

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario. *Antonio Robles Martín-Laborda* 9
- La regulación de los títulos valores emitidos individualmente en soporte electrónico. *Manuel Alba Fernández* 39
- La penúltima reforma del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas. La adecuación del Derecho español a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 y otras modificaciones. *Esther Hernández Sainz* .. 69

CRÓNICA

- Práctica y crítica de las obligaciones de las entidades de crédito respecto de sus clientes en prevención del blanqueo de capitales. *María Isabel Huerta Viesca* 117
- Rescate de entidades financieras y ayudas estatales. Una necesaria relectura del caso *Credit Lyonnais* a la luz de la actual crisis mundial. *José Antonio Rodríguez Miguez* 141
- La suplantación de identidad en el ámbito electrónico y la defraudación de la banca electrónica. *Diego Cruz Rivero* 191

JURISPRUDENCIA

- Presupuestos y fundamento jurídico de la impugnación de acuerdos sociales por incumplimiento de pactos parasociales. *David Pérez Millán* 231

NOTICIAS

1. Sentencia del TJCE sobre la utilización de información privilegiada. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	261
2. Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI): su regulación por la Ley 11/2009. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	264
3. Mujeres en los consejos de administración: el Informe de Gobierno Corporativo de la CNMV de 2008. <i>María Isabel Huerta Viesca</i>	268
4. Gran Bretaña: exigencia de información sobre reclamaciones recibidas. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	272
5. Nueva Circular aplicable a las sociedades de tasación. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	273
6. Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pago: transposición en España del régimen comunitario armonizado. <i>Ana García Rodríguez</i> ..	273
7. Plan de actividades de la CNMV para 2010. <i>Juan Sánchez-Calero</i> ...	278
8. Dictamen del Banco Central Europeo sobre las propuestas de reglamentos que afectan a las nuevas autoridades europeas en materia financiera. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	280
9. Gran Bretaña: hacia una mayor concreción en las medidas de gobierno corporativo. <i>Fernando Barco</i>	280
10. Propuesta de actualización del Código Unificado de Buen Gobierno. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	281
11. La Directiva 2009/138/CE de seguros (Solvencia II). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	282
12. Nueva Circular para establecimientos de cambio de moneda. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	288
13. Informe de la <i>Task Force</i> emitido por el Comité de Gobierno Corporativo de la Sección de Derecho Mercantil de la <i>American Bar Association</i> (ABA) sobre delimitación de funciones y responsabilidades en las grandes empresas. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	289
14. Modificaciones legislativas que afectan a los mercados financieros en la futura Ley de Economía Sostenible. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	290
15. Estudio sobre la retribución de los consejeros independientes. <i>Elisa Lucas Martín</i>	292

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	301
--------------------	-----

RECENSIONES

— Agustín MADRID PARRA, <i>Legislación bancaria y del mercado de valores</i> , por Juan Luis PULIDO BEGINES	309
— Miguel IRIBARREN BLANCO, <i>La responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas (su aplicación en los mercados secundarios de valores)</i> , por Leopoldo José PORFIRIO CARPIO .	313

ARTÍCULOS

ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VALORES DEPOSITADOS EN UN INTERMEDIARIO

ANTONIO ROBLES MARTÍN-LABORDA (*)

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Carlos III de Madrid*

RESUMEN

Tradicionalmente, los valores han sido representados mediante un documento, de tal modo que los derechos frente al emisor resultaban incorporados en un papel, siendo transmisibles mediante la entrega física del mismo. En los modernos mercados de valores, la tenencia de valores negociables implica la constitución de una cadena de intermediarios: generalmente —y en todo caso cuando se trata de valores negociados en un mercado organizado— los valores son representados electrónicamente mediante una anotación contable. El objeto de este trabajo es trazar las líneas básicas del proceso de desmaterialización de los valores negociables, así como plantear algunas cuestiones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario.

Palabras clave: Valores depositados en un intermediario, sistemas de tenencia directa y de tenencia indirecta.

ABSTRACT

Traditionally, securities have been represented by means of a physical document; the contractual claim vis à vis the issuer is incorporated into a piece of paper and transferable by physical delivery. In modern securities markets, investment securities are held through a chain of intermediaries: securities are mostly —and mandatorily when they are going to be listed in a regulated market— represented by means of an electronic book entry. The main purpose of this contribution is to draw an outline of the process of dematerialization of investments securities, and to frame some questions about the juridical substance of the asset held by an investor who no longer has control of those securities, but holds them through an intermediary.

Key words: Intermediated Securities, direct and Indirect Holding Systems.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA DESMATERIALIZACIÓN DE LOS VALORES NEGOCIABLES.
 1. Las propiedades normativas de los títulos-valores.
 2. El proceso de desconexión entre el derecho y el título.
 3. Sistemas de tenencia directa y de tenencia indirecta.

(*) antonio.robles@uc3m.es.

