedoso radica en la dimensión de este sector (como siempre, con notables diferencias entre unos y otros mercados) y su «*contribución*» a la crisis financiera. A modo de ilustración, se transcriben algunos párrafos extraídos del Libro Verde preparado por la Comisión.

— Sobre qué se entiende por sector bancario en la sombra:

«En su informe, el FSB definía así el sistema bancario en la sombra: “sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional”. Esta definición implica que el sistema bancario en la sombra se basa en dos pilares interrelacionados.

En primer lugar, las entidades que operan fuera del sistema bancario ordinario y que realizan alguna de las actividades siguientes:

- *aceptación de fondos con características similares a las de los depósitos;*
- *transformación de vencimientos y/o de liquidez;*
- *transferencia del riesgo de crédito; y*
- *utilización de apalancamiento financiero directo o indirecto.*

En segundo lugar, las actividades que podrían actuar como importantes fuentes de financiación de las entidades no bancarias. Estas actividades incluyen titulación, préstamos de valores y operaciones con compromiso de recompra (“repos”)».

- Sobre los pros y contras de sus actividades:

«Las actividades bancarias en la sombra pueden constituir una parte útil del sistema financiero, ya que realizan alguna de las siguientes funciones: i) ofrecen a los inversores alternativas a los depósitos bancarios; ii) canalizan recursos hacia necesidades específicas de manera más eficiente, gracias a una mayor especialización; iii) constituyen financiación alternativa para la economía real, que resulta especialmente útil cuando los canales tradicionales de la banca o el mercado sufren dificultades de carácter temporal; y iv) representan una posible fuente de diversificación de riesgos al margen del sistema bancario.

No obstante, las actividades y entidades del sistema bancario en la sombra entrañan también una serie de riesgos. Algunos de estos riesgos pueden ser de carácter sistémico, debido sobre todo a la complejidad de este tipo de actividades y entidades, a su ámbito internacional y la movilidad inherente de los mercados de fondos y valores, y a la interconexión de estas entidades y actividades con el sistema bancario ordinario.

Estos riesgos pueden agruparse como sigue:

- i) Estructuras de financiación similares a los depósitos pueden conducir a retiradas masivas de fondos: ...*
- ii) Acumulación de un elevado nivel de apalancamiento oculto: ...*
- iii) Elusión de las normas y arbitraje reglamentario: ...*
- iv) Quiebras desordenadas que afectan al sistema bancario: ...».*

Juan Sánchez-Calero Guilarte

3. NOVEDADES EN MATERIA DE EQUIVALENCIA ENTRE LAS NIIF DE LA UNIÓN EUROPEA Y LOS PRINCIPIOS DE CONTABILIDAD GENERALMENTE ACEPTADOS DE TERCEROS PAÍSES

La Directiva 2003/71/CE vino a establecer los principios que deben observarse en la elaboración de folletos en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. Estos principios fueron complementados desde el Reglamento núm. 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004, en aras de determinar la información que debe ser proporcionada, el formato y los métodos de publicación. De esta forma, se vino a establecer que el folleto tiene que contener toda la información que se requiere en los anexos I al XVII del Reglamento núm. 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004, según el tipo de emisor y los valores de que se trate.

En este sentido, desde el Reglamento núm. 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004, se viene a exigir que se incluya en el folleto la información financiera histórica para el documento de registro de acciones de conformidad con el esquema que figura en el Anexo I, para el documento de registro de obligaciones y derivados que se establece en el Anexo IV, para el documento de registro de valores garantizados por activos que se determina en el Anexo VII, para el documento de registro de valores de deuda y derivados que se establece en el Anexo IX, en los requisitos mínimos de revelación para los recibos de depósito de acciones que se indican en el Anexo X, así como en los requisitos mínimos de información para el documento de registro de bancos que se refieren en el Anexo XI.

Esta información financiera histórica que abarcará los 3 últimos ejercicios (o el período más corto en que el emisor haya tenido actividad), y el informe de auditoría correspondiente a cada año, tendrá que ser preparado de conformidad con el Reglamento (CE) núm. 1606/2002 o, si no es aplicable, con las normas nacionales de contabilidad de un Estado miembro para emisores de la Comunidad.

Ahora bien, para los emisores de terceros países, la información financiera histórica se tiene que presentar de conformidad con las normas internacionales de contabilidad adoptadas según el procedimiento del artículo 3 del Reglamento (CE) núm. 1606/2002 (en adelante NIIF) o con normas nacionales de contabilidad de un tercer país equivalentes a esas.

Así las cosas desde el artículo 4 del Reglamento (CE) núm. 1569/2007, se vinieron a establecer una serie de condiciones para que se permitiese la concesión de la equivalencia entre los principios de contabilidad generalmente aceptados (en adelante PCGA) de terceros países con las NIIF, durante un periodo limitado que expiraba el 31 de diciembre de 2011.

Producida la llegada de tal fecha, y tomándose en consideración por la Comisión Europea el informe presentado por la Autoridad Europea de Valores y Mercados en noviembre de 2010 sobre China, Canadá, Corea del Sur y la India, en la que se ponía de manifiesto cómo las tres primeras detentaban un nivel de convergencia satisfactorio con respecto a las NIIF, y cómo en referencia a los PCGA indios se detentaban una serie de diferencias respecto a las NIIF, se necesitaba que se reconociese la equivalencia entre los PCGA de los terceros países que hubiesen cumplido con la incorporación de las NIIF a sus empresas mercantiles, y que se prorrogase el periodo transitorio como máximo de tres años, hasta el 31 de diciembre de 2014, para permitir a los emisores de terceros países

elaborar y ejecutar un programa de convergencia con respecto a las NIIF, en aras de proporcionarles seguridad jurídica y evitar el riesgo de que puedan verse obligados a conciliar sus estados financieros con las NIIF.

En efecto, en abril de 2010 el Ministerio de Finanzas de China adoptó una hoja de ruta para continuar el proceso de convergencia de las normas contables para empresa mercantiles por las NIIF, en las que se reiteraba el compromiso de China para proseguir el proceso de convergencia con las NIIF. A partir de octubre de 2010, todas las normas vigentes e interpretaciones promulgadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad han sido incorporadas a las normas contables para empresas mercantiles.

Con respecto a Canadá, el Consejo de Normas Contables asumió, en enero de 2006, el compromiso público de adoptar las NIIF, antes del 31 de diciembre de 2011. Este organismo ha aprobado la incorporación de las NIIF al Manual del Instituto Canadiense de Censores Jurados de Cuentas como PCGA canadienses para todas las empresas mercantiles obligadas a publicar sus cuentas a partir de 2011.

Con respecto a Corea, la Comisión de Supervisión Financiera de Corea y el Instituto de Contabilidad coreano se comprometieron públicamente, en marzo de 2007, a adoptar las NIIF antes del 31 de diciembre de 2011. El Consejo de Normas Contables de Corea ha adoptado las NIIF como NIIF coreanas, y su aplicación es obligatoria para todas las empresas cotizadas de Corea del Sur desde 2011.

Finalmente, y con respecto a la India, el Gobierno de la India y el Instituto Indio de Censores Jurados de Cuentas asumieron en julio de 2007 el compromiso público de adoptar las NIIF, antes del 31 de diciembre de 2011, con el objetivo de que sus PCGA fueran plenamente acordes con las NIIF. No obstante, y a raíz de una investigación sobre el terreno realizada en enero de 2011, la Autoridad Europea de Valores y Mercados observó que los PCGA indios parecen presentar una serie de diferencias respecto de las NIIF que, en la práctica, podrían resultar significativas.

De esta forma es por lo que se ha procedido a promulgar el Reglamento delegado (UE) núm. 311/2012 de la Comisión, de 21 de diciembre, de 2011, que viene a modificar el Reglamento (CE) núm. 809/2004, para que los emisores de terceros países puedan presentar su información financiera histórica con arreglo a los principios contables generalmente aceptados de la República Popular China, de Canadá, así como de la República de Corea. Igualmente se procede a prorrogar el periodo transitorio como máximo tres años, hasta el 31 de diciembre de 2014, para permitir a los emisores de terceros países elaborar sus estados financieros anuales y semestrales en la Unión con arreglo a los PCGA indios.

De la misma manera, por tal circunstancia se ha promulgado el Reglamento Delegado (UE) núm. 310/2012 de la Comisión, de 21 de diciembre de 2011, que viene a modificar el Reglamento (CE) núm. 1569/2007, y en función del cual se atiende a establecer las condiciones para la aceptación de las normas de contabilidad de terceros países prorrogando el periodo transitorio, hasta el 31 de diciembre de 2014. De esta forma, se autoriza a los emisores de terceros países a que utilicen estados financieros preparados de acuerdo con las normas de contabilidad de un tercer país para dar cumplimiento a las obligaciones que les impone la Directiva 2004/109/CE, y, no obstante lo dispuesto en el art. 35.5 del Reglamento núm. 809/2004 (modificado por el Reglamento núm. 311/2012), a presentar información financiera histórica, según lo dispuesto en dicho Reglamento durante un pe-

riodo que comience en cualquier momento después del 31 de diciembre de 2008 y termine el 31 de diciembre de 2014, inclusive:

- 1.º Cuando la autoridad del tercer país, responsable de las normas nacionales de contabilidad correspondientes, haya asumido un compromiso público para la convergencia de tales normas con las NIIF, a más tardar el 31 de diciembre de 2014, y se cumplan además las dos condiciones siguientes:
 - Que la autoridad del tercer país, responsable de las normas nacionales de contabilidad en cuestión, haya establecido un programa de convergencia que sea completo y que pueda estar terminado antes del 31 de diciembre de 2014.
 - Que el programa de convergencia se aplique efectivamente y sin demora y a esta aplicación se asignen los recursos necesarios de manera que quede asegurada su terminación.
- 2.º Cuando la autoridad del tercer país responsable de las normas nacionales de contabilidad correspondientes haya asumido un compromiso público de adoptar las normas internacionales de información financiera antes del 31 de diciembre de 2014 y se tomen medidas efectivas en este tercer país para garantizar su incorporación completa y puntual a fecha indicada.

Finalmente, y en sintonía con todo lo anterior, se ha promulgado la Decisión de ejecución de la Comisión de 11 de abril de 2012 por la que se modifica la Decisión 2008/961/CE sobre el uso por parte de los emisores de valores de terceros países, de las normas nacionales de contabilidad de determinados terceros países y de las normas internacionales de información financiera para elaborar sus estados financieros consolidados.

De esta forma, a partir del 1 de enero de 2012 y en lo que respecta a los estados financieros anuales y semestrales consolidados, se consideran equivalentes a las NIIF los principios contables generalmente aceptados de la República Popular China, Canadá y la República de Corea y, en relación con los ejercicios que comiencen antes del 1 de enero de 2015, los emisores de terceros países estarán autorizados a elaborar sus estados financieros anuales y semestrales consolidados de conformidad con los PCGA de la República de la India.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

4. DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SOBRE LAS PROPUESTAS COMUNITARIAS DE REGULACIÓN BANCARIA

1. El edificio de la regulación bancaria comunitaria se ha basado, hasta el momento, sobre la Directiva 2006/48/CE, relativa al acceso y al ejercicio de la actividad de las entidades de crédito, y sobre la Directiva 2006/49/CE, relativa a la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, modificadas en numerosas ocasiones hasta la fecha. En todo caso, desde el 14 de junio de 2006, fecha en que se promulgaron ambas Directivas (DOUE L 177, de 30-6-2006), se han producido cambios trascendentales en el ámbito bancario que han afectado tanto a la estructura de supervisión pública, con el esta-

blecimiento del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF) en el que se integra la Autoridad Bancaria Europea (en acrónimo inglés EBA), como a la estructura de solvencia, donde, en diciembre de 2010, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea estableció el Marco regulador global conocido como Basilea III, que fue revisado en junio de 2011.

2. Por lo anterior, se hace preciso adecuar la arquitectura de la regulación y supervisión bancaria europea al nuevo entorno nacido tanto en la propia UE como en el ámbito global. Y, por ello, en 2011 se ha elaborado una Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión y por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE, sobre conglomerados financieros (COM 2011 453 final) y una Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (COM 2011 452 final). Ambas Propuestas han sido remitidas al Banco Central Europeo el 20 de septiembre de 2011 y el 30 de noviembre de 2011 para el preceptivo Dictamen que ha emitido el 25 de enero de 2012 (2012/C 105/01, DOUE 11-4-2012) del que damos noticia.

3. El Dictamen del BCE empieza haciendo unas «observaciones generales» sobre los objetivos del Reglamento y la Directiva propuestos, destacando, en particular, el significado novedoso del Reglamento en la reforma de la legislación bancaria de la UE y la inserción de ambas normas en el proyecto de un Código Europeo Común del sector financiero que promueva el buen funcionamiento del Mercado Único dentro de la Unión y facilite una mayor integración financiera en Europa. Desde el punto de vista técnico-jurídico, es necesario identificar claramente los ámbitos respectivos de los actos delegados y de ejecución previstos en los Reglamentos que instauraron el SESF y la función consultiva del BCE respecto a los proyectos respectivos (v. nuestro artículo «El Sistema Europeo de Supervisión Financiera», en esta *RDBB*, núm. 121, 2011, pp. 9 y ss.).

4. El Dictamen del BCE sigue haciendo unas «observaciones particulares» que pueden agruparse en tres categorías:

- a) Las que se refieren a la supervisión macroprudencial y al ámbito para normas más estrictas, recomendando el BCE que se amplíe para permitir a las autoridades nacionales imponer requisitos prudenciales más estrictos con fines macroprudenciales en el plano nacional.
- b) Las relativas a la solvencia de las entidades de crédito que afectan, en concreto, a los fondos propios (apoyando el BCE la propuesta de fortalecer los criterios de admisibilidad para los fondos propios reglamentarios y una mayor armonización de las deducciones), a los colchones de capital contracíclicos, a los requisitos de cobertura de liquidez (*liquidity coverage requirement*, RCL) común coeficiente de financiación estable neta (*net stable funding*, NSF), y al apalancamiento, porque la crisis financiera ha demostrado claramente la necesidad de contener el apalancamiento excesivo dentro del sector financiero.
- c) Las referidas a la transparencia, incidiendo el Dictamen del BCE, en particular en los informes de supervisión en materia de información financiera (FINREP) e información común (COREP) y en la mejora de los acuerdos para compartir información.

5. El Dictamen del BCE concreta sus observaciones en forma de propuestas de redacción tanto para el Reglamento como para la Directiva propuestos que se contienen en su anexo.

Javier García Alén

5. MODIFICACIÓN DE LA LMV SOBRE DERECHOS DE EMISIÓN DE GASES DE EFECTO INVERNADERO

Con fecha 5 de mayo de 2012, se ha publicado en el BOE el *Real Decreto-ley 17/2012, de 4 de mayo, de medidas urgentes en materia de medio ambiente*, por el que, entre otras disposiciones estrictamente medioambientales, se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, añadiéndole una disposición adicional vigésimo primera. Sin duda, en estos momentos de constantes reformas legales, hay que prestar atención a cualquier texto normativo, al margen de la apariencia de su título. Por Resolución de 17 de mayo de 2012, el Congreso de los Diputados ordenó la publicación del Acuerdo de convalidación del citado Real Decreto-ley.

En este caso se trata de incorporar las disposiciones de desarrollo del *Reglamento (UE) núm. 1031/2010 de la Comisión, de 12 de noviembre de 2010, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero con arreglo a la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad*. Ello es conforme, en cierto modo, con la práctica ya anunciada por el Gobierno de recurrir sistemáticamente al decreto-ley como medio de transponer Directivas con plazo de incorporación rebasado. En palabras del Ministro de Justicia D. Alberto Ruiz-Gallardón, en el curso del debate parlamentario sobre la convalidación del Real Decreto-ley de mediación se plantea todo un programa de actuación legislativa (v. *Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados*, X Legislatura, núm. 23, 29 de marzo de 2012, p. 4):

«Con todo, creo que es mi obligación como ministro explicar que no ha sido esta, la sustantiva, la única razón que ha llevado al Gobierno a utilizar una vía de urgencia como es la del real decreto-ley, cuyo carácter excepcional está consagrado en nuestra Constitución. El retraso en la trasposición de las directivas comunitarias que les da origen colocaba al Reino de España en una situación de riesgo de sufrir un fuerte perjuicio económico, toda vez que, como saben sus señorías, el artículo 260 del Tratado de Lisboa ha dispuesto un procedimiento acelerado para imponer sanciones en este caso. De hecho, tenemos algún precedente bien cercano en nuestra vecina República Francesa, que fue condenada en el año 2008 a pagar una multa nada menos que de 10 millones de euros. La Directiva 2008/52, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2008, debió haberse incorporado a nuestro ordenamiento jurídico hace mucho, y quiero recordar a sus señorías que el plazo venció el pasado 21 de mayo del año 2011. Esta es la razón por la que nos hemos visto forzados a utilizar esta vía extraordinaria del real decreto-ley».

En este caso, se trata de agilizar el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero —sustentado en el régimen legal constituido por la *Ley 1/2005, de 9 de marzo*,

por la que se regula el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, modificada por la Ley 13/2010, de 5 de julio, y normativa de desarrollo, como el Real Decreto 1264/2005, de 21 de octubre, por el que se regula la organización y funcionamiento del Registro nacional de derechos de emisión (RENADE)—, autorizando a las entidades que operan en los mercados de valores (empresa de servicios de inversión y entidades de crédito) para participar en dicho comercio, mediante la presentación de ofertas en nombre de sus clientes en las subastas de tales derechos. Sin perjuicio de tal ampliación, se confiere a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) la competencia sancionadora en este ámbito, «para sancionar a las personas responsables del incumplimiento en nuestro territorio de los artículos 37 a 42 del Reglamento (UE) núm. 1031/2010, en relación con las subastas de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, que no sean instrumentos financieros celebradas en nuestro territorio o fuera de él».

Expresamente, se declara que al incumplimiento de los artículos 37 a 42 del Reglamento (UE) núm. 1031/2010 le será de aplicación el régimen sancionador para las operaciones con información privilegiada o que puedan constituir manipulación de mercado, con algunas particularidades.

Por otro lado, la modificación delimita igualmente las obligaciones de cooperación de la CNMV con otras autoridades competentes.

En la situación presente, con la atención volcada en otros aspectos relativos a los mercados (calificación crediticia, prima de riesgo, saneamientos, retribución de consejeros...), resulta difícil recordar conceptos como los derechos de emisión o el Plan nacional de asignación de derechos de emisión de gases de efecto invernadero 2008-2012 (aprobado hace una eternidad, en 2006).

Sin embargo, el Consejo Europeo de Ministros de Economía y Hacienda (ECOFIN), reunido el pasado 15 de mayo de 2012, aprobó ciertas conclusiones sobre «Finanzas del clima (Financiación Inmediata a Países en Desarrollo [*Fast Start Finance*])», reiterando los compromisos de financiación para mitigar el cambio climático y controlar las emisiones de gases de efecto invernadero (7,2 millardos de euros, nada menos, en el periodo 2010-2012, de los cuales 375 millones de euros comprometidos por España [!]) . No hay que olvidar que, al fin, la XVII Cumbre de la ONU sobre Cambio Climático, celebrada en Durban (Sudáfrica) en diciembre de 2011, aprobó la extensión del Protocolo de Kyoto, base del sistema de derechos de emisión, después de 2012.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

6. ADAPTACIÓN DE LA REGULACIÓN FINANCIERA ESPAÑOLA A LA NUEVA ESTRUCTURA DE SUPERVISIÓN EUROPEA MEDIANTE LAS AUTORIDADES EUROPEAS DE SUPERVISIÓN: REAL DECRETO-LEY 10/2012

1. Antecedentes y contexto

El 1 de enero de 2011 se instauró el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF) que se asienta en un doble mecanismo de supervisión macroprudencial a cargo de

la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) y de supervisión microprudencial que opera a dos niveles: centralizado, a cargo de las tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES), que son la Autoridad Bancaria Europea (ABE, o en su acrónimo inglés EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPI, o en su acrónimo inglés EIOPA) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM, o en su acrónimo inglés ESMA). Y descentralizado, a cargo de las autoridades nacionales de supervisión de los mercados bancario, de seguros y de valores (v. nuestro artículo «El Sistema Europeo de Supervisión Financiera», en esta *RDBB*, núm. 121, 2011, pp. 9 y ss.).

La implantación del SESF obligó a adaptar las Directivas entonces vigentes en el sector financiero para reflejar en ellas las nuevas AES y sus nuevas competencias y funciones, lo que se efectuó mediante la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo (2010/78/UE) que modifica otras precedentes. Además, la nueva estructura de supervisión europea se ha reflejado en los Reglamentos y las Directivas promulgadas con posterioridad, entre los que podemos destacar, a modo de ejemplos, el Reglamento (UE) núm. 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las Agencias de Calificación Crediticia (v. nuestra noticia «Novedades en la regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de rating)», en esta *RDBB*, núm. 123, 2011, pp. 295 y ss.) y la Directiva 2011/61/UE sobre los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (v. nuestra noticia sobre esta Directiva en esta *RDBB*, núm. 123, 2011, pp. 307 y ss.).

Este proceso de profunda transformación de la supervisión financiera en el ámbito comunitario se ha reflejado, como no podía ser de otra manera, en la regulación financiera española con ocasión de las reformas concretas de algunas leyes. Sin embargo, era precisa la transposición de la Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados). Además, dicha trasposición en plazo era urgente, a la vista de las importantes sanciones económicas previstas en el art. 260.3 del TFUE.

Por lo anterior, el Gobierno ha promulgado el Real Decreto-ley 10/2012, de 23 de marzo, por el que se modifican determinadas normas financieras en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión (BOE núm. 72, del sábado 24 de marzo de 2012, corrección de errores en el BOE núm. 88, del jueves 12 de abril de 2012) que responde a las razones de extraordinaria y urgente necesidad constitucionalmente exigibles.

2. Adaptación de la supervisión del mercado bancario

En este ámbito, el Real Decreto-ley 10/2012 coordina las competencias del Banco de España con las facultades de la ABE y con las de las restantes autoridades de supervisión bancaria de los restantes Estados comunitarios, amén de establecer las previsiones sobre los colegios de supervisores cuando el Banco de España actúe como supervisor en base consolidada de grupos bancarios.

Para ello, se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo; el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio; y la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

3. Adaptación de la supervisión del mercado de instrumentos financieros

En este ámbito, el Real Decreto-ley 10/2012 coordina las competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con las facultades de la AEVM y con las de las restantes autoridades de supervisión de los mercados de valores, amén de establecer las previsiones de coordinación intersectorial con la ABE.

Para ello, se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en aspectos tan relevantes como la validez transfronteriza del folleto de emisión, la lista de mercados secundarios oficiales, la suspensión y exclusión de negociación, el acceso remoto de los miembros de los mercados, los requisitos de acceso y ejercicio de la actividad de las empresas de servicios de inversión y las competencias de supervisión de la propia CNMV; y la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.

4. Adaptación de la supervisión del mercado de seguros y pensiones

En este ámbito, el Real Decreto-ley 10/2012 coordina las competencias de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) con las de la ASPJ.

Para ello, se modifica el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre (TRLRPF).

5. Adaptación de la supervisión de los conglomerados financieros

En este ámbito, el Real Decreto-ley 10/2012 coordina las competencias de las autoridades españolas competentes para supervisar el mercado bancario (Banco de España), el mercado de instrumentos financieros (CNMV) y el mercado de seguros y pensiones (DGSFP) con las facultades del Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión.

Para ello, se modifica la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros (v. nuestra noticia «Ley 5/2005 de Supervisión de los Conglomerados Financieros», en esta *RDBB*, núm. 99, 2005, pp. 267 y ss.).

6. Modificación del Real Decreto-ley 7/2012

Por último, el Real Decreto-ley 10/2012 modifica parcialmente el Real Decreto-ley 7/2012, de 9 de marzo, por el que se crea el Fondo para la financiación de los pagos a proveedores que derivó, a su vez, del Real Decreto-ley 4/2012, de 24 de febrero.

7. Conclusiones

Nos encontramos ante una muestra de los efectos colaterales de la implantación del SESF que, sin duda, era un mecanismo imprescindible a la vista de la creciente interconexión y competencia entre los mercados financieros europeos.

Sin perjuicio de esa necesidad, es lo cierto que las Directivas y Reglamentos recientes —valga como ejemplo la complejísima Directiva 2011/61/UE, sobre los gestores de fondos de inversión alternativos— contienen tal cantidad de remisiones a los actos delegados de aplicación y a las medidas de ejecución que se confieren tanto a las AES como a la Comisión Europea que pueden llevar a una regulación financiera tanto a nivel comunitario como a nivel nacional en los distintos Estados miembros que alcance un grado de complejidad tal que sea difícilmente comprensible y gestionable por los operadores de los mercados financieros y que conduzca, a la postre, a la inseguridad jurídica a la vista de un sistema elefantiásico que sirva para alimentar una nueva burocracia supervisora.

Alberto Javier Tapia Hermida

7. CONSULTA SOBRE CUENTAS BANCARIAS EN LA UE

El pasado 20 de marzo, la Comisión Europea presentó un nuevo documento de consulta pública referido a las cuentas bancarias bajo el título «Commission services working document. Consultation on bank accounts» (dicho documento puede consultarse en <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/bank_accounts/bank_accounts_consultation_en.pdf>). En él se incluye el cuestionario que integran, en total, 18 preguntas, cuyas respuestas deben ser remitidas a la Comisión antes del día 12 de junio de 2012, si bien se admitirán además comentarios adicionales sobre cómo impulsar un mejor funcionamiento del mercado bancario para los consumidores (*retail*, minorista, etc.).

Las preguntas se agrupan en tres apartados. El primero aborda el tema de las comisiones por cuentas bancarias, en concreto la transparencia y comparabilidad de las mismas. Aunque esta materia se vio afectada por la normativa en materia de servicios de pagos, se estima que hay aspectos que admiten una mejor ordenación con vistas a la tutela de los consumidores. El segundo apartado se refiere a los problemas detectados en el traslado de la cuenta de un cliente de una entidad a otra. El último objeto de la consulta apunta a la apertura por los ciudadanos europeos de una cuenta bancaria. Al parecer, más de 30 millones de europeos mayores de edad carecen de una cuenta bancaria propia, lo que implica costes elevados para la realización de operaciones esporádicas, así como la imposibilidad de beneficiarse de ventajas contractuales y financieras allí donde se carece de una cuenta bancaria. La Comisión aprobó su Recomendación 2011/442/EU, de 18 de julio de 2011 (DOUE núm. L 190 de 21 de julio de 2011 pp. 87-91), mas en su aplicación se adivinan aspectos mejorables.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

8. GRECIA Y LA «ACCIÓN DE ORO»

Nueva iniciativa de la Comisión Europea contra el régimen de las «acciones de oro» (*golden shares*), consideradas vulneradoras de la libre circulación de capitales y de la liber-

tad de establecimiento, cuestión a la que se ha dedicado constante atención en esta Revista (v., por todos, TAPIA HERMIDA, Antonio, «Las “golden shares” o “acciones de oro” y la proscripción del privilegio», *RDBB* 123, pp. 9-73).

En esta ocasión, la Comisión da cuenta de que, con fecha 26 de abril de 2012, ha remitido dictamen motivado a la República de Grecia para que adopte las medidas oportunas para poner fin a los privilegios del Estado griego en la sociedad Organización Helénica de Telecomunicaciones (OTE), participada por Deutsche Telekom (DT) y en el marco de las actuaciones contra la «acción de oro» en ésta. Por ejemplo, con una participación minoritaria en OTE, el Estado griego puede designar a la mitad de los miembros de sus órganos de administración, tiene derecho de veto en diversas operaciones societarias y modificaciones estructurales de OTE y tiene facultad de autorizar la venta de la participación de DT en OTE.

Aun cuando la vulneración de los artículos 49 y 63 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea resulta grave y materia esencial para el funcionamiento del mercado único, no parece probable que, en la situación actual, el Gobierno griego se sienta particularmente acuciado por este requerimiento de la administración comunitaria.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

9. REGULACIÓN COMUNITARIA DE LAS VENTAS EN CORTO Y PERMUTAS DE COBERTURA POR IMPAGO: EL REGLAMENTO (UE) NÚM. 236/2012

1. Antecedentes y contexto

En los mercados de instrumentos financieros, las operaciones sobre dichos instrumentos y, en particular, sobre valores negociables públicos o privados realizadas a corto plazo (las denominadas ventas en corto) han sido los principales instrumentos de especulación. En concreto, las ventas en corto han servido para manipular las cotizaciones y realizar otra serie de abusos de mercado. Estas «posiciones cortas» («short selling») consisten, genéricamente, en vender instrumentos financieros de los que el vendedor no es propietario en el momento de pactar su venta —y por ello adquiere mediante préstamo— con el propósito de recomprarlos en un plazo de tiempo corto, en el momento de tener que restituirlos, para devolver el préstamo. En concreto, en nuestra práctica reciente se han solicitado préstamos de valores (acciones de bancos) cuya cotización se considera que descenderá. Una vez recibidos los valores, el prestatario los vende de inmediato al precio de cotización que marca el mercado y espera al descenso de la cotización de esas acciones para comprarlas y devolverlas a los prestamistas, beneficiándose del diferencial del precio obtenido por la primera venta de los valores que le han prestado y el de la posterior compra de los valores para devolver el préstamo. Estas prácticas no son, por sí mismas, manipuladoras de las cotizaciones y pueden dar liquidez al mercado. Si bien el operador tiene un incentivo poderoso para que la cotización de los instrumentos financieros descienda en el periodo entre

el préstamo y venta inmediata y la recompra para devolver el préstamo. Por ello, cuando se hacen sin cobertura o cuando el descenso de la cotización de las acciones objeto de las mismas es inducido por ventas masivas realizadas en un momento inicial por los mismos operadores o por informaciones privilegiadas, es cuando se trata de manipulaciones de precios rechazables.

Además, con ocasión de la eclosión de la crisis financiera en septiembre de 2008, las autoridades supervisoras constataron que aquellas ventas en corto generaron una considerable inestabilidad financiera que agravó la espiral descendente de los precios de las acciones de las sociedades cotizadas y, en particular, de los bancos y otras entidades financieras.