III. LA APLICACIÓN DE LOS ESQUEMAS DEL DERECHO DE COSAS EN LOS ORDENAMIENTOS DE DERECHO CIVIL.

1. Un ejemplo paradigmático de tenencia directa: el caso español.
2. La aplicabilidad de los principios normativos de los títulos-valores.

IV. EL DERECHO DE PROPIEDAD SOBRE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

1. La pretendida aplicación de las normas sobre cosas muebles corporales.
 2. ¿Es necesario introducir un concepto de propiedad especial?
-

I. INTRODUCCIÓN

En las páginas que siguen se pretende, modestamente, dar cuenta de las líneas básicas del proceso de desmaterialización de los valores negociables, así como de las consecuencias de ésta sobre su naturaleza jurídica, especialmente cuando se encuentran depositados en un intermediario⁽¹⁾. Como veremos, el proceso de globalización de los mercados de capitales provoca la necesidad de armonizar los distintos ordenamientos jurídicos nacionales sobre este aspecto, lo que resulta obstaculizado por la coexistencia, en el Derecho comparado, de dos grandes grupos de sistemas de depósito de valores incompatibles entre sí: los sistemas de tenencia directa, propios de los países de Derecho civil, y los sistemas de tenencia indirecta, característicos de los países de Derecho común.

(1) Hablamos más de desmaterialización que de electrificación: por una parte, el proceso de desmaterialización de los valores mobiliarios comenzó mucho antes de la irrupción de la electrónica, no ya en el Derecho, sino en la industria; por otra, jurídicamente el legislador impone la primera, pero no la segunda. Sin embargo, técnicamente, la importancia de la electrónica en este proceso ha sido decisiva, y actualmente resulta imprescindible para la operatividad del sistema. Sobre el tema, por ejemplo, MARRID PARRA, A.: “Repercusión de las nuevas tecnologías en la reforma del mercado de valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 73, 1999, pp. 31 y ss.; ÍDEM: “La legitimación en los valores anotados”, en *Estudios de Derecho Mercantil. Homenaje al Profesor Justino Duque Domínguez*, vol. I, Valladolid, 1998, p. 800; DE LA CUESTA RUTE, J.M.ª: *El dinero y la representación de las posiciones acreedoras y deudoras en el tráfico mercantil*, Madrid/Barcelona, 2006, pp. 129-130 y 141-142; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, *RMV*, núm. 1, 2007-1, pp. 5-6. El propio legislador español, en la Exposición de Motivos del RD 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado (BOE del 14 de abril, núm. 89) admite que “la aparición de los modernos sistemas informáticos permite resolver las dificultades anejas al manejo material de las masas de títulos. En efecto, la rapidez en el tratamiento de la información, la posibilidad de incorporar mecanismos que eviten o subsanen los errores cometidos, así como las facilidades de interconexión, que permiten el intercambio a distancia de cientos de miles de datos, hacen que hoy en día el tratamiento informático permita la sustitución del viejo soporte documental por simples referencia procesales en los ordenadores”.

Mientras estos últimos ponen el acento en la relación contractual existente entre el titular y el depositario, los primeros —cuyo ejemplo paradigmático podría ser el sistema español— tratan de conservar una relación directa entre el valor y el inversor, adaptando a los valores desmaterializados los principios normativos de los títulos-valores. A pesar del voluntarismo de la doctrina mayoritaria y del legislador, en dicha tarea se ponen de manifiesto algunas dudas sobre la efectividad real, e incluso la propia oportunidad, del pretendido mantenimiento de los principios de los títulos circulantes cuando los títulos ya no circulan, o, directamente, ya no existen, lo que suscita el tema de la conveniencia de aprovechar el impulso armonizador de carácter internacional para proceder a una reforma del sistema.

II. LA DESMATERIALIZACIÓN DE LOS VALORES NEGOCIABLES

1. Las propiedades normativas de los títulos-valores

Los títulos-valores se caracterizan por la especial conexión que en ellos se establece entre un derecho de contenido patrimonial y el papel que, al documentarlo, proporciona un mecanismo de publicidad similar al derivado de la posesión de las cosas muebles ⁽²⁾. En virtud de la denominada incorporación del derecho en el título las relaciones jurídico-reales constituidas sobre el papel se extienden al derecho que en él se documenta, de tal forma que el derecho puede regirse, en buena medida, por las normas aplicables a la cosa tangible en la que se materializa ⁽³⁾.