Por lo anterior, tanto en Europa como en los EE.UU. y Japón las autoridades de supervisión de los mercados financieros han venido adoptando medidas para restringir o prohibir las ventas en corto cuando pudieran causar riesgos sistémicos. En nuestro país, la CNMV entiende que estas posiciones cortas, si son descubiertas, están prohibidas por nuestra legislación del mercado de valores; y, si cuentan con cobertura, deben ser controladas en determinados contextos de mercado y dotadas de la máxima transparencia en todo caso. En cuando al control en contextos especiales de mercado, podemos destacar la prohibición cautelar de constituir o incrementar posiciones cortas netas sobre acciones españolas del sector financiero decidida por la CNMV —al amparo del art. 85.2.j) de la LMV— el 11 de agosto de 2011, renovada el 25 de agosto y el 28 de septiembre del mismo año 2011 y levantada con efectos de 16 de febrero de 2012 (v. BOE núm. 194, de 13-08-2011 y BOE núm. 41, de 17-02-2012). En cuanto a la transparencia de este tipo de operaciones, destacamos el acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV de 27 de mayo de 2010 en relación con la comunicación de posiciones cortas conforme al cual todo aquel que realice una operación por la cual tome una posición corta sobre cualquier acción o cuota participativa admitida a negociación en mercados secundarios oficiales españoles, que alcance o supere el 0,2% del capital admitido a negociación, debe comunicarlo a la CNMV, quien publicará dicha información en los términos acordados. Este deber de comunicación se extiende a mantener actualizada dicho información cuando traspase —al alza o a la baja— una décima de punto porcentual del capital emitido (ver la comunicación en la web de la CNMV del 16-02-2012 titulada «La CNMV levanta la prohibición cautelar de constituir o incrementar posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero»).

Sin embargo, las medidas adoptadas por los Estados comunitarios carecieron de un notable grado de coordinación y coherencia que ha limitado su eficacia para conjurar aquellos riesgos sistémicos y, en definitiva, para proteger al conjunto de consumidores e inversores en los mercados financieros.

En consecuencia, en el ámbito de la UE se ha promulgado el Reglamento (UE) núm. 236/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago (DOUE 24-03-2012, L 86/1 y ss.). La elección de este instrumento normativo se ha debido a la necesidad de garantizar que las disposiciones que imponen directamente a los operadores del sector privado obligaciones de transparencia y restricciones operativas se apliquen de manera uniforme en toda la UE. Y esta misma exigencia de uniformidad ha llevado a conferir las competencias de aplicación de este Reglamento a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM, o en su acrónimo inglés ESMA).

El ámbito de aplicación objetivo de este Reglamento se extiende a dos tipos de activos financieros definidos en la MIFID: en primer lugar, a los instrumentos financieros y a los derivados vinculados a aquellos instrumentos o a sus emisores; y, en segundo lugar, a los instrumentos de deuda.

El ámbito de aplicación funcional de este Reglamento se delimita con una serie de exenciones de aplicación de sus normas cuando esté ubicada en un tercer país la plataforma principal de negociación de las acciones admitidas también a negociación en una plataforma de la Unión (art. 16) y para las actividades de creación de mercado y las operaciones del mercado primario (art. 17).

El Reglamento entró en vigor el 25 de marzo de 2012 (art. 48) y, con vistas a su aplicación, se establece la previsión de que la Comisión adopte los actos delegados previstos en su articulado (arts. 42 y 43) e informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre determinados aspectos no más tarde del 30 de junio de 2013.

Dado que los Estados miembros han venido adoptando medidas de control público de las ventas en corto con anterioridad a la promulgación de este Reglamento, en él se prevé una Disposición Transitoria que permite que aquellas medidas que comenzaron a surtir efecto antes del 15 de septiembre de 2010 puedan seguir aplicándose hasta el 1 de julio de 2013, siempre que se notifiquen a la Comisión no más tarde del 24 de abril de 2012 (art. 46).

2. Las ventas en corto: transparencia y restricciones operativas

El Reglamento define la venta en corto como «toda venta de los mismos (acciones o instrumentos de deuda) sin que el vendedor los posea en el momento de cerrar el contrato de venta, incluso en el caso de que, en el momento de cerrar el contrato de venta, el vendedor haya tomado en préstamo, o acordado tomar en préstamo, la acción o el instrumento de deuda para su entrega en la fecha de liquidación». Se excluyen la venta por una de las partes en el marco de un pacto de recompra, la transmisión de valores en el marco de un acuerdo de préstamo de valores y la celebración de un contrato de futuros u otro contrato de derivados en determinadas condiciones [art. 2.1.b)].

Se distinguen varias clases de ventas en corto según se realicen con cobertura o en descubierto, impliquen posiciones cortas o largas (art. 3) o tengan por objeto acciones o instrumentos de deuda soberana.

El Reglamento articula dos técnicas de control público sobre estas ventas en corto que son: en primer lugar, la transparencia de las posiciones cortas netas mediante su notificación a las autoridades competentes o su publicación cuando superen determinados umbrales del porcentaje de acciones emitido por una sociedad cotizada o por un emisor soberano. En segundo lugar, las restricciones sobre las ventas en corto descubiertas de acciones (art. 12) o deuda soberana.

3. Permutas de cobertura por impago: transparencia y restricciones operativas

El Reglamento define la permuta de cobertura por impago como «un contrato derivado por el cual una parte paga a otra una prima a cambio de un pago u otra prestación en caso

de que se produzca un evento de crédito ligado a la entidad de referencia, o cualquier otro incumplimiento en relación con dicho contrato derivado que tenga un efecto económico similar» [art. 2.1.c)].

Se distinguen varias clases de ventas permutas de cobertura por impago según el evento de crédito o incumplimiento afecten a un emisor privado o a un emisor soberano.

El Reglamento articula dos técnicas de control público sobre estas permutas de cobertura por impago, que son: en primer lugar, la transparencia de dichas permutas mediante su notificación a las autoridades competentes de una posición descubierta en una permuta de cobertura por impago soberano (art. 8). En segundo lugar, las restricciones sobre las operaciones con permuta de cobertura por impago soberano descubiertas (art. 14).

4. Supervisión y control por la AEVM y las autoridades nacionales de supervisión de los mercados de instrumentos financieros

De forma congruente con la finalidad esencial del Reglamento, que consiste en coordinar y dotar de coherencia a las acciones de control público de las ventas en corto y las permutas de cobertura por impago, su Capítulo V (arts. 18 y ss.) establece los poderes de intervención de las autoridades públicas implicadas:

- a) En primer lugar, de las autoridades nacionales competentes, que abarcan dos tipos de actuaciones que son la exigencia a las personas físicas o jurídicas que mantengan posiciones cortas netas en relación con un instrumento financiero o una clase de instrumentos financieros de que notifiquen determinadas informaciones en circunstancias excepcionales, exigencias de transparencia que pueden extenderse a los proveedores de fondos (arts. 18 y 19); y la imposición de restricciones operativas sobre las ventas en corto y operaciones similares y sobre las operaciones con permutas de cobertura por impago soberano en circunstancias excepcionales (arts. 20 y 21), además de la facultad de restringir temporalmente las ventas en corto de instrumentos financieros en caso de descenso significativo del precio de los mismos (art. 23). El Reglamento se ocupa, en particular, de la exigencia de que cada Estado miembro designe una o varias autoridades competentes (art. 32) que tendrán una serie de facultades que podrán ejercer de forma directa, en colaboración con otras autoridades o mediante el recurso a los jueces competentes (art. 33). Estas autoridades deberán cooperar entre sí tanto con carácter general como en caso de solicitud de inspección *in situ* o de investigación; y cooperar además con la AEVM y con terceros países, con las pertinentes cautelas en materia de secreto profesional, de transmisión y conservación de datos personales y de revelación de información a terceros países (arts. 34 y ss.).
- b) En segundo lugar, los poderes de la AEVM, que consisten fundamentalmente en desarrollar una función de facilitar y coordinar la adopción de medidas por las autoridades nacionales (art. 27), sin perjuicio de sus poderes de intervención en circunstancias excepcionales que pueden autorizarle a exigir a las personas físicas o jurídicas que mantengan posiciones cortas netas en relación con un instrumento financiero o una clase de ellos que notifiquen o publiquen los detalles de aquellas posiciones o a prohibirles que realicen ventas en corto u operaciones análogas (art.

28). Además, la AEVM podrá adoptar medidas específicas en situaciones de emergencia relacionadas con la deuda soberana (art. 29) e investigar una cuestión o una práctica concreta relacionada con las ventas en corto o con el uso de permutas de cobertura por impago bien por iniciativa propia o bien a instancia de una o varias autoridades nacionales competentes, del Parlamento Europeo, del Consejo o de la Comisión (art. 31).

Alberto Javier Tapia Hermida

10. EL ESCEPTICISMO Y LA VERIFICACIÓN CONTABLE

En Gran Bretaña el *Auditing Practices Board* (APB), se integra en el *Financial Reporting Council*, y se ocupa de establecer distintos criterios con respecto a la actuación de los auditores de cuentas. El pasado 30 de marzo de 2012 hizo público, a través de su página web, el documento titulado *Professional Scepticism Establishing a Common Understanding and Reaffirming its Central Role in Delivering Audit Quality*. De alguna forma, este documento continúa una iniciativa anterior sobre el mismo tema, que comenzó en el año 2010 y que busca introducir un mayor grado de escepticismo profesional en el comportamiento de los auditores de cuentas. Se trata de orientar a los auditores para que en su trabajo adopten un criterio que implique una valoración más crítica de las afirmaciones que reciban de los administradores de la sociedad, a la vez que se anima a los auditores a revisar esas manifestaciones por si pudieran contener algún tipo de error relevante («*material misstatement*»). También se insta a que la valoración del auditor no sea tan dependiente de la visión que le trasladen los gestores, sino que, como dice el documento, pueda valorar los riesgos a través de una revisión realmente autónoma. En igual sentido opera el mandato al auditor para que investigue de una manera activa si existen algunos medios de prueba que pudieran contradecir las valoraciones de los gestores.

El nuevo documento redactado por el APB señala que su principal objetivo es explicar la visión de dicho Organismo sobre el citado escepticismo profesional y animar a la aplicación de ese principio en auditorías de calidad. Es un documento que persigue fomentar el debate, incluso en un ámbito internacional. Su texto puede consultarse en la web del APB: <<http://www.frc.org.uk/apb/>>.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

11. DIRECTRICES SOBRE ENTORNOS AUTOMATIZADOS DE NEGOCIACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

1. La negociación electrónica en los mercados de instrumentos financieros ha influido de forma notable en la regulación y la supervisión básica de dichos mercados establecida, en el ámbito comunitario, en la Directiva sobre abuso de mercado de 2003 (MAD) y en la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros de 2004 (MIFID). En concreto,

los avances tecnológicos y el establecimiento de las nuevas estructuras de mercado han exigido un análisis más detallado de la negociación algorítmica que incluyese la denominada negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*).

2. Por lo anterior, en el año 2010 el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) realizó sendos estudios para la revisión de la Directiva MIFID (CESR/10-802) y sobre la microestructura de mercado (CESR/10-142).

3. El 20 de julio de 2011, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM o más conocida por su acrónimo inglés ESMA) sometió a consulta pública un borrador de Directrices sobre requisitos organizativos para plataformas de negociación y empresas de servicios de inversión en entornos automatizados de negociación. Más tarde, el 20 de diciembre de 2011, la Junta de Supervisores de ESMA aprobó las «Directrices sobre sistemas y controles aplicados por las plataformas de negociación, las empresas de servicios de inversión y las autoridades competentes en un entorno de negociación automatizado», que se ha publicado en un documento fechado a 24 de febrero de 2012 (ESMA 2012/122).

4. El 30 de marzo de 2012, la CNMV ha publicado una comunicación informando de que «adoptará las Directrices sobre sistemas y controles a aplicar por las empresas de servicios de inversión y plataformas organizadas en entornos automatizados de negociación», a partir del 1 de mayo de 2012.

5. Por lo anterior, interesa dar noticia de estas Directrices emitidas en virtud de la facultad de emitir directrices y recomendaciones que atribuye a la AEVM el artículo 16 del Reglamento (UE) núm. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión núm. 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión (v. «El Sistema Europeo de Supervisión Financiera», en esta *RDBB* núm. 121, 2011, pp. 9 y ss.). Los destinatarios de estas Directrices son las autoridades nacionales competentes de la supervisión de los mercados de instrumentos financieros y las empresas de servicios de inversión, tanto autorizadas como no contempladas por la Directiva MIFID cuando participen en sistemas de negociación electrónica tanto mediante el acceso directo al mercado (DMA) como mediante el acceso patrocinado (SA). Y los objetivos de aquellas directrices son proteger al inversor expuesto a nuevos riesgos, promover la negociación justa y ordenada y potenciar la integridad del mercado y mejorar la estabilidad financiera.

6. La estructura técnica de las ocho Directrices es homogénea y se compone de tres escalones que se refieren, primero, a la «legislación aplicable» donde se indica, en cada caso, los artículos de referencia de la MIFID o de la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión de aplicación de la MIFID que son interpretados para su aplicación por la Directriz respectiva. Segundo, se establece la denominada «Directriz General» que ofrece los principios informadores en cada caso. Y, tercero, se desarrollan las «Directrices detalladas» que, en todos los casos, abarcan los siguientes ocho apartados: a) Proceso de gobierno y toma de decisiones, b) capacidad y resistencia, c) continuidad de las actividades, d) pruebas, e) vigilancia y revisión, f) seguridad, g) dotación de personal y h) mantenimiento de registros y cooperación.

7. Sobre la base de esa estructura común, las Directrices se pueden dividir en dos grandes grupos. En primer lugar, aquellas que se refieren a los mercados regulados y los

sistemas multilaterales de negociación (SMN) y que establecen los requisitos organizativos para los sistemas de negociación electrónica (Directriz 1), los requisitos organizativos para promover el funcionamiento justo y ordenado del mercado en un entorno de negociación automatizado (Directriz 3), los requisitos organizativos para prevenir el abuso de mercado y en particular la manipulación del mismo en un entorno de negociación automatizado (Directriz 5) y los requisitos organizativos aplicables a aquellos mercados regulados SMN cuyos miembros participantes o usuarios ofrezcan acceso directo o acceso patrocinado a la mercado (Directriz 7).

8. En segundo lugar, aquellas Directrices que se refieren a las empresas de servicios de inversión, incluido su algoritmo de negociación, y que establecen los requisitos organizativos relativos a los sistemas de negociación electrónica (Directriz 2), los requisitos organizativos para promover el funcionamiento justo y ordenado del mercado en un entorno de negociación automatizado (Directriz 4), los requisitos organizativos para prevenir el abuso de mercado y en particular la manipulación del mismo en un entorno de negociación automatizado (Directriz 6) y los requisitos organizativos aplicables a las empresas de servicios de inversión que prestan servicios de acceso directo o acceso patrocinado a la mercado (Directriz 7).

Javier García Alén

12. DIRECTRICES DE LA AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS SOBRE MEDICIÓN DE RIESGOS Y ESTIMACIÓN DE LA EXPOSICIÓN GLOBAL DE CIERTOS TIPOS DE OICVM ESTRUCTURADAS

Con fecha de 28 de marzo de 2012 se han publicado en la página web de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante ESMA), las «Directrices sobre medición de riesgos y estimación de la exposición global de ciertos tipos de OICVM estructuradas».

Estas directrices establecen los criterios y requisitos exigibles a UCITS estructuradas (o «Structured UCITS»), que es un tipo de institución que en la normativa española se englobaría dentro de la categoría de Instituciones de Inversión Colectiva con objetivo concreto de rentabilidad para que puedan aplicar, en su caso, metodologías de exposición global adicionales a las admitidas en la actualidad, en concreto, una basada en la realización de análisis de escenarios bajo el método del compromiso.

Este régimen opcional para el cálculo de la exposición global bajo el método del compromiso resulta definido en el párrafo 11 de las comentadas directrices y tiene en cuenta la estrategia a base de fórmula de inversión en argumentos de rentabilidad individual, así como a los instrumentos financieros derivados implícitos para establecer si el derivado puede ser excluido del cálculo de exposición global.

Las directrices comentadas han sido emitidas al amparo del artículo 16 del Reglamento núm. 1995/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 que regula la creación de ESMA y donde se establece que las autoridades competentes y los participantes en los mercados financieros harán todo lo posible para atenerse a tales pautas.

En esta línea, el Reglamento de ESMA también establece la obligación de las autoridades competentes de confirmar si tienen intención de cumplir con las directrices que publique ESMA no más tarde de 2 meses después de su fecha de publicación.

En este sentido, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha notificado a ESMA su intención de cumplir con las Directrices sobre medición de riesgos y estimación de la exposición global de ciertos tipos de OICVM estructuradas».

A tal efecto, con fecha de 26 de abril, el Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha aprobado la consulta pública de determinadas modificaciones a la Circular 6/2010, con el objetivo, entre otros, de adaptar el contenido de la normativa española a lo recogido en las citadas directrices de ESMA.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

13. TAE INEXACTA COMO PRÁCTICA COMERCIAL ENGAÑOSA PERO NO NECESARIAMENTE COMO CLÁUSULA ABUSIVA

Con fecha 15 de marzo de 2012, el Tribunal de Justicia (Sala Primera) ha dictado Sentencia en el asunto C-453/10, *Perenicová y Perenic*, derivado de una cuestión prejudicial planteada por un tribunal eslovaco sobre la *Directiva 93/13/CEE, del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores*.

En este caso, aparte de otras consideraciones sobre la extensión o no de la nulidad a todo el contrato y no sólo a la cláusula considerada abusiva en un convenio suscrito con un profesional, al examinar la inclusión de una tasa anual equivalente en un contrato, el Tribunal europeo declara como doctrina de interpretación de la norma comunitaria lo siguiente:

«Una práctica comercial, como la controvertida en el asunto principal, consistente en indicar en un contrato de crédito una tasa anual equivalente inferior a la real, debe calificarse de engañosa en el sentido del artículo 6, apartado 1, de la Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, que modifica la Directiva 84/450/CEE del Consejo, las Directivas 97/7/CE, 98/27/CE y 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (CE) núm. 2006/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo (“Directiva sobre las prácticas comerciales desleales”), siempre que haga o pueda hacer tomar al consumidor una decisión sobre una transacción que de otro modo no hubiera tomado. Corresponde al juez nacional comprobar si tal es el caso en el asunto principal. La comprobación del carácter desleal de una práctica comercial constituye un elemento entre otros en los que el juez competente puede basar, conforme al artículo 4, apartado 1, de la Directiva 93/13, su apreciación del carácter abusivo de las cláusulas del contrato relativas al coste del crédito concedido al consumidor. Ahora bien, dicha comprobación no incide directamente en la apreciación, con arreglo al artículo 6, apartado 1, de la Directiva 93/13, de la validez del contrato de crédito celebrado».

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

14. LOS ASESORES DE VOTO («PROXY ADVISORS»): DOCUMENTO DE ABRIL DE 2012 SOBRE SU ACTIVIDAD EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL

1. Todos los estudios e informes que se han ocupado del gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas tanto en España como en la UE y en los restantes países desarrollados han puesto un énfasis especial en el papel que, en dicho gobierno, deberían jugar un tipo especial de accionistas que son los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, entidades aseguradoras, bancos, etc.) tanto por factores cuantitativos, dados los volúmenes de acciones que tienen en cartera y la consiguiente capacidad de influir en la gestión, como por factores cualitativos, porque su posición generalmente no especulativa y la preparación de sus gestores constituyen, por regla general, otros tantos factores de estabilidad en la gestión social.

2. La conducta racional de estos inversores institucionales en lo que a su intervención en el gobierno corporativo de las sociedades se refiere viene condicionada por un doble contexto: primero, por el contexto económico en el que la necesaria búsqueda del equilibrio óptimo en sus inversiones en acciones de sociedades cotizadas entre la rentabilidad, el riesgo y la liquidez les mueven con frecuencia a mantener posiciones cortas que impiden su implicación relevante en el gobierno corporativo de aquellas sociedades. En segundo lugar, su conducta debe atender al contexto regulatorio donde tanto el Derecho comunitario como el extracomunitario imponen deberes fiduciarios a los gestores de los inversores institucionales para que ejerciten el derecho de voto e informen de ello a los socios y partícipes de aquellos inversores. En concreto, existen las normas que en los EE.UU., la Europa Comunitaria (Directiva 2010/43/UE), el Reino Unido, Francia y España imponen o recomiendan aquel voto.

3. En este último sentido, nuestro Ordenamiento impone a las Sociedades Gestoras de IIC el ejercicio de los derechos políticos de asistencia y de voto inherentes a los valores integrados en los fondos que administren cuando aquella participación tenga una antigüedad superior a 12 meses y represente un mínimo del 1% del capital de la sociedad afectada y de informar de dicho ejercicio a sus partícipes [art. 46.1.d) Ley 35/2003 de IIC y art. 81.1.i) de su Reglamento aprobado por RD 1309/2005]. Por su parte, la Comisión de Control de los FP deberá ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en su patrimonio, en particular los de participación y voto en las juntas generales, pudiendo delegar dicho ejercicio en la Entidad Gestora [arts. 69.6 y 81.2.c) Texto Refundido de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por RD Legislativo 304/2004]. En este ámbito, la Comisión de Control, con la participación de la >Entidad Gestora, deberá elaborar una declaración comprensiva de su política de inversión, a la que se dará publicidad suficiente (art. 69.4 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero).

4. Las condiciones indicadas provocan una demanda por parte de los inversores institucionales de servicios de asesoramiento en el ejercicio del derecho de voto inherente a sus valores en cartera, especialmente acusada cuando se trata de acciones de sociedades cotizadas extranjeras. Esta demanda se satisface por los asesores de voto («proxy advisors»), que han sido objeto de especial atención por las encuestas sobre la mejora del gobierno

corporativo que han realizado en los últimos tiempos tanto la Comisión Europea como la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). Precisamente, en contestación a estas encuestas del ESMA, un grupo de prestigiosos expertos en la materia ha preparado el «Documento elaborado por el Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles» (Respuesta al DP-ESMA, 16 de abril de 2012).

5. El Documento comienza señalando que los asesores de voto prestan servicios relativos al ejercicio del derecho de voto (elaborando informes, emitiendo recomendaciones, diseñando las directrices de voto, etc.) y otros servicios accesorios, como los de alerta de excesos de participaciones significativas, custodia de valores con derechos de voto, coordinación de acciones judiciales colectivas, etc.

6. Más adelante, el Documento describe el mercado internacional de asesores de voto, que está altamente concentrado en firmas radicadas en los EE.UU. y supervisadas por la SEC, teniendo mucha menor importancia el resto de firmas radicadas en el Reino Unido, Alemania y Francia. Las razones de este oligopolio son semejantes a las que existen en el mercado de agencias de calificación crediticia o «rating» —con las que alguno de estos asesores comparte participaciones— porque también aquí las economías de escala de la emisión de informes y recomendaciones coadyuvan a un ahorro notable de costes y el propio tipo de servicio otorga una gran importancia al factor reputacional. Por esta misma razón, los puntos críticos en la regulación de estos asesores de voto también son semejantes a los de aquellas agencias de «rating», a saber, la opacidad de las recomendaciones de voto que emiten, los conflictos de intereses que generan o la ausencia de responsabilidad efectiva por los daños que puedan ocasionar sus recomendaciones de voto negligentes. Tienen un especial interés las observaciones sobre la divergencia entre las recomendaciones de estos asesores de voto, basadas en las mejores prácticas de gobierno corporativo aceptadas internacionalmente, y los criterios de gobierno corporativo vigentes en nuestro país (por ejemplo, mientras nuestra Ley de Sociedades de Capital permite, en su art. 221, que la duración del cargo de administrador sea de seis años, los asesores de voto recomiendan votar en contra de nombramientos que excedan los cuatro años).

7. El Documento concluye planteando cuatro alternativas de regulación de estos asesores de voto que son: no adoptar ninguna medida, la autorregulación sectorial o nacional, los instrumentos regulatorios cuasi-vinculantes de ámbito comunitario con supervisión por la ESMA o la adopción de medidas legislativas de regulación y supervisión por la UE. Y, tras valorar las ventajas e inconvenientes de cada opción, se decanta por la tercera, que consiste en crear un Código europeo sobre los asesores de voto que opere bajo el principio de «cumplir o explicar» porque el Grupo considera que es la opción más coherente con la regulación actual de gobierno corporativo en Europa. Y dicho Código formulado y supervisado por la ESMA debería centrarse en las siguientes medidas: la transparencia de la actividad de los asesores de voto con la publicación de sus informes y recomendaciones en su página web, la mejora de la calidad técnica de su asesoramiento, evitando la excesiva estandarización de los análisis, la mejora del procedimiento de elaboración de sus informes para garantizar que los votos se emitan en interés de los inversores y la evaluación por el mercado de su actividad, obligándoles a que emitan informes anuales en los que expliquen el grado de cumplimiento de las recomendaciones del código.

8. En conclusión, el Documento del que damos noticia tiene un gran interés para el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas porque incide en la actividad y la posible regulación de unas entidades, los asesores de voto («proxy advisors») que pueden colaborar a la mayor y mejor implicación de esta clase tan relevante de accionistas.

Alberto Javier Tapia Hermida

15. LA DACIÓN EN PAGO Y LA CESIÓN EN PAGO COMO MECANISMO LIBERATORIO DE LA DEUDA HIPOTECARIA

I. Introducción

Suele ser frecuente en la práctica que, llegado el momento del cumplimiento de una obligación, el deudor no se encuentre en condiciones de ejecutar la prestación debida, y ante esta situación el acreedor pueda proceder judicialmente contra el patrimonio del deudor para así satisfacer su derecho de crédito, aunque dicha posibilidad puede resultar poco atrayente para el acreedor en atención a diversas razones relacionadas con la realidad judicial.

Luego no resulta extraño que cualquiera de los sujetos que intervienen en una obligación adopte la iniciativa de sustituir la prestación debida por otra, aunque dicha eventualidad no se hubiere inicialmente contemplado en el momento constitutivo de la obligación. A este cambio de la prestación debida se le suele denominar en el tráfico real como «renegociación del crédito o de la deuda» y ha venido impuesto por los agentes económicos o comerciales, sin que haya de atribuirle un sentido técnico-jurídico preciso, conectado aproximadamente con la noción teórica del negocio jurídico.

Así, negociar un crédito pretende, ante la dificultad de su cobro, que las partes de la relación obligatoria traten de buscar una solución alternativa, sustituyendo la prestación debida por cualquier otra que satisfaga mejor los intereses del acreedor y del deudor, o que resulte preferible al ejercicio de las acciones judiciales o a la demora en la ejecución de la prestación inicialmente debida. Muchas veces, esta solución alternativa tiene su manifestación en: a) la celebración de un contrato de carácter novatorio de la relación obligacional, y, en otros casos, b) el cambio de la prestación no pasará de ser un acto de cumplimiento del deudor con plena eficacia solutoria. El carácter negocial de este tipo de acuerdos requiere el asentimiento de ambas partes, pues sin el acuerdo entre el acreedor y el deudor las condiciones inicialmente pactadas en el título constitutivo de la obligación no pueden alterarse.

Por su parte, el pacto renovado entre el deudor y el acreedor puede plantearse de dos formas: a) mediante la entrega de algo o la prestación de un servicio, que, pese a ser diferentes a la prestación originaria, supone cumplir la obligación existente; o b) mediante el aseguramiento del cumplimiento de la prestación originaria a través de la entrega de bienes al acreedor para que éste los enajene y, posteriormente, aplique el producto de la venta al pago de la obligación originaria. La posibilidad primera supone que el deudor, con el consentimiento del acreedor, realiza una prestación diferente a la originaria que surte el efecto de extinguir la obligación constituida; se la conoce con el nombre de da-

ción en pago y representa una quiebra o fractura del requisito de la identidad del pago⁽¹⁾ que sólo puede soslayarse mediante el consentimiento del acreedor.

La dación en pago tiene una larga tradición conocida en el Derecho Romano como *datio in solutum*⁽²⁾ y es incuestionable su admisión en nuestro ordenamiento jurídico, siendo bastante frecuente en la realidad práctica.

Pues bien, la aparición recientemente del Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos y la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, permite abordar con este trabajo la *dación en pago* y *cesión de pago* como mecanismo liberatorio de la deuda hipotecaria, situando esta figura jurídica en el ámbito extraconcursal y en el ámbito concursal.

II. Delimitación del concepto de dación

Todo acto de cumplimiento de una obligación que, con el consentimiento del acreedor, se lleva a cabo mediante la realización de una prestación distinta a la que inicialmente se había establecido⁽³⁾, constituye un modo anormal de extinción del crédito, en tanto en cuanto se fundamenta en la extinción de la deuda mediante una prestación distinta a la pactada originalmente (*pro soluto*) entre el deudor y el acreedor:

- i. *acto voluntario* del deudor a favor del acreedor;
- ii. *acto potestativo* del acreedor que consiente en recibirla en sustitución de la prestación inicial⁽⁴⁾;
- iii. *acto liberatorio* y *extintivo* una vez es aceptado por el acreedor; debiéndose determinar la prestación sustitutiva y los términos en que habrá de ser intercambiada con la inicialmente debida;
- iv. *acto negocial formal*, pues se exige un contrato especial que acompañe al acto de la nueva prestación, pues ésta se da y recibe en lugar del pago;

(1) Vid. art. 1166 CC.

(2) En este sentido la STS de 24 de mayo de 1945 recuerda que esta figura jurídica se encontraba regulada en la cuarta de las Novelas de Justiniano como excepción al principio de identidad del pago, bajo el aforismo latino «*alius pro alio invito credito, solvi non potest*».

Por su parte, el CC, aunque no llega a regular la dación en pago de forma expresa, utiliza dicha expresión en algunos de sus artículos; art. 1521, *in fine*, donde se refiere a quien *adquiere una cosa por compra o dación en pago*; art. 1636 cuando utiliza la expresión relativa a que el dueño útil o el dueño directo de una cosa... *siempre que vendan o den en pago su respectivo dominio sobre la finca enfiteútica*...; el art. 1849, en sede de fianza, donde dispone que *si el acreedor acepta voluntariamente un inmueble u otros cualesquiera efectos en pago de la deuda*...