El significado de la incorporación y la función que el concepto desempeña, sin embargo, no puede ser llevado más allá de sus estrictos límites. La incorporación del derecho en el título en que se basa la teoría de la propiedad no supone ninguna cosificación sustancial del derecho; no significa que, en su virtud, se produzca una transmutación del derecho en cosa, sino que al derecho se le aplican algunas reglas —no todas, sino aquellas que facilitan su transmisión y ejercicio— propias del Derecho de co-

(2) Sobre la apariencia como fuente de la obligación cambiaria frente a terceros, PAZ ARES, C.: “Naturaleza jurídica de la letra de cambio”, en MENÉNDEZ, A. (dir.): *Derecho Cambiario: Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, 1.^a reimp., Madrid, 1992, pp. 172 y ss.; HUECK, A. y CANARIS, C.-W.: *Derecho de los Títulos-Valor* (trad. J. ALFARO), Barcelona, 1988, pp. 44-47; EIZAGUIRRE, J. M.^a: “La opción por el concepto amplio de título-valor”, en IGLESIAS PRADA, J.L. (coord.): *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, vol. I, Madrid, 1996, pp. 1142 y ss.; EIZAGUIRRE, J.M.^a: *Derecho de los Títulos Valores*, Madrid, 2003, pp. 67-69.

(3) Sobre la incorporación del derecho en el título y la teoría de la propiedad, EIZAGUIRRE, J.M.^a: “Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos valores”, *Revista de Derecho Mercantil*, 1982, núm. 163, p. 16; ÍDEM: *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., pp. 69-79; PAZ-ARES, C.: “Naturaleza jurídica de la letra de cambio”, op. cit., pp. 143-145 y 180-184; ÍDEM: “La desincorporación de los títulos-valor”, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 219, 1996, pp. 9-14.

sas⁽⁴⁾. La utilización del papel aproxima el régimen de los títulos-valores al Derecho de cosas, pero la asimilación no es plena: la existencia del derecho no depende necesariamente de la subsistencia del papel (la condición de socio, por ejemplo, no se pierde por la destrucción de la acción), ni la adquisición originaria del papel implica necesariamente la adquisición del derecho si aquella responde a uno de los modos previstos en el Derecho común (el hallazgo de esa acción, por ejemplo, no atribuye la condición de socio)⁽⁵⁾.

La incorporación no altera, por lo tanto, la naturaleza del derecho, que sigue siendo derecho, sino que únicamente altera sus propiedades normativas; y esa alteración no se produce como consecuencia de transmutación alguna, sino por una decisión expresa del legislador: la incorporación no es sino el resultado alcanzado por el ordenamiento al establecer que —con distinta intensidad según la clase de título valor de que se trate— la producción, la tradición y la presentación del título resultan necesarias para la constitución, la transmisión y el ejercicio del derecho⁽⁶⁾.

La cosificación del derecho incorporado persigue facilitar su circulación. Su transmisibilidad ya no resulta obstaculizada por el subjetivismo que informa las relaciones obligatorias, ni por el carácter tuitivo del deudor que inspira el régimen común de la cesión de créditos, con las consecuentes incertidumbre e inseguridad que arrostra el cesionario de un crédito al ocupar el lugar del cedente. Y, al someter la circulación de los derechos a las normas sobre circulación de las cosas muebles corporales, rige el principio de tradición, que, vinculando la efectividad de la transmisión a la publicidad que de ella proporciona la posesión de la cosa, la dota de oponibilidad *erga omnes*.

Esa publicidad posesoria posibilitada por la incorporación permite explicar, a su vez, las especiales propiedades normativas que, en derogación del Derecho común, y con la finalidad de facilitar la circulación de los derechos, presentan los títulos valores: eficacia legitimadora, limitación de excepciones y adquisición de buena fe.

- a) En virtud de la primera, se presume, salvo prueba en contrario, que el poseedor del título conforme a su ley de circulación es el titular real del derecho representado en éste; de esta forma, en los títulos circulantes se equipara apariencia de titularidad y titularidad real. La eficacia legitimadora en favor del tenedor repercute también sobre el deudor, ya que simplifica la carga de la identificación del titular del documento, quedando liberado si realiza la

(4) En realidad, se trata más bien de algunas reglas del Derecho de cosas propio de los sistemas germánicos, como es el caso de la adquisición a *non domino* de las cosas muebles. Por el contrario, en los sistemas de inspiración romanista rige el principio de reivindicabilidad ilimitada de los bienes muebles. Sobre el tema, MIQUEL, J.: *La posesión de bienes muebles*, Madrid, 1979, esp. pp. 507 y ss.

(5) Una referencia a la prevención que, contra toda exageración de la función del papel, formulara el propio SAVIGNY, en EIZAGUIRRE, J.M.^{3º}: “Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores”, op. cit., p. 16, núm. 24.

(6) Cfr. PAZ-ARES, C.: “Naturaleza jurídica de la letra de cambio”, op. cit., p. 181; ÍDEM: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 10-11.

prestación a favor del legitimado, incluso si finalmente resultara no ser el titular real.