Por su parte, es de destacar cómo la Ley 1/1973, de 1 de marzo, por la que se aprueba la Compilación del Derecho Civil Foral de Navarra, sí establece en alguna de sus leyes la regulación de una de las cuestiones principales en esta materia de forma expresa. Así, el art. 495.1 señala que «*Cuando el acreedor acepte la dación en pago de un objeto distinto del debido, la obligación se considerará extinguida tan sólo desde el momento en que el acreedor adquiera la propiedad de la cosa subrogada, pero las garantías de la obligación, salvo que sean expresamente mantenidas, quedarán extinguidas desde el momento de la aceptación. La dación para pago sólo libera al deudor por el importe líquido de los bienes cedido*».

(3) Cfr. DÍEZ-PICAZO, L: *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Madrid, 2007.

(4) Vid. art. 1166 CC.

- v. *acto indistinto*, pues mediante la *datio in solutum* puede extinguirse todo tipo de obligaciones con indiferencia de su origen;
- vi. *acto finalista*, puesto que se pretende facilitar a los acreedores la satisfacción de los créditos;
- vii. *acto traslativo de dominio* es un contrato por virtud del cual se transmiten al acreedor determinados bienes o derechos distintos de los debidos, en la dación se produce una verdadera transmisión del dominio sin restricción ni cortapisa alguna⁽⁵⁾, se produce con la entrega del bien;
- viii. *acto solutorio*; se realiza una prestación distinta de la debida (*aliud pro alio*);
- ix. *acto especial de pago*;
- x. *acto formal*, en cuanto exige el consentimiento del acreedor; es necesario así, para que se perfeccione, determinar el valor —o precio— del objeto de la nueva prestación, dado que de su fijación exacta depende la aquiescencia del acreedor a recibir algo distinto del dinero adeudado con la finalidad específica de liberar al deudor;
- xi. *acto modificador* al alterar la identidad de la prestación⁽⁶⁾;
- xii. *acto de regulación atípica*, puesto que no está regulada en el CC⁽⁷⁾;
- xiii. *acto de asimilación* con otras convenciones como la compraventa y la novación⁽⁸⁾, aunque tiene caracteres propios;
- xiv. *acto extintivo* como cumplimiento de la obligación;
- xv. *acto de ejecución* necesario para la transmisión de la propiedad;
- xvi. *acto sustitutivo* de pago, pues aunque no lo es *stricto sensu* produce los efectos de éste que es el cumplimiento de la obligación y la extinción de ésta;
- xvii. *acto excepcional* de conclusión de la obligación.

(5) Vid. sentencias del TS de 11 de mayo de 1912, de 9 de enero de 1915, de 9 de diciembre de 1943, de 13 de marzo de 1953 y de 14 de octubre de 1960.

(6) La jurisprudencia, al hablar de los supuestos de «adjudicación en pago de deuda», configuraba los supuestos en los que las partes acreedora y deudora acordaban que se cumpliera la obligación como prestación distinta de la que era objeto de la misma; entendiéndola como una forma especial de pago en que por acuerdo de las partes se altera la identidad de la prestación, o lo que se conoce en la doctrina actual con el nombre de «subrogado en el cumplimiento», traducción literal de la palabra *Enfüllungssurrogate*. Lo que es importante destacar es su efecto; no siendo un pago en sentido *stricto sensu* produce los efectos de éste, que es el cumplimiento de la obligación y la extinción de ésta (vid. SSTs de 5 de octubre de 1987 y de 25 de mayo de 1999).

(7) La STS de 13 de mayo de 1983 dejó señalado que «(...) aunque sin pronunciarse de un modo definitivo y dogmático y ante la necesidad pragmática de determinar ciertos efectos de la dación en pago, no regulada en nuestro C. Civ., ha asimilado dicha atípica figura a la del contrato de compraventa, bien que con el matiz de no negar su analogía con otras convenciones, tales como forma de pago o como novación por cambio de objeto (S. de 9 diciembre 1943), y ello por la exigencia de dar soluciones prácticas antes que fijaciones doctrinales o teóricas, y es esa finalidad, evidentemente, la que persigue también la sentencia que ahora se recurre y en la que se debe persistir, mas no como asimilación absoluta o integral de la dación en pago al contrato de compraventa —que no soportaría o admitiría todos los supuestos o hipótesis de la “datio insolutum”— sino porque en el caso debatido se dan suficientes y específicos datos o presupuestos de hecho de dicha convención o contrato atípico a los que conviene, sin repugnancia jurídica alguna, las resoluciones ya previstas para los negocios jurídicos afines en su fase traumática de cumplimiento anormal, entre ellas la responsabilidad por saneamiento en sus límites legales».

(8) Vid. STS de 9 de diciembre de 1943.

En definitiva, se trata de una dación en pago o *datio pro soluto*, que no tiene regulación expresa en el CC y se configura por la doctrina legal y jurisprudencial como un acto por el cual el deudor transmite bienes de su propiedad al acreedor a fin de que éste aplique el bien recibido en la extinción de su crédito, actuando este crédito con igual función que el precio en la compraventa, de manera que la entrega produce automáticamente la extinción de la primitiva obligación sin que en ningún caso el acreedor pueda reclamar la correspondiente prestación, dándose una verdadera transmisión del dominio sobre el bien⁽⁹⁾.

Por ello, se puede dejar delimitado en atención a suponer: i) acuerdo entre el acreedor y el deudor para dar por extinguida la obligación originaria, sin dar origen a una nueva relación obligacional, mediante el convenio de sustituir la prestación inicial por otra distinta. Por tanto, la dación en pago excluye la novación; ii) transmisión o entrega simultánea del objeto de la nueva prestación, pues si el deudor sólo se comprometiera a ella estaríamos frente a un supuesto de novación y no de dación en pago propiamente dicho.

Ahora bien, no debe confundirse, por el contrario, con una dación para pago o *datio pro solvendo*, que sí tiene expresión normativa en el artículo 1175 CC y se configura como negocio jurídico por el cual el deudor propietario transmite la posesión de sus bienes y la facultad de proceder a su enajenación con mayor o menor amplitud de facultades, pero con la obligación de aplicar el importe obtenido en dicha enajenación al pago de las deudas contraídas por el cedente, sin extinción del crédito en su totalidad, pues el deudor sigue siendo el adjudicatario en la parte del crédito a que no hubiese alcanzado el importe líquido el bien o bienes cedidos⁽¹⁰⁾.

Así pues, ha de tenerse en cuenta que ante una cesión en pago el acto solutorio tiene lugar con la entrega del bien, en la cesión para pago hay transmisión de la posesión, que es con el producto de los bienes del deudor con el cual se verifica el pago, hasta el punto de que es cuando realizado el mismo se entiende pagado el crédito.

Precisamente la *datio pro soluto*, significación de adjudicación del pago de las deudas, si bien no tiene una específica definición en el derecho sustantivo civil, aunque sí en el ámbito fiscal, se trata de un acto en virtud del cual el deudor transmite bienes de su propiedad al acreedor, a fin de que éste aplique el bien recibido a la extinción del crédito de que era titular, actuando este crédito con igual función que el precio en la compraventa, dado que, bien se catalogue el negocio jurídico que implica como venta, ya se configure como novación o como acto complejo, su regulación ha de acomodarse analógicamente por las normas de la compraventa, al carecer de reglas específicas, adquiriendo el crédito que con tal cesión se extingue, como viene dicho, la categoría de precio del bien o bienes que se entreguen en adjudicación en pago de deudas.

En tanto que la *datio pro solvendo*, reveladora de adjudicación para el pago de las deudas, se configura como un negocio jurídico por virtud del cual el deudor propietario transmite a un tercero, que en realidad actúa por encargo, la posesión de sus bienes y la facultad de proceder a su realización, con mayor o menor amplitud de facultades, pero con

(9) Vid. sentencias del TS de 8 de febrero de 1996 y 30 de noviembre de 2000 y la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 30 de junio de 2011.

(10) Vid. art. 1170 CC.

la obligación de aplicar el importe obtenido en la enajenación de aquéllos al pago de las deudas contraídas por el cedente, sin extinción del crédito en su totalidad, pues que, salvo pacto en contrario, el deudor sigue siéndolo del adjudicatario en la parte del crédito a que no hubiese alcanzado el importe líquido del bien o bienes cedidos en adjudicación toda vez que ésta sólo libra de responsabilidad a tal deudor por el importe líquido de los bienes cedidos en adjudicación, como expresamente previene el meritado artículo 1175 CC, no generando en consecuencia el alcance de efectiva compraventa, que es atribuible por el contrario a la adjudicación en pago de deudas o *datio pro soluto*.

Debiéndose añadir que la diferencia es terminante por lo que respecta a la traslación de título real, puesto que así como la *dación para pago* sólo atribuye la posesión de los bienes con un carácter personal que permite al acreedor efectuar la venta para cobrarse con su importe, en cambio en la *dación en pago* se produce una verdadera transmisión sin restricción ni cortapisa alguna.

III. La dación en pago en el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos

La dación en pago considerada como una convención lograda entre las partes deriva de la necesidad de facilitar el pago al deudor; así, en muchas ocasiones por razones prácticas el acreedor ha preferido recibir una cosa distinta ante las peticiones del deudor —*pro rogationem debitoris*— a tener que acudir a los tribunales o correr el riesgo de sufrir un eventual estado de insolvencia del propio deudor, especialmente en las obligaciones carentes de garantías. De hecho no hay que excluir la posibilidad de que sea el propio acreedor el que proponga esta operación jurídica.

La situación económica actual y la situación en que quedan muchas familias como consecuencia del desempleo o de ausencia de actividad económica generada por dicha situación de crisis ha justificado la promulgación del Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos (en adelante RDPD).

En este caso, la calidad de deudor que adquiere una persona es fruto de la realización de algún acto jurídico o contrato que se regula por el acuerdo entre las partes, que normalmente se relaciona con una operación crediticia, y que adquirida dicha condición, en virtud de los términos debidamente pactados contenidos en el documento que lo instrumenta, la actividad primaria del obligado se debe dirigir a la total satisfacción del crédito mediante el pago efectivo, constituyéndose ésta en la forma natural y directa por la cual se extingue una obligación pecuniaria. Ahora bien, cuando el obligado se encuentra en imposibilidad de pagar efectivamente la prestación bajo los términos y condiciones conforme a las cuales se obligó, puede acudir a las diversas modalidades de extinción de estas encaminadas a cesar sus efectos, como la dación en pago, la novación, la confusión, la prescripción o el evento de la condición resolutoria, entre otras, que *constituyen formas anormales de cancelar una obligación*.

Por su parte, la *dación en pago* permite configurarla como una modalidad extintiva de las obligaciones, y diferenciadora de otras figuras contractuales que, como tales, tienen por objeto contrario: la producción de nuevas obligaciones.

Ahora bien, una vez efectuadas las anteriores apreciaciones generales y bajo el entendido de que su inquietud alude a un crédito individual de vivienda, es del caso que mediante el RDPD se dictaron unas medidas tendentes a aliviar la situación de los deudores de créditos hipotecarios para vivienda, entre las cuales se contempla la figura de la dación en pago como medida sustitutiva de la ejecución hipotecaria.

La regulación contenida en el RDPD permite establecer los caracteres de la *dación en pago*, quedando configurados de la siguiente manera:

i. *carácter subjetivo*⁽¹¹⁾; se debe diferenciar a) el sujeto activo, entendido como aquél que, previo cumplimiento de los requisitos establecidos, puede acogerse a los beneficios de manera tanto directa como indirecta y también el deudor que no encaje en las restricciones establecidas en el RDPD, y b) el sujeto pasivo, la entidad acreedora de la deuda hipotecaria; así:

a) en relación al *sujeto activo* hay que tener en cuenta que su referencia es al deudor persona física resultando 1. **beneficiarios directos** los miembros de la unidad familiar compuesta por el deudor, su cónyuge no separado legalmente o pareja de hecho inscrita y los hijos con independencia de su edad que residan en la vivienda; como 2. **beneficiarios indirectos** los garantes personales del deudor principal y los codeudores que no formen parte de la unidad familiar.

Por su parte, se otorga la posibilidad a la entidad crediticia de aplicar la *dación en pago* a cualquier deudor, permitiendo entender incluido tanto a las personas físicas como a las jurídicas;

b) en relación al *sujeto pasivo* las entidades de crédito y demás entidades que, de manera profesional, realizan la actividad de concesión de préstamos o créditos hipotecarios;

ii. *carácter objetivo* pues recae sobre la *vivienda habitual hipotecada*, permitiendo hacer las siguientes consideraciones:

a) desde la perspectiva jurídico-privada, la habitualidad supone, como elemento fundamental, no la permanencia más o menos larga e ininterrumpida en un lugar determinado, sino la voluntad de establecerse la persona, efectiva y permanentemente en un lugar⁽¹²⁾; la vivienda habitual determina que dicho lugar debe prevalecer sobre otro domicilio eventual;

b) desde una perspectiva jurídico-pública, se considera vivienda habitual del contribuyente la edificación que constituya su residencia durante un plazo continuado de, al menos, tres años y debe ser habitada de manera efectiva y con carácter permanente por el propio contribuyente, en un plazo de doce meses, contados a partir de la fecha de adquisición o terminación de las obras⁽¹³⁾.

(11) Vid. arts. 3 y 5.8 RDPD.

(12) Vid., entre otras, sentencias TS de 28 de noviembre de 1940, de 26 de mayo de 1944, de 27 de septiembre de 1945, de 18 de septiembre de 1947, de 25 de septiembre de 1954 y de 21 de abril de 1972.

(13) Vid. art. 54 Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por

Luego ambas esferas jurídicas entroncan en un punto común; la voluntad de establecimiento en la vivienda con carácter permanente.

- iii. *carácter excepcional*, puesto que el deudor debe encontrarse en *el umbral de exclusión*;
- iv. *carácter potestativo*⁽¹⁴⁾ en su ejercicio, tanto para el deudor como para el acreedor; ahora bien, desde la órbita específica del acreedor y una vez se haya adherido al Código de Buenas Prácticas: a) la entidad estará obligada a aceptar la entrega del bien hipotecado por parte del deudor, a la propia entidad o tercero que ésta designe, y b) se torna en *temporal*; una vez la entidad comunica su adhesión queda obligada por las solicitudes que se produzcan por un plazo de dos años;
- v. *carácter exclusivo*⁽¹⁵⁾; una vez se insta la aplicación del Real Decreto, sus previsiones son de obligado cumplimiento y con carácter de mínimos, pudiendo ser mejoradas por la entidad acreedora;
- vi. *carácter tasado*⁽¹⁶⁾, pues los beneficiarios deben ser deudores de un crédito o préstamo garantizado con hipoteca sobre su vivienda habitual en la que todos los miembros de la unidad familiar —su cónyuge no separado legalmente o pareja de hecho inscrita y los hijos con independencia de su edad que residan en la vivienda— carezcan de rentas derivadas del trabajo o de actividades económicas; que la cuota hipotecaria resulte superior al 60% de los ingresos netos que perciba el conjunto de los miembros de la unidad familiar; que el conjunto de los miembros de la unidad familiar carezca de cualesquiera otros bienes o derechos patrimoniales suficientes con los que hacer frente a la deuda; que se trate de un crédito o préstamo garantizado con hipoteca que recaiga sobre la única vivienda en propiedad del deudor y concedido para la adquisición de la misma; que se trate de un crédito o préstamo que carezca de otras garantías reales; en el caso de que existan codeudores que no formen parte de la unidad familiar que se encuentren a su vez, en el umbral de la exclusión; que las hipotecas constituidas en garantía de préstamos o créditos concedidos para la compraventa de viviendas deben operar en relación al precio de adquisición sin exceder de valores que vienen determinados por el número de población;
- vii. *carácter de mínimo*⁽¹⁷⁾, pues se reconoce expresamente la posibilidad de que pueda ser mejorada por la entidad crediticia;

Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, modificado por el Real Decreto 2004/2009, de 23 de diciembre, por el que se modifica el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, en materia de pagos a cuenta, el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos, aprobado por el Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, y se establecen para 2010 nuevos plazos de renunciaciones y revocaciones al método de estimación objetiva del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y a los regímenes especiales simplificado y de la agricultura, ganadería y pesca del Impuesto sobre el Valor Añadido.

(14) Vid. arts. 5.3.4, 6 y Anexo 3.a) RDPD.

(15) Vid. art. 5 RDPD.

(16) Vid. arts. 3.1 y 5.2 RDPD.

(17) Vid. art. 5.8 RDPD.

- viii. *carácter cumulativo*⁽¹⁸⁾, ya que es exigencia para que opere la dación en pago la concurrencia de todas las circunstancias que determinen el umbral de la exclusión en el deudor;
- ix. *carácter subsidiario*⁽¹⁹⁾, ya que deben haber resultado previamente inviables las medidas de reestructuración y las medidas complementarias;
- x. *carácter sustitutivo*⁽²⁰⁾ de la ejecución hipotecaria;
- xi. *carácter vinculante*⁽²¹⁾, pues pedida la dación en pago, la entidad estará obligada a aceptar la entrega del bien hipotecado por parte del deudor, a la propia entidad o tercero que ésta designe;
- xii. *carácter excluyente*, puesto que no pueden hacer uso de la dación en pago:
 - a) quienes no encajen en los requisitos previamente establecidos;
 - b) en los supuestos que la vivienda se encuentra en procedimiento de ejecución con el anuncio de subasta, o en los que la vivienda esté gravada con cargas posteriores;
 - c) que se trate de un crédito o préstamo gravado por otras garantías, reales o personales siempre y cuando en este último caso, en el garante concurren las siguientes circunstancias: 1. la cuota hipotecaria resulte inferior al 60 % de los ingresos netos que perciba el conjunto de los miembros de la unidad familiar, y 2. que el conjunto de los miembros de su unidad familiar poseen otros bienes o derechos patrimoniales suficientes con los que hacer frente a la deuda;
 - d) cuando el deudor es propietario de más viviendas;
- xiii. *carácter extintivo*⁽²²⁾; supondrá la cancelación total de la deuda garantizada con hipoteca y de las responsabilidades personales del deudor y de terceros frente a la entidad por razón de la misma deuda;
- xiv. *carácter optativo*⁽²³⁾, en tanto en cuanto el deudor puede *pedir a la vez la dación en pago y ocupación de la vivienda en concepto de arrendatario*, quedando entonces el acreedor obligado a permitirle permanecer en ella durante un plazo de dos años;
- xv. *carácter beneficiador suplementario*⁽²⁴⁾, tanto para a) el deudor como b) la entidad acreedora:
 - a) el deudor será objeto de beneficios de *naturaleza impositiva y tributaria* con la cesión de una parte de la plusvalía generada por la enajenación de la vivienda, en contraprestación por la colaboración que éste pueda prestar en dicha transmisión; por su parte, puesto que la entidad tendrá la consideración de *sujeto pasivo sustituto* del contribuyente al adquirir el inmueble, éste no pueda exigir del contribu-

(18) Vid. art. 3.1 RDPD.

(19) Vid. Preámbulo VI RDPD.

(20) Vid. Anexo 3.a) RDPD.

(21) Vid. Anexo 3.a) RDPD.

(22) Vid. Anexo 3.b) RDPD.

(23) Vid. Anexo 3.c) RDPD.

(24) Vid. arts. 9, 10, 11 y Disposición Adicional única.5 RDPD.

yente el importe de las obligaciones tributarias satisfechas; también, estará exenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas la ganancia patrimonial que pudiera generarle. Además de beneficios de *naturaleza económica* al satisfacer una renta anual del 3% del importe total de la deuda en el momento de la dación;

- b) la entidad acreedora tiene derecho a una bonificación en un 50% de los derechos arancelarios notariales y registrales derivados de la cancelación del derecho real de hipoteca; el derecho a reclamar como renta impagada la renta de mercado correspondiente a los meses en los que la vivienda hubiera estado ocupada indebidamente, y el derecho a que el impago de la renta devengará un interés de demora del 20%;
- xvi. *carácter alternativo* (25) de la dación en pago en relación a la reestructuración y a las medidas complementarias siempre y cuando, en el caso de estas últimas, hayan sido solicitadas por el deudor al resultar inviable el plan de reestructuración, dada su situación económico financiera;
- xvii. *carácter temporal limitativo* (26); debe ser solicitado por el deudor dentro del plazo de doce meses desde la solicitud de reestructuración o dentro del plazo de un mes a contar desde la acreditación de la inviabilidad del plan de reestructuración;
- xviii. *carácter imperativo* en su aplicación, en tanto en cuanto, cumplidos sus requisitos normativos establecidos, es de obligada aplicación por parte de la entidad acreedora.

En consecuencia, si la entidad financiera acepta su adhesión⁽²⁷⁾ queda obligado como medida sustitutiva y potestativa del deudor por la dación en pago. Ello permite sostener que en la actualidad sigue sin existir disposición alguna que obligue a las entidades acreedoras a aceptar en dación en pago los inmuebles otorgados en garantía de tales obligaciones por la totalidad del crédito.

IV. Delimitación de la cesión en pago y para pago en el ámbito concursal

Lo dicho anteriormente permite constatar la existencia de un tratamiento jurídico específico y diferenciado a determinadas personas en un situación económica más que incómoda que la crisis económica ha agravado, confirmándose el carácter imprescindible de la necesaria búsqueda de la implicación, eso sí, **potestativa**, de entidades que coadyuvan a tal situación y que sin su colaboración harían francamente imposible que se cumpliera la finalidad práctica de dicho sistema normativo.

Ahora bien, dicha regulación permite abordar su equivalencia normativa en otro entorno, en sede concursal, reformado recientemente y que en el pago de créditos con privilegio

(25) Vid. Anexo 2.a) y 3.a) RDPD.

(26) Vid. Anexo 2.a) y 3.a) RDPD.

(27) Como señala el art. 5.3 RDPD las entidades comunicarán su adhesión a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. En los primeros diez días de los meses de enero, abril, julio y octubre, el Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, mediante resolución, ordenará la publicación del listado de entidades adheridas en la sede electrónica de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y en el Boletín Oficial del Estado.

especial⁽²⁸⁾ ha supuesto la introducción novedosa de la dación en pago y para pago que no se preveía con anterioridad, pero que la práctica y la propia exigencia social constataron que modificaciones como éstas son las necesarias para que, en definitiva, la Ley concursal aporte al instituto del concurso una mayor seguridad jurídica, con la apertura de nuevas vías alternativas que busquen el equilibrio entre la viabilidad de la empresa y la necesaria garantía judicial, el impulso de los medios electrónicos, así como la simplificación y la agilización procesal, sin olvidarse de efectuar una notable mejora de la posición de los trabajadores, tratándose de normalizar el papel del concurso con el que cumple en los países de nuestro entorno, poniendo fin al estigma que hasta ahora lo ha lastrado, y se constituya como un instrumento al servicio de la viabilidad y dinamización de nuestro tejido empresarial⁽²⁹⁾.

Conviene recordar que el artículo 1157 CC atribuye efectos extintivos al pago siempre que concurren los requisitos de integridad e identidad con la prestación convenida, ha de existir una adecuación entre lo pactado y lo realizado, de ahí que no se entienda pagada la deuda, sino cuando completamente se hubiera entregado la cosa o hecha la prestación en la que la obligación consista.

Como formas especiales de pagos se contempla la cesión de bienes —cesión para pago y cesión en pago—. Como se ha señalado, la primera consiste en la entrega de bienes del deudor en provecho del acreedor, para que este aplique el importe a la satisfacción de su crédito, la cesión en cuanto que relación contractual requiere el concurso libre de voluntades del acreedor y deudor, y tendrá el alcance y efectos que expresamente se pacten. Libera al deudor tan solo por el importe líquido de los bienes cedidos, no se transmite la propiedad de los bienes al acreedor, únicamente transfiere la posesión, administración y un mandato para proceder, en beneficio del acreedor, a su venta y pago del crédito.

Ahora bien, la cesión de bienes a los acreedores del art. 1175 CC no debe confundirse con la *cesión en pago*, pues como tuvo buen cuidado de precisar la doctrina del TS⁽³⁰⁾:

- i. la *cesión para pago* implica abandono de los bienes por el deudor en provecho de los acreedores para que estos apliquen su importe líquido a la satisfacción de su crédito; por lo que respecta a la traslación de título real, atribuye la posesión de los bienes con un poder de carácter personal que permite al acreedor efectuar la venta para cobrarse con su importe;
- ii. mientras que en la *cesión en pago*, bien se la catalogue como una venta o bien se la configure como una novación, o se piense incluso que se trata de un acto complejo, pero siempre regulada analógicamente en nuestro Derecho por las normas de la compraventa al carecer de reglas específicas⁽³¹⁾, el crédito que con ella se satisface adquiere la categoría de precio del bien o bienes que se entregan: o con otras palabras se produce una verdadera transmisión del dominio sin restricción ni cortapisa alguna.

(28) Vid. Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (en adelante LRC).

(29) Preámbulo X RLC.

(30) Vid. sentencia TS de 1 de marzo de 1969.

(31) Sólo se encuentran alusiones en los arts. 1521, 1636 y 1849 CC.

Así, en un caso se está en presencia de una *cessio pro solvendo*, pues como dice el legislador, el **pago por cesión** sólo libera al deudor de su responsabilidad por el importe líquido de los bienes cedidos, mientras que en el otro se trata de una *cessio pro soluto* —**cesión en pago**— en el sentido de que la entrega produce automáticamente la extinción de la primitiva obligación.

Dicho esto, procede realizar el análisis de las características específicas de la *cesión en pago* y *para pago* en sede concursal, y, en última instancia, sus equivalencias y diferencias con la figura regulada extraconcursalmente. La RLC⁽³²⁾ en este ámbito permite extraer los siguientes elementos:

- i. *el elemento objetivo*, queda circunscrito, de forma amplia, a bienes y derechos afectos a un crédito de naturaleza especial⁽³³⁾;
- ii. *el elemento subjetivo*, es más amplio que la dación en pago extraconcursal. En este supuesto se extiende a todos los legitimados activamente y pasivamente para instar el proceso concursal;
- iii. *el elemento temporal limitado*; configura su presencia constante el convenio concursal;
- iv. *el elemento condicional*, pues depende de la solicitud previa de la administración concursal o del acreedor con privilegio especial;
- v. *el elemento alternativo*, pues cabe la realización del bien o derecho que se hará en subasta o la solicitud para la cesión en pago o para el pago al acreedor privilegiado o a la persona que él designe;
- vi. *el elemento discrecional*, pues su aplicación depende de la correspondiente autorización y en última instancia decisión discrecional, que no arbitraria, del juez mercantil;
- vii. *el elemento formal*, queda supeditado a la necesaria solicitud previa;
- viii. *el elemento facultativo*, puesto que se puede optar por la cesión en pago o la cesión para pago;
- ix. *el elemento imperativo* una vez obtenida la correspondiente autorización;
- x. *el elemento diferenciador* en lo relativo a la relación contractual de las partes, al aparecer un elemento extraño de la prestación originaria, pues se hace depender su autorización a que pueda ser solicitado por la administración concursal;
- xi. *el elemento sustitutivo* de la realización sobre los bienes o derechos afectos.

Por su parte, los elementos específicos de la *dación en pago* serán los siguientes:

- i. *elemento voluntario*, de la administración concursal o del propio acreedor;
- ii. *elemento potestativo* del acreedor que consiente en recibirla en sustitución de la subasta de los bienes o derechos afectos;
- iii. *elemento liberatorio y extintivo*;

(32) Vid. art. 155.4 LC.

(33) Vid. art. 90 LC.

- iv. *elemento traslativo de dominio*, por el que se transmiten al acreedor determinados bienes o derechos distintos de los debidos; se produce una verdadera transmisión del dominio sin restricción ni cortapisa alguna, se produce con la entrega del bien;
- v. *elemento solutorio*, ya que se realiza una prestación distinta de la debida;
- vi. *elemento especial de pago*, que se realiza con la entrega del bien o derecho;
- vii. *elemento modificador*, al alterar la identidad de la prestación;
- viii. *acto excepcional* de conclusión de la obligación.

En lo que respecta a la *dación para pago* las especificidades en el proceso concursal permite aseverar la presencia de los siguientes elementos:

- i. *elemento voluntario* de la administración concursal o del propio acreedor;
- ii. *elemento potestativo* del acreedor que consiente en recibirla en sustitución de la subasta de los bienes o derechos afectos;
- iii. *elemento liberatorio y extintivo únicamente* en el supuesto de que el bien o derecho sea suficiente para satisfacer íntegramente el crédito;
- iv. *elemento traslativo de la posesión*, pues el concursado mantiene su obligación por el resto del crédito no satisfecho;
- v. *elemento solutorio*, ya que se realiza una prestación distinta de la debida;
- vii. *elemento modificador*, al alterar la identidad de la prestación;
- viii. *elemento excepcional* de conclusión de la obligación si la prestación es satisfecha íntegramente.

Luego el reconocimiento de la *dación en pago y para pago* en el proceso concursal queda igualmente delimitado y limitado a determinados requisitos que circunscriben su utilización a concretas parcelas subjetivas y objetivas y que sin duda mantienen su grado de excepcionalidad y especialidad. Su observancia no es imperativa, pues en última instancia se hace depender de la autorización judicial, que no queda vinculada ni por la previa solicitud de la administración concursal ni por la del propio acreedor con crédito especial.

V. Conclusiones

La situación de crisis económica actual ha hecho aflorar y convertir en exigencias latentes situaciones que antaño se daban en nuestro ámbito jurídico con carácter esporádico. En esta cadena económica son tan importantes las entidades que inyectan capital como el consumidor en sentido estricto; es por ello que resulta imprescindible que cualquier medida que se adopte en todos los ámbitos tendentes a mejorar esta situación actual no pierda de vista esta realidad que la práctica ha constatado absolutamente necesaria.

El legislador recientemente parece haber pretendido lo anterior, con la RLC y con el RDPD. Ambas normas aproximan una misma realidad a parcelas jurídicas distintas pero que atienden a un mismo concepto: la dación en pago y la cesión en pago.