- b) La limitación de excepciones protege al adquirente de buena fe en el ejercicio del derecho frente a las excepciones que no se desprendan del contenido del propio título. En concreto, el adquirente de buena fe del título queda protegido frente a los hechos relativos a la existencia y consistencia del derecho, no pudiendo verse afectado por las alegaciones relativas a tales circunstancias que, en el momento del ejercicio del derecho, pudiera realizar el deudor: frente a la regla general del Derecho común, el deudor no puede oponer al nuevo acreedor aquellas excepciones que hubiera podido oponer al acreedor precedente en el momento de la cesión. En el caso de los títulos de participación, sin embargo, el principio tiene un alcance limitado, ya que el contenido de los derechos incorporados no resulta exclusivamente del tenor del documento, sino también de lo dispuesto en los Estatutos y lo acordado por los órganos sociales.
- c) La adquisición de buena fe protege al adquirente en el plano de la circulación del derecho frente a reivindicaciones de tenedores anteriores que aleguen haber sido desposeídos del título contra su voluntad; es decir, se libera al adquirente del riesgo de pertenencia del crédito que pondría a su cargo la disciplina común de la cesión de créditos, consagrando un modo de adquisición *a non domino* del derecho incorporado al título⁽⁷⁾.

2. El proceso de desconexión entre el derecho y el título

La referida conexión entre el derecho y el papel que lo documenta resultó tan exitosa, que, no sólo facilitó la circulación de derechos hasta entonces difícilmente transmisibles, sino que lo hizo hasta el punto de permitir que surgieran mercados específicos para ellos (o, más precisamente, para los valores que confieren a los títulos que los documentan). Los valores mobiliarios —títulos valores emitidos en serie o en masa— sirven así para la captación e inversión de capital, constituyendo la clase de los títulos-valores más numerosa por su cuantía e importante por su valor⁽⁸⁾.

Ese éxito, paradójicamente, se encuentra en el origen de la denominada “crisis del papel”: puesto que resultan necesarios para ejercitar y transmitir los derechos, los títulos constituyen el objeto de diferentes negocios jurídicos cuya perfección exige la tradición de aquéllos, con lo que, en la misma medida en la que aumenta el volumen de títulos negociado en los mercados de valores, aumentan también los costes de su

(7) Sobre estos principios normativos, por todos EIZAGUIRRE, J.M.³: “Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos valores”, pp. 40 y ss.; ÍDEM: “La opción por el concepto amplio de título-valor”, op. cit., pp. 1137 y ss.; ÍDEM: *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., pp. 46 y ss.; PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 11-13; RECALDE, A.: voz “Título-valor”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, Madrid, 1995, p. 6576.

(8) Cfr. EIZAGUIRRE, J.M.³: *Derecho de los Títulos Valores*, Madrid, 2003, p. 56.

custodia, manipulación y transporte, vinculados especialmente a la liquidación de las operaciones realizadas⁽⁹⁾.

Si el título-valor es el documento necesario para el ejercicio y la transmisión del derecho que incorpora, su desmaterialización —como reacción a los inconvenientes que la materialidad de los títulos presenta para la circulación de los derechos— no es otra cosa que el proceso en virtud del cual el derecho se desconecta del documento, de tal forma que deja de ser necesario para la constitución, transmisión y ejercicio del derecho⁽¹⁰⁾.

Los ordenamientos jurídicos han operado dicha desconexión mediante procedimientos que la doctrina suele clasificar en dos grandes modelos. Los primeros en hacer su aparición fueron los denominados sistemas correctores, mediante los cuales se pretende suprimir la necesidad de manipulación y traslado de unos títulos que siguen siendo emitidos, pero cuya exhibición y entrega ya no resultan imprescindibles para transmitir y ejercitar el derecho que incorporan. Los llamados sistemas sustitutivos, por el contrario, tratan de reemplazar el título valor por otro mecanismo de representación, transmisión y ejercicio del derecho⁽¹¹⁾. En realidad, y aunque en la actualidad conviven unos y otros, es posible reconocer una continuidad entre los primeros, basados en la mera inmovilización de los títulos (desmaterialización parcial) y los segundos, que recurren a la completa desmaterialización del valor (desmaterialización total o, simplemente, desmaterialización)⁽¹²⁾.

En el caso de los valores mobiliarios, la posesión y exhibición del documento (legitimación por la posesión) no era exigida, ya desde un principio, más que con alcance muy limitado; tradicionalmente los titulares de valores mobiliarios han evitado los riesgos e incomodidades que implican la custodia y la manipulación material de los títulos mediante su depósito en entidades especializadas en su custodia y administración, como son los bancos, trasladando a éstos los riesgos derivados de tales opera-

(9) Sobre el denominado *paper crunch* en los Estados Unidos, SMITH, R.B.: “A Piece of Paper”, *Bus. Law.*, 1970, vol. 25, núm. 3, pp. 923 y ss. Sobre el tema, por ejemplo también vid. SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, en ALONSO UREBA, A. *et al.* (coords.): *Derecho de Sociedades Anónimas*, tomo II, vol. 1, Madrid, 1994, pp. 345 y ss.; PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, *op. cit.*, pp. 14-17.