Primera. Toda dación en pago constituye un modo anormal de extinción del crédito, fundamentada en la extinción de la deuda mediante una prestación distinta a la pactada ori-

ginalmente (*pro soluto*) entre el deudor y el acreedor, permitiendo entenderla como: i. *acto voluntario* del deudor a favor del acreedor; ii. *acto potestativo* del acreedor que consiente en recibirla en sustitución de la prestación inicial; iii. *acto liberatorio y extintivo* una vez es aceptado por el acreedor; iv. *acto negocial formal*; v. *acto indistinto* al permitir la extinción de todo tipo de obligaciones con indiferencia de su origen; vi. *acto finalista*, puesto que se pretende facilitar a los acreedores la satisfacción de los créditos; vii. *acto traslativo de dominio*; viii. *acto solutorio*, ya que se realiza una prestación distinta de la debida (*aliud pro alio*); ix. *acto especial de pago*; x. *acto formal*, en cuanto exige el consentimiento del acreedor; xi. *acto modificador*, al alterar la identidad de la prestación; xii. *acto de regulación atípica*; xiii. *acto de asimilación* con otras convenciones, como la compraventa y la novación; xiv. *acto extintivo* como cumplimiento de la obligación; xv. *acto de ejecución* necesario para la transmisión de la propiedad; xvi. *acto sustitutivo* de pago; xvii. *acto excepcional* de conclusión de la obligación.

Segunda. Ahora bien, no debe confundirse, por el contrario, con una dación para pago o *datio pro solvendo*, que sí tiene expresión normativa en el artículo 1175 CC y se configura como negocio jurídico por el cual el deudor propietario transmite la posesión de sus bienes y la facultad de proceder a su enajenación con mayor o menor amplitud de facultades, pero con la obligación de aplicar el importe obtenido en dicha enajenación al pago de las deudas contraídas por el cedente, sin extinción del crédito en su totalidad, pues el deudor sigue siendo el adjudicatario en la parte del crédito a que no hubiese alcanzado el importe líquido el bien o bienes cedidos.

Tercera. La regulación contenida en el RDPD permite establecer los caracteres de la *dación en pago* y que lo configuran como mecanismo liberatorio de la deuda hipotecaria: i. *carácter subjetivo*, diferenciando: a) el sujeto activo y b) el sujeto pasivo; ii. *carácter objetivo*, pues recae sobre la vivienda habitual hipotecada; iii. *carácter excepcional*, puesto que el deudor debe encontrarse en el umbral de exclusión; iv. *carácter potestativo* en su ejercicio tanto para el deudor como para el acreedor; ahora bien, desde la órbita específica del acreedor, y una vez se haya adherido al Código de Buenas Prácticas: a) la entidad estará obligada a aceptar la entrega del bien hipotecado por parte del deudor, a la propia entidad o tercero que ésta designe, y b) se torna en *temporal*, pues una vez la entidad comunica su adhesión queda obligada por las solicitudes que se produzcan por un plazo de dos años; v. *carácter exclusivo*, en tanto una vez se insta la aplicación del Real Decreto, deben ser de aplicación las previsiones en él contenidas con carácter de mínimos, pudiendo ser mejoradas por la entidad acreedora; vi. *carácter tasado*, en cuanto al listado de requisitos; vii. *carácter de mínimo*, pues se reconoce expresamente la posibilidad de que pueda ser mejorada por la entidad crediticia; viii. *carácter cumulativo*; ix. *carácter subsidiario*, ya que deben haber resultado previamente inviables las medidas de reestructuración y las medidas complementarias; x. *carácter sustitutivo* de la ejecución hipotecaria; xi. *carácter vinculante* pues, pedida la dación en pago, la entidad estará obligada a aceptar la entrega del bien hipotecado por parte del deudor, a la propia entidad o tercero que ésta designe; xii. *carácter excluyente*; xiii. *carácter extintivo*, pues supondrá la cancelación total de la deuda garantizada con hipoteca y de las responsabilidades personales del deudor y de terceros frente a la entidad por razón de la misma deuda; xiv. *carácter optativo*, en tanto en cuanto, pedida a la vez la dación en pago y la ocupación de la vivienda en concepto de arrendatario, el

acreedor viene obligado a permitirle permanecer en ella durante un plazo de dos años; xv. *carácter beneficiador suplementario*, tanto para a) el deudor como b) la entidad acreedora; xvi. *carácter alternativo* a la reestructuración y a las medidas complementarias siempre y cuando, en el caso de estas últimas, hayan sido solicitadas por el deudor para los que el plan de reestructuración resulte inviable dada su situación económico financiera; xvii. *carácter temporal limitativo*, en tanto debe ser solicitado por el deudor dentro del plazo de doce meses desde la solicitud de reestructuración o dentro del plazo de un mes a contar desde la acreditación de la inviabilidad del plan de reestructuración; xviii. *carácter imperativo* en su aplicación, en tanto en cuanto, cumplidos sus requisitos normativamente establecidos, es de obligada aplicación por parte de la entidad acreedora.

Cuarta. Por su parte, el análisis de las características específicas de la *cesión en pago y para pago* en sede *concurzal* permiten extraer sus elementos configuradores; i. *el elemento objetivo*; queda circunscrito, de forma amplia, a bienes y derechos afectos a un crédito de naturaleza especial; ii. *el elemento subjetivo*; es más amplio que la dación en pago extraconcurzal, y se extiende a todos los legitimados activos y pasivos en el proceso concursal; iii. *el elemento temporal limitativo*, configura su presencia constante el convenio concursal; iv. *elemento condicional*, pues depende de la solicitud previa de la administración concursal o del acreedor con privilegio especial; v. *elemento alternativo*, pues cabe la realización del bien o derecho que se hará en subasta o la solicitud para la cesión en pago o para el pago al acreedor privilegiado o a la persona que él designe; vi. *elemento discrecional*, pues su aplicación depende de la correspondiente autorización y en última instancia decisión discrecional del juez mercantil, que no arbitraria; vii. *elemento formal*; quedando supeditado a la necesaria solicitud previa; viii. *elemento facultativo*, puesto que se puede optar por la cesión en pago o la cesión para pago; ix. *elemento imperativo*, una vez obtenida la correspondiente autorización; x. *elemento diferenciador* en lo relativo a la relación contractual de las partes, al aparecer un elemento extraño de la prestación originaria, pues se hace depender su autorización de la solicitud que pueda realizar la administración concursal; xi. *elemento sustitutivo* de la realización sobre los bienes o derechos afectos.

Quinta. Las especialidades de la *dación en pago* concursal se manifiestan a través de los siguientes elementos: i. *elemento voluntario*; ii. *elemento potestativo*; iii. *elemento liberatorio y extintivo*; iv. *elemento traslativo de dominio*; v. *elemento solutorio*; vi. *elemento especial de pago*; vii. *elemento modificador* al alterar la identidad de la prestación; viii. *acto excepcional* de conclusión de la obligación.

Sexta. Por su parte, en lo que respecta a la *dación para pago*, sus especificidades concursales se manifiestan por medio de los siguientes elementos; i. *elemento voluntario*; ii. *elemento potestativo* del acreedor que consiente en recibirla en sustitución de la subasta de los bienes o derechos afectos; iii. *elemento liberatorio y extintivo*, únicamente en el supuesto que el bien o derecho sea suficiente para satisfacer íntegramente el crédito; iv. *elemento traslativo de la posesión*; v. *elemento solutorio*; vii. *elemento modificador*; y viii. *elemento excepcional* de conclusión de la obligación.

María del Pino Domínguez Cabrera
Profesora de Derecho Mercantil
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

VAN HUFFEL, M., «Le règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit. De nouvelles compétences – de pleine juridiction en matière d’amendes – pour le Tribunal et la Cour de justice de l’Union européenne qui suscitent quelques interrogations», en *Euredia* n.º 4 (2011), p. 487.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

BERTHET, K., «Taxe sur les transactions financières dans l’Union européenne. La proposition de directive du 28 septembre 2011», en *Euredia* n.º 4 (2011), p. 451.

DE VINCELLES, C.A., «Droit européen des obligations (août-juillet 2011)», en *Revue Trimestrielle de Droit Européen* n.º 3 (2011), p. 615.

JANSEN, R., «The European Financial Stability Facility (EFSF) and the European Stability Mechanism (ESM) – A Legal Overview», en *Euredia* n.º 4 (2011), p. 417.

KOHLER, C./PUFFER-MARIETTE, J.-H., «Unionsrecht und Privatrecht: Zur Rechtsprechung des EuGH im Jahr 2010», en *Zeitschrift für europäisches Privatrecht* n.º 4 (2011).

THIBAUT TROCADO, S., «A libre prestação de serviços no sector bancário», en *Rivista da Banca* n.º 70 (2010), p. 57.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

ADDANTE, A., «Rapporti di impresa e responsabilità sociale», en *Rivista di Diritto Privato* n.º 2 (2011), p. 229.

VERGER, A./QUÉRAN, F., «Les banques et la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE)», en *Euredia* n.º 4 (2011), p. 441.

— CAJAS DE AHORROS

PEÑAS MOYANO, M.^a J., «El régimen jurídico del cambio de las cajas de ahorros españolas», en *Revista Jurídica de Economía Social y Cooperativa* n.º 22 (2011), p. 9.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., «El reparto de competencias en materia financiera en la Doctrina del Tribunal Constitucional. Especial consideración a las Cajas de Ahorros», *Cizur Menor* (2008), 440 pp.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

NODOUSHANI, M., «Stille Einlagen im Lichte von Basel III», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 42 (2011), p. 1995.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

LEMME, G., «Il sistema bancario giapponese: spunti comparatistici», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.^a (2011), p. 502.

— CONTRATOS BANCARIOS

ANDREEVA, A., «Resolución extrajudicial de conflictos relacionados con los contratos con consumidores celebrados en los mercados finan-

cieros internacionales», en *Revista de Arbitraje Comercial y de Inversiones* n.º 3 (2011), p. 551.

CAPOBIANCO, E./LONGOBUCCO, F., «La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari», en *Contratto e Impresa* n.º 4-5 (2011), p. 1142.

D'ACUNTO, L., «L'azione di clase dell'art. 140 bis. C. cons.: quale innalzamento della tutela dei consumatori?», en *Contratto e Impresa* n.º 4-5 (2011), p. 1103.

DESARIO, M.S., «Profili d'impatto delle decisioni dell'Arbitro Bancario Finanziario sugli intermediari», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2011), p. 492.

DOMÍNGUEZ ROMERO, J. «La fiscalización de los elementos esenciales del contrato celebrado con consumidor: ¿fin de una controversia?», en *Revista de Derecho Patrimonial* n.º 27 (2011), p. 155.

FLORIS, A., «Sulla nozione di “sofferenza” ai fini della segnalazione alla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2011), p. 654.

FUGARDO ESTIVILL, J.P.M., «El Reglamento (CE) número 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la Ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I). Especial referencia a las transacciones inmobiliarias y sus requisitos de derecho material y formal» (Primera Parte), en *Revista Jurídica del Notariado* n.º 77 (2011), p. 113.

GIRAUD, A., «European Retail banking services: 2011 was a year of consultation, 2012 will be a year of negotiation», en *Euredia* n.º 4 (2011), p. 457.

GONÇALVES MARQUES, A., «Supervisão comportamental bancária: da supervisão à protecção do cliente bancário», en *Rivista da Banca* n.º 70 (2010), p. 5.

GRAF VON WESTPHALEN, F., «Das optionale Europäische Kaufrecht: eine Chance für Verbraucher und Unternehmer?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 42 (2011), p. 1985.

MAFFEIS, D., «Contratti derivati», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2011), p. 604.

MERZ, C./RÖSLER, P., «Immobilienfinanzierungen nach neuem Verbraucher kreditrecht», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 50 (2011), p. 2381.

MONTALENTI, P., «La operazioni con parti correlate», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2011), p. 319.

MORERA-GUSTAVO OLIVIERI, U./FERRO-LUZZI, F., «Due pareri sull'art. 8, comma 5º, lett. f) e g), d.l. n. 70/2011», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2011), p. 480.

NIGRO, A., «La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in crisis», *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2011), p. 305.

SALANITRO, N., «Obblighi informativi e oneri probatori», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2011), p. 417.

SANTONI, G., «Le centrale d'allarme interbancaria a un decenio della sua introduzione», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2011), p. 553.

SCOTTI CAMUZZI, S., «Attività di rischi delle banche nelle relazioni con soggetti correlati e disciplina dei conflitti di interessi», en *Contratto e Impresa* n.º 3 (2011), p. 734.

SIMPSON, R., «“On ne peut qu'être pour”. Proposals of Consumers International to the G20, for reform of consumer protection in financial services», en *Euredia* n.º 4 (2011), p. 425.

SOLANA ÁLVAREZ, J., «El tratamiento de los contratos swap de tipos de interés en el concurso: ¿un problema de incentivos?», en *De-recho de los Negocios* n.º 255 (2011), p. 23.

TARANTINO, A., «Caveat emptor: polizze index linked e garanzia di restituzione del capitale alla scadenza», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2011), p. 617.

TROISI, A., «Le operazioni con parti correlate in ambito bancario e finanziario», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2011), p. 649.

WASTL, U., «Gesamtschuldnerausgleich zwischen Banken, Initiatoren und weiteren Dienstleistern auf der Produktseite bei einer Haftung gegenüber Anlegern», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 48 (2011), p. 2277.

— CUENTA CORRIENTE

FIORANI, L.E., «Brevi osservazioni sull'approvazione dell'estratto conto», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2011), p. 487.

RUBINO DE RITIS, M., «La cointestazione del conto corrente bancario nell'interesse di uno solo dei contitolari», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2011), p. 469.

SCANO D., «Operazioni in conto corrente ed obblighi di monitoraggio della banca», *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2011), p. 605.

— DESCUENTO

GRIMALDOS GARCÍA, M.ª I., «El contrato de confirming», Granada (2011), 155 pp.

— PRÉSTAMO

FERNÁNDEZ DE VILLAVICENCIO ÁLVAREZ-OSSORIO, M.ª C., «Pago de las cuotas del préstamo hipotecario que grava la vivienda familiar: su consideración o no como carga del matrimonio», en *Revista de Derecho Patrimonial* n.º 27 (2011), p. 307.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BLANDINI, A., «Note minime sulle novelle in materia di garanzie bancarie», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2011), p. 572.

CERDEIRA BRAVO DE MANSILLA, G., «Validez y eficacia del pacto de extensión de hipoteca a las nuevas edificaciones hechas sobre finca hipotecada», en *Revista de Derecho Patrimonial* n.º 27 (2011), p. 331.

CUCCOVILLO, M., «La natura della polizza fideiussoria dopo le Sezioni unite», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2011), p. 574.

GIBIRILA, D., «La société caution», en *Revue des Sociétés* n.º 12 (2011), p. 663.

GONZÁLEZ GONZÁLEZ, M.J., «La adjudicación de inmuebles en subasta judicial», en *Revista Derecho de los Negocios* n.º 256 (2012), p. 7.

KAISER, T., «Ist eine kündbare Patronatserklärung geeignet, die Überschuldung gem. § 19 InsO zu beseitigen?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 45 (2011), p. 2136.

LYNCH, S., «The European Commission's proposal for a directive on residential mortgages. A knee-jerk reaction to the financial crisis or a genuine attempt to enhance the single market?», en *Euredia* n.º 4 (2011), p. 435.

— OTROS SERVICIOS FINANCIEROS.
TARJETA DE CRÉDITO

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., «La utilización fraudulenta de las tarjetas de pago», *Cizur Menor* (2011), 230 pp.

Contrato de leasing

GALICIA AIZPURÚA, G.H., «Fiducia «cum creditore» mandato para adquirir y leasing», en *Revista de Derecho Privado* n.º 9-10 (2011), p. 33.