(10) PAZ ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, *op. cit.*, p. 17.

(11) OLIVENCIA, M.: “La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)”, en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, p. 19; MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta”, *RBB*, núm. 37, 1990, pp. 74 y ss.

(12) Sobre el proceso de desmaterialización en el Derecho comparado, OLIVENCIA, M.: “La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)”, *op. cit.*, pp. 20 y ss.; PAZ-ARES, C.: “Naturaleza jurídica de la letra de cambio”, *op. cit.*, pp. 20-24; DÍAZ MORENO, A.: “La prenda de anotaciones en cuenta”, *RCDI*, 1991, núm. 603, pp. 365 y ss.; GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia, 1999, pp. 55 y ss.; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Pamplona, 1997, pp. 39 y ss.; CORTÉS GARCÍA, E.: *La desmaterialización de los títulos-valores*, Valladolid, 2002, pp. 77 y ss.

ciones. La legitimación por la posesión de un título depositado sólo puede aceptarse, de esta forma, mediante una distinción entre posesión inmediata (del banco) y posesión mediata (del titular). La legitimación corresponde así a quien exhiba no ya los títulos, sino un certificado acreditativo de su depósito emitido por el banco⁽¹³⁾. Pero este certificado no tiene la consideración de título valor, y para su expedición el banco no verifica cada uno de los títulos, sino que se limita a consultar sus propias anotaciones contables. En consecuencia, el título no puede ser ya considerado necesario para el ejercicio del derecho que incorpora⁽¹⁴⁾.

La siguiente fase de este proceso de desmaterialización de los valores mobiliarios consistió en el establecimiento de un mecanismo basado en el depósito y la fungibilidad de los títulos, lo que permite que, una vez inmovilizados, ya no resulten necesarios ni para el ejercicio del derecho ni para su transmisión. Su origen se encuentra en el sistema que a finales del siglo XIX se articuló en Alemania, basado en el depósito colectivo de los títulos en entidades designadas al efecto, y que obtuvo reconocimiento legal mediante la Ley sobre Depósito Colectivo de Valores de 1937. El depositante —que, recordemos, ya era sólo poseedor mediato del título— pierde ahora el derecho a exigir la devolución de los mismos títulos que depositó, debiendo admitir la entrega de otros de la misma especie y cantidad; como veremos más adelante, el derecho de propiedad del titular ya no recae, una vez que son depositados, sobre unos documentos concretos, sino que ha de ser sustituido por un derecho diferente, cuya naturaleza varía según los derechos que a su vez adquiera sobre tales valores el depositario de éstos. Así, el derecho de propiedad del depositante puede seguir siendo un derecho de propiedad o de copropiedad sobre la cuota proporcional al valor nominal o al número de títulos que haya depositado, subsistiendo una relación directa e inmediata entre el titular y los valores; puede también convertirse en un mero derecho de crédito frente al depositario; y, finalmente, el derecho puede convertirse en una categoría intermedia entre el derecho de propiedad y el derecho de crédito, esto es, una titularidad puramente material sólo oponible al depositario, verdadero titular —al menos nominalmente— de los títulos⁽¹⁵⁾. En cualquier caso, el sistema se perfecciona posteriormente mediante la centralización de los depósitos colectivos, lo que permite que la transmisión de los valores se realice mediante simple anotación contable practicada por el depositario encargado del registro correspondiente (y, en su caso, entrega de la posesión mediata

(13) Así, el artículo 58 de la *Ley de Sociedades Anónimas* española establece: “una vez impresos y entregados los títulos, la exhibición de los mismos o, en su caso, del certificado acreditativo de su depósito en una entidad autorizada será precisa para el ejercicio de los derechos del accionista”. Y debilitando aún más la aplicabilidad del principio de legitimación por la posesión, añade que cuando se trate “de acciones nominativas, la exhibición sólo será precisa para obtener la correspondiente inscripción en el libro registro de acciones nominativas”. Y, conforme al artículo 55.2, la sociedad “sólo reputará accionista a quien se halle inscrito libro”.

(14) En este sentido, por ejemplo, EIZAGUIRRE, J.M.³: “Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos valores”, op. cit., pp. 78 y ss.; PAZ-ARES, C.: “Naturaleza jurídica de la letra de cambio”, op. cit., pp. 19-20.

(15) EINSELE, D.: “The Book-Entry in a Securities Account: Linchpin of a Harmonised Legal Framework of Securities Held with an Intermediary”, *Unif. L. Rev.*, 2004-1, pp. 43-44.

del título) sin necesidad de trasladar y entregar documento material alguno. De esta forma, el título ya no es necesario, tampoco, para la transmisión del derecho⁽¹⁶⁾.

Los sistemas correctores descritos permiten desmaterializar el derecho parcialmente, prescindiendo del título para la transmisión y el ejercicio del derecho. Para ello, sin embargo, resulta necesario que títulos-valores esencialmente circulantes se inmovilicen nada más ser emitidos. Esta contradicción trata de evitarse recurriendo a la representación de los distintos derechos agrupados en una emisión mediante un único título, denominado título múltiple, y reconociendo a cada uno de los titulares el derecho a solicitar y obtener un título individualizado que represente cada uno de sus derechos; este derecho, sin embargo, no es irrenunciable. De ahí a la desmaterialización total de los sistemas sustitutivos sólo falta un paso: la lógica supresión de la emisión de ese papel destinado a ser inmediatamente inmovilizado. Éste no sólo no es necesario para el ejercicio y la transmisión del derecho, sino que tampoco lo es ya para su representación, realizada ahora mediante la correspondiente anotación en un registro contable.

3. Sistemas de tenencia directa y de tenencia indirecta

El exponencial crecimiento de los mercados de valores, propiciado, en buena medida, por el proceso de desmaterialización sucintamente expuesto, ha traído consigo una imparable internacionalización de aquéllos, y un aumento de los riesgos derivados del funcionamiento del sistema⁽¹⁷⁾. El titular de una cartera de valores normalmente no conoce —ni normalmente tiene interés en conocer— qué intermediarios participan en su custodia ni dónde se encuentra cada uno de ellos. Y, sin embargo, excepto en algunas situaciones puramente nacionales, en la práctica es frecuente que la tenencia de valores implique la constitución de una cadena de carácter transnacional de contratos de custodia, en la que intervienen distintos depositarios y sub-depositarios. En cada eslabón de la cadena un intermediario gestiona una cuenta de valores en nombre del intermediario situado en el eslabón inferior, y cada uno de ellos sólo conoce la identidad de ese

(16) Con las lógicas particularidades, el sistema basado en la inmovilización de los títulos fue adoptado como modelo por otros ordenamientos: así, por señalar algunos ejemplos, en Francia se crea por Ley de 18 de junio de 1941 la *Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres* (CCDVT), que el Decreto núm. 115, de 4 de agosto de 1949 sustituyó por la *Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières* (SICOVAM); en Italia, la Ley número 289, de 19 de junio de 1986 sancionó un sistema —que ya venía funcionando en la práctica— basado en el depósito y administración centralizada de valores en una sociedad denominada “*Monte Titoli S. p. A.*”; en Estados Unidos, la *New York Stock Exchange* implantó un depósito central de valores (*Central Certificate Service*) en 1966, y en 1977 se modificó el § 8 UCC; y, en España, se promulgó el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios. Sobre ellos, vid. *supra* nota núm. 12.

(17) Sobre la evolución de la industria de la custodia de valores y los riesgos operativos, financieros y legales derivados de ésta, vid. CHAN, D. *et al.*: “The Securities Custody Industry” European Central Bank (ECB), August 2007, *ECB Occasional Paper* No. 68, (*Disponible en* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=977359).

tenedor de la cuenta; de esta forma, excepto en los llamados sistemas transparentes —en los cuales el depositario central mantiene separadas las cuentas a nombre de cada uno de los inversores individualmente—, la identidad del titular último (del inversor) sólo consta en los registros del último intermediario.

Las situaciones de internacionalidad se han convertido así en la norma, no sólo porque pueden intervenir personas (emisor, depositario, intermediarios, titulares sucesivos, acreedores garantizados, etc.) situadas en diferentes países, sino porque los propios valores integrantes de una cartera determinada pueden estar inscritos en registros a cargo de depositarios centrales situados en distintos países⁽¹⁸⁾. La globalización origina así la emergencia de no desdeñables riesgos, incluido el llamado riesgo legal: aunque la circulación de los valores se produzca con carácter casi universal mediante una anotación contable en un registro informático, los efectos que cada ordenamiento jurídico atribuye a dicha anotación pueden resultar muy diferentes de un país a otro⁽¹⁹⁾.

El primer riesgo que afrontan los participantes en el mercado es el llamado riesgo conflictual, derivado de la propia incertidumbre sobre la determinación de la ley aplicable. Para paliarlo, la Conferencia de La Haya sobre Derecho Internacional Privado elaboró el *Convenio sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario*, aprobado en 2005⁽²⁰⁾. La determinación de la ley aplicable se basa principalmente en la voluntad de las partes del contrato de cuenta (artículo 4), y, subsidiariamente, en una serie de criterios objetivos (artículo 5). Al contrario que países como Suiza o los Estados Unidos, la Unión Europea —en la que rige el criterio

(18) O en un depositario central de valores de carácter internacional como *Euroclear*, en Bélgica (<http://www.euroclear.com/wps/portal/!ut/ppl.cmd/cl/.l/EN>), o *Clearstream*, en Luxemburgo (http://www.clearstream.com/ci/dispatch/en/kir/ci_nav/home).

(19) Sobre el tema, con indicaciones bibliográficas adicionales, PAECH, P.: “L’harmonisation du droit matériel pour l’utilisation des titres détenus auprès d’intermédiaires à titre de garantie: le projet d’UNIDROIT”, *Rev. Dr. Unif.*, 2002-4, pp. 1141 y ss.; UNIDROIT SECRETARIAT, “Explanatory Notes to the Preliminary Draft Unidroit Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary”, *Unif. L. Rev.* 2005-1/2, pp. 36 y ss.; THÉVENOZ, L.: “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law”, *Duke Law School Legal Studies Paper No. 170* (Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1008859>) pp. 4 y ss.; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J. y GÓMEZ-SANCHA, I.: “Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional”, *RMV*, núm. 1, 2007-1, pp. 97 y ss.

(20) El texto puede consultarse en <http://www.hcch.net/upload/text36s.pdf>. Sobre el mismo, CRAWFORD, B.: “The Hague ‘PRIMA’ Convention: Choice of Law to Govern Recognition of Dispositions of Book-Based Securities in Cross Border Transactions”, *Can. Bus. L.J.*, 2003, vol. 38, núm. 2, pp. 157 y ss.; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J.: “El Convenio de La Haya sobre una ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario”, *RDBB*, núm. 90, 2003, pp. 163 y ss.; BERNASCONI, C. y SIGMAN, H.C.: “The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention)”, *Unif. L. Rev.* 2005-1/2, pp. 117 y ss.; ROGERS, J.S.: “Conflict of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries”, *Cornell Int’l L.J.*, vol. 39, 2006, pp. 285 y ss.; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J. y GÓMEZ-SANCHA, I.: “Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional”, op. cit., pp. 98 y ss.

PRIMA “(place of the relevant intermediary approach)”⁽²¹⁾— no ha ratificado todavía el Convenio.

En cuanto al régimen sustantivo, en Europa, al comenzar los trabajos para la modernización de la regulación de los servicios financieros⁽²²⁾, existía la intención de armonizar los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, como instrumento esencial para garantizar la seguridad jurídica en cuanto a la titularidad y tenencia de los valores. Sin embargo, la constatación de la existencia de grandes diferencias entre los Estados miembros condujo a la Comisión a excluir esta materia de la MiFID⁽²³⁾. Tras la publicación de una Comunicación sobre el tema, la Comisión decidió constituir en 2005 un grupo de trabajo (“*Legal Certainty Group*”) integrado por expertos de diversos Estados miembros tanto del sector público como del privado, encargado de detectar los problemas existentes en este ámbito y proponer las soluciones correspondientes⁽²⁴⁾. El Grupo emitió un informe preliminar en el año 2006, y, a la vista del mismo, recibió el encargo de continuar su trabajo con el fin de concretar la normativa necesaria para resolver los problemas detectados; un Segundo Informe fue publicado en agosto de 2008⁽²⁵⁾. Paralelamente el proyecto impulsado por UNIDROIT para armonizar, al menos parcialmente, el derecho material, culminó con la firma en

(21) Cfr. Directivas 98/26/CE, sobre la firmeza y liquidación de los sistemas de pagos y liquidación de valores (artículo 9), 2001/24/CE, sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito (artículos 24 y 31), y 2002/47/CEE, sobre acuerdos de garantía financiera (artículo 9).

(22) Contenida en la Directiva, 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DO núm. L 141, de 11 de junio, pp. 27 y ss.). Sobre ella, entre otros, ABELLA SANTAMARÍA, J.: “La Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 53, 1994, pp. 55 y ss. Para una aproximación a la reciente evolución de la regulación de los mercados de instrumentos de financieros en la Unión Europea, por ejemplo, AVGOU-LEAS, E.: “The New EC Financial Markets Legislation and the Emerging Regime for Capital Markets”, en *Yearbook of European Law*, 2004, pp. 321 y ss.; ÍDEM: “A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead”, *The Transnational Lawyer*, vol. 18, núm. 2, 2004-2005, pp. 179 y ss.; BENEYTO, J.M.³ y MARTÍNEZ-ECHEVERRÍA, A. (dirs.): *El espacio financiero único en la Unión Europea. Los mercados de valores*, Madrid/Barcelona, 2005.

(23) Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DO núm. L 145 de 30 de abril de 2004, pp. 1-44).

(24) Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo —Compensación y liquidación en la Unión Europea— El camino a seguir [COM (2004) 312 final].

(25) Tanto los Informes como la restante documentación relativa a la evolución del proyecto puede consultarse en http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.html. Sobre la Comunicación y los subsiguientes trabajos preparatorios realizados en la Unión Europea, LÖBER, K.M.: “The Changing Legal Landscape for Clearing and Settlement in the European Union”, *Unif. L. Rev.*, 2005-1/2, pp. 155 y ss.; ÍDEM: “The developing EU legal framework for clearance and settlement of financial institutions”, *European Central Bank. Legal working paper series*, núm. 1, february 2006; GÓMEZ-SANCHA, I.: “Notas de actualidad sobre el marco jurídico de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores”, en BENEYTO, J.M.³ y MARTÍNEZ-ECHEVERRÍA, A. (dirs.): *El espacio financiero único en la Unión Europea. Los mercados de valores*, op. cit., pp. 242 y ss.

Ginebra, el 10 de octubre de 2009, del *Convenio sobre las normas sustantivas relativas a los valores depositados en un intermediario* ⁽²⁶⁾. La armonización, sin embargo, no alcanza más que a una limitada parte de la regulación sobre el tema, debido a que en el Derecho comparado existen dos sistemas diferentes e incompatibles de depósito de valores en un intermediario: los de tenencia directa y los de tenencia indirecta ⁽²⁷⁾.

Los sistemas de tenencia indirecta resultan característicos de los ordenamientos anglosajones y se basan en la consideración de que cada intermediario, al recibir en depósito determinados valores, adquiere ciertos derechos sobre ellos. La relación jurídico-obligacional con el emisor corresponde ahora de manera directa únicamente al intermediario que, situado en el nivel superior de la cadena, figura en el registro del depositario central. Cada intermediario tiene así un derecho frente al intermediario situado en el nivel superior, el cual gestiona una cuenta en nombre de aquél. El inversor es el beneficiario de los derechos derivados del valor, pero, al menos formalmente no es ya propietario del mismo, ocupando una posición acreedora no ya frente al emisor, sino únicamente frente a su intermediario. La transmisión de los derechos que el inversor tiene frente a su intermediario se produce mediante un abono en la cuenta del adquirente, pero no depende del correlativo adeudo en la cuenta del anterior titular: puesto que no es ya propietario, no hay transmisión de un vendedor a un comprador; simplemente, los derechos que el que enajena tenía frente al intermediario se extinguen, y se constituyen unos nuevos a favor del adquirente. Estos sistemas, por lo tanto, se basan en la consideración de que un título-valor, una vez desmaterializado, ya no es un título-valor, lo que exige la sustitución de los antiguos principios por unos nuevos.

En el ordenamiento norteamericano, la última revisión del artículo 8 del *Uniform Commercial Code* realizada en 1994, aunque adopta un método más funcional que

⁽²⁶⁾ Sobre los trabajos preparatorios y el estado actual de ratificación del Convenio, <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/main.htm>. Un análisis en PAECH, P.: "L'harmonisation du droit matériel pour l'utilisation des titres détenus auprès d'intermédiaires à titre de garantie: le projet d'UNIDROIT", op. cit., pp. 1141 y ss.; THÉVENOZ, L.: "Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law", op. cit., pp. 28 y ss.; COMBS, V.: "The Law of Intermediated Securities: U.C.C. versus UNIDROIT", *Ala. L. Rev.*, 2006, vol. 58, núm. 2, pp. 399 y ss.; MOONEY JR., CH.W.: "Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan, and the UNIDROIT Draft Convention", *IMES Discussion Paper Series. Discussion Paper núm. 2008-E-7* (disponible en <http://www.imes.boj.or.jp>).

⁽²⁷⁾ Sobre la caracterización de los sistemas de tenencia directa e indirecta de los valores anotados en cuenta, PAECH, P.: "L'harmonisation du droit matériel pour l'utilisation des titres détenus auprès d'intermédiaires à titre de garantie: le projet d'UNIDROIT", op. cit., pp. 1143 y ss.; PAZ-ARES, C. y GARCIMARTÍN, F.: "Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros", *RDM*, 2000, núm. 238, pp. 1479 y ss.; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J.: "The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems", *Indret* 1/2006, núm. 324 (disponible en www.indret.com); GÓMEZ-SANCHA, I.: "Indirect holdings of securities and exercise of shareholders rights (a Spanish perspective)", *Capital Markets Law Journal*, 2008, vol. 3, núm. 1, pp. 39 y ss.; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J. y GÓMEZ-SANCHA, I.: "Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional", op. cit., pp. 75 y ss.; THÉVENOZ, L.: "Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law", pp. 19 y ss.

conceptual, se basa en un nuevo concepto de propiedad. Puesto que el inversor no tiene el control sobre el valor depositado en un intermediario, los derechos no pueden ser ejercitados frente al emisor sin la intervención del depositario. Lo que adquiere el inversor, por lo tanto, no es el valor depositado, sino un activo financiero denominado “titularidad de valores” (*securities entitlement*), que atribuye al “tenedor de la titularidad” (*entitlement holder*) un haz de derechos, tanto de propiedad sobre el valor como de crédito frente al intermediario⁽²⁸⁾. La regulación del Reino Unido se apoya en la institución del *trust*, de forma tal que el depositario central se convierte en el *trustee* de un conjunto de valores; cada