MORENO SÁNCHEZ-MORALED A., «Carácter concursal de los créditos dimanantes de leasing por cuotas anteriores y posteriores a la declaración de concurso de arrendataria financiera, durante la vigencia del contrato», en *Revista de Derecho Patrimonial* n.º 27 (2011), p. 189.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO
EN MATERIA BURSÁTIL
EN OTROS PAÍSES DE LA UE

AUSTMANN, A., «Wahlverfahren bei mehreren für einen Aufsichtsratssitz vorgeschlagenen Kandidaten», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 22 (2011), p. 805.

BUNZ, T., «Die Business Judgment Rule bei Interessenkonflikten im Kollegialorgan», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 33 (2011), p. 1294.

CARR, I./OUTHWAITE, O., «Controlling Corruption through Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: Theory and Practice», en *Journal of Corporate Law Studies* n.º 2 (2011), p. 299.

CESARINI, F., «La Borsa e la crisi. Alcune considerazioni dall'esperienza italiana», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2011), p. 471.

FLICK, G.M., «Dall'andante con moto all'adagio ma non troppo e viceversa (Variazioni sul tema del diritto penale dell'economia)», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2011), p. 424.

GARRIDO DE PALMA, V.M., «El Consejo de Administración de la Sociedad Anónima», en *Revista Jurídica del Notariado* n.º 77 (2011), p. 205.

MALHERBE, P., «Les "actions dorées" et le droit communautaire», en *Revue Pratique des Sociétés* 3.º trimestre (2010), p. 383.

MONTALENTI, P., «Controlli societari: recenti riforme, antichi problemi», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2011), p. 535.

NEUHAUS, M./GELLIBEN, G., «Drittvergütungen für Aufsichtsratsmitglieder», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 35 (2011), p. 1361.

PIERPONT, G., «L'importance du capital – Évolutions récents du Code des sociétés», *Revue Pratique des Sociétés* 3.º trimestre (2010), p. 343.

PRIESTER, H.-J., «Interessenkonflikte im Aufsichtsratsbericht: Offenlegung versus Vertraulichkeit», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 44 (2011), p. 2081.

ROGER, T., «Aktionärsklagen bei nicht-publizierter Kodexabweichung», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 6 (2011), p. 746.

SAGAN, A./HÜBNER, L., «Die Sozialversicherungspflicht von Vorstandsmitgliedern in- und ausländischer Aktiengesellschaften», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 23 (2011), p. 852.

SCARPA, D., «Controllo societario nel fenomeno dei gruppi tra contrattualismo e interesse sociale», en *Contratto e Impresa* n.º 3 (2011), p. 656.

SCHANZ, K.-M., «SPCs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 36 (2011), p. 1407.

SCHMITZ, B.-W., «Entwicklungen der Rechtsprechung zum KapMuG», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 31 (2011), p. 1201.

SPINDLER, G., «Richtsfolgen einer unangemessenen Vorstandsvergütung», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 20 (2011), p. 725.

STROHN, L., «Organhaftung im Vorfeld der Insolvenz», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 30 (2011), p. 1161.

SUSTMANN, M./SCHMIDT-BENDUN, R., «Der Referentenentwurf zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG)», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 31 (2011), p. 1207.

TOMASIC, R./AKINBAMI, F., «The Role of Trust in Maintaining the Resilience of Financial Markets», en *Journal of Corporate Law Studies* n.º 2 (2011), p.369.

UHLMANN, F., «Berufsverbot nach Art. 33 FINMAG», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 5 (2011), p. 437.

VELTE, P., «Direktzugriff des Aufsichtsrats auf die Interne Revision – Ausnahme- oder Re-

gelfall?», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 36 (2011), p. 1401.

WEBER-REY, D./BUCKEL, J., «Best Practice Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex und die Business Judgement Rule», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 23 (2011), p. 845.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

ARSOUZE, C., «Conditions de la régularité des autions effectuées au cours d'une enquête de l'Autorité des marchés financiers, Com. 24 mai 2011», en *Revue des Sociétés* n.º 1 (2012), p. 48.

CAMPBELL, R.B. Jr., «The Wreck of Regulation D: The Unintended (and Bad) Outcomes for the SEC's Crown Jewell Exemptions», en *The Business Lawyer* n.º 4 (2011), p. 919.

NOBEL, P., «Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2010 bis Mitte 2011», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 5 (2011), p. 475.

WYMEERSCH, E., «Europe's New Financial Regulatory Bodies», en *Journal of Corporate Law Studies* n.º 2 (2011), p. 443.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

CORRIAS, P., «L'assicurato-investitore: prodotti, offerta e responsabilità», en *Assicurazioni* n.º 3 (2011), p. 385.

FARRAR, J.H./WATSON, S., «Self-dealing, Fair Dealing and Related Party Transactions-History, Policy and Reform», en *Journal of Corporate Law Studies* n.º 2 (2011), p. 495.

GIRINO, E., «Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.^a (2011), p. 509.

GRAF, M., «Zur Rechtsprechung – Voraussetzlich dauernde Wertminderung bei festverzinslichen Wertpapieren», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 34 (2011), p. 1334.

JOHNSTON, A., «Corporate Governance is the Problem, Not the Solution: a Critical

Appraisal of the European Regulation on Credit Rating Agencies», en *Journal of Corporate Law Studies* n.º 2 (2011), p. 395.

MANN, M.E., «Zur kollektiven Durchsetzung von Ansprüchen geschädigter Kapitalanleger mittels BGB-Gesellschaften», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 50 (2011), p. 2393.

PIRAS, A., «Operazioni inadeguate su derivati e dichiarazione di operatore qualificato: tutela dell'investitore ex art. 700 c.p.c.», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.^a (2011), p. 513.

RENZULLI, V., «La rilevanza della negligenza dell'investitore tra effettività della tutela e violazione delle regole di condotta», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.^a (2011), p. 401.

SCARONI, C., «La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori», en *Contratto e Impresa* n.º 3 (2011), p. 765.

— OPAS

GIAMPIERI, A., «Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni», *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2011), p. 412.

MIRANDA SERRANO, L.M., «La oferta pública de contrato: entre la solución vienesa y el criterio tradicional español», en *Revista de Derecho Patrimonial* n.º 27 (2011), p. 69.

RAINELLI, P., «OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 4 (2011), p. 621.

SÖHNER, M., «Leveraged-Buy-outs und Kapitalschutz», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 44 (2011), p. 2085.

SÜBMANN, R., «Unerwünschte Übernahmen», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 33 (2011), p. 1290.

TUCCI, A., «Il Tribunale di Milano e la violazione dell'obbligo di oferta pubblica di acquisto: un passo avanti e due indietro?», en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.^a, (2011), p. 597.

VOLKOVA, H., «Action de concert et contrôle conjoint», en *Revue Pratique des Sociétés* 4º trimestre (2010), p. 477.

WERNICKE, T., «Die Befreiung vom Pflichtangebot auf Grund höheren Stimmrechtsanteils Dritter», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 36 (2011), p. 1404.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

NRELLOCHS, M., «Die Auslegung der kapitalmarktrechtlichen Melde- und Zurechnungsnormen im Licht der BGH-Rechtsprechung», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 47 (2011), p. 2225.

SCHÜRNBRAND, J., «Wider der Verzicht auf die gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 31 (2011), p. 1213.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

BODELLINI, M., «I fondi comuni di investimento chiusi di diritto sammarinese», *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2011), p. 381.

GENTILONI SILVERI, F., «Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2011), p. 432.

LEMMA, V., «Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2011), p. 423.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

ARDIZZONE, L., «Le azioni proprie nella fusione en ella scissione», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2011), p. 532.

CENNERAZZO, S., «Sui rapporti tra il divieto di accordare prestiti per la sottoscrizione di partecipazioni proprie e la renuncia della società a proseguire un'azione giudiziale», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2011), p. 553.

CONFORTINI, C., «Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico», en *Contratto e Impresa* n.º 4-5 (2011), p. 978.

GÄTSCH, A./BRACHT, H., «Die Behandlung eigener Aktien im Rahmen der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21, 22

und 26a WpHG», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 22 (2011), p. 813.

NJOYA, W., «Employee Ownership in the European Company: Reflexive Law, Reincorporation and Escaping Co-determination», en *Journal of Corporate Law Studies* n.º 2 (2011), p. 267.

OBLIGACIONES

CAPOTORTO, M., «La prova in giudizio del preaviso di revoca di sistema comunicato a mezzo lettera raccomandata», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2011), p. 634.

ORDEÑANA GEZURAGA, I., «¿Es posible interponer declinatoria por sumisión de la cuestión litigiosa a arbitraje en el juicio cambiario (Artículo 819-827 LEC)?», en *Revista de Arbitraje Comercial y de Inversiones* n.º 3 (2011), p. 857.

RECENSIONES

TÍTULO: LA DISCIPLINA DE LA INFORMACIÓN PREVISTA POR LA NORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES: UN CAUCE PARA LA SEGURIDAD JURÍDICA DEL INVERSOR ANTE LA ACTUAL CRISIS ECONÓMICA

Autor: Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda. Editorial Universidad de Granada (2011). 162 pp.

Es de sobra conocida la importancia que tiene la información en los mercados de instrumentos financieros, porque los valores negociables y, en general, los instrumentos financieros que se negocian en aquellos mercados son bienes de segundo grado cuyo valor económico solo puede apreciarse en su justa medida —a efectos de decidir la inversión o la desinversión— tras un proceso de acopio y procesamiento del enorme caudal de información disponible sobre sus emisores, sobre los propios valores (acciones, obligaciones, etc.) y sobre los mercados en los que cotizan. Ello es así hasta el punto de que podríamos decir que el mercado de valores es un sistema cibernético en el que el objeto que se compra y se vende —y que hace ricos a unos y pobres a otros— es, en el fondo, información sobre procesos futuros de inversión, de tal manera que los valores son las «coartadas» o los instrumentos que permiten que esa información sea susceptible de negociación. Lo anterior es especialmente cierto en esta época sombría para los mercados financieros internacionales que viven sumidos en una grave crisis financiera global desde el verano del año 2007.

Por ello, resulta especialmente interesante y oportuno el libro de la Profesora Rojo, que aborda los aspectos regulatorios de la información sobre la base de un esquema claro que le permite presentar los múltiples aspectos de la información financiera ordenados en función de los distintos sujetos que operan en el mercado de valores. Así, tras una introducción en la que ubica la información financiera en el contexto de la presente crisis económica, se ocupa, en el capítulo II, de la información como principio relacionado con los emisores, abordando las obligaciones informativas de éstos conforme a la regulación del mercado primario de valores y en general de las normas de conducta que le son aplicables. El capítulo III se ocupa de la información como principio relacionado con los intermediarios financieros desde dos perspectivas: en primer lugar, la interna de las obligaciones informativas en el seno del negocio jurídico realizado con el cliente-inversor, y ello tanto en la fase precontractual o de formación del contrato como en la fase contractual o de ejecución de los contratos, así como en la fase postcontractual o de liquidación de los mismos. En segundo lugar, la perspectiva externa de las obligaciones informativas de los intermediarios establecidas en el sistema de organización de los mercados. El capítulo IV se ocupa de la información como principio relacionado con las sociedades cotizadas y ordena las obligaciones informativas de estas por referencia al régimen de sus acciones, al régimen de transparencia contable, financiera y política y a la aplicación de las normas de conducta. El capítulo V se ocupa de la información como principio relacionado con la CNMV, exponiendo sus principios de actuación y las facultades de recabar información en los términos de los arts. 84 y 85 de la LMV.

El estudio acaba con una conclusión sobre las funciones que cumple la información en los mercados de instrumentos financieros y que justifican que nuestro Ordenamiento imponga deberes informativos a los sujetos que operan en los mercados de instrumentos financieros.

Alberto Javier Tapia Hermida
Catedrático (Acr.) de Derecho Mercantil

CRITERIOS ORIENTADORES PARA LOS COLABORADORES DE LA *REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL*

La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* publica, con una periodicidad trimestral, trabajos originales que contribuyan a dar a conocer al mundo académico y profesional las últimas aportaciones en materia de derecho bancario y bursátil, que sirvan de apoyo a las investigaciones que se realicen en este campo y garanticen el impacto de la Revista en el ámbito académico. Los trabajos en ella recogidos reflejan los puntos de vista de las personas o instituciones que los suscriben y no representan la opinión de la Dirección o Redacción de la Revista. Las opiniones en ella vertidas son responsabilidad exclusiva de sus autores y la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* declina cualquier responsabilidad derivada de los mismos.

El envío de originales supone la aceptación expresa de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para reseñas deberán remitirse a la sede de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (c/ Quintana, 2, 2.º, 28008 MADRID), en caso de correo postal, o bien, a la dirección de correo electrónico: <rdbb@sanchezcalero.com>, a la atención de Mari Carmen Amor.
2. En caso de su envío por correo postal, los originales deberán presentarse, por medio de un texto impreso, acompañado del correspondiente soporte informático (Microsoft Word).
3. La recepción de los trabajos no implica compromiso alguno para su publicación. La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* se reserva el derecho preferente de publicar los artículos enviados, presumiendo que los mismos son inéditos y no se encuentran sometidos a evaluación por ninguna otra publicación.
4. El Consejo de Redacción de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, tras una preselección de los artículos recibidos, someterá los mismos a la revisión de dos árbitros anónimos y externos. Se comunicará a los autores la aceptación o no de los artículos y, si es caso, las indicaciones o sugerencias que los evaluadores hayan efectuado y el autor deba incorporar, indicándole asimismo el volumen y número en que se prevé la efectiva publicación del artículo.
5. Por regla general, los trabajos no superarán las 40 páginas a doble espacio, numeradas correlativamente. El tamaño de letra utilizado será del 12, y deberán ir precedidos de una hoja en la que figure el título del trabajo, el nombre del autor (o autores), situación académica y, en su caso, nombre de la institución científica a la que pertenecen.
6. El trabajo deberá ir acompañado igualmente, de un resumen de su contenido (de 100 a 125 palabras) y de 4 a 6 palabras clave, todo ello tanto en castellano como en inglés. Si el autor no incluyera el resumen en inglés, aceptará la traducción rea-

lizada por la Revista. A continuación deberá incluirse un «Sumario» que permita identificar los distintos epígrafes y apartados del original.

7. Los trabajos destinados a la Sección «Jurisprudencia», además de contar con el contenido recogido en los números 5 y 6 anteriores, deberán ir precedidos de la cita textual o parcial (en los términos relevantes para el comentario) de los fundamentos de Derecho de la sentencia comentada.
8. Las notas se incorporarán a pie de página, y si se trata de referencias bibliográficas, aun cuando se mencione el autor en el texto, deberán guardar una numeración única y correlativa para todo el trabajo, debiendo acomodarse a la norma ISO 692/1987:
 - **LIBRO:** AUTOR, *Título de la publicación*, núm. Edición, lugar de publicación, editor, año, página (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, pp. 15 y ss.).
 - **ARTÍCULO:** AUTOR, «Título de artículo», *Título de la fuente (revista u obra colectiva)*, número, año, páginas (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., «De nuevo sobre la regulación de los grupos de sociedades», *RDBB*, núm. 77, 2000, pp. 7 y ss.).
9. El autor podrá auto-archivar en el Repositorio de su Institución la versión ya evaluada y aceptada por la Revista transcurridos 12 meses desde su publicación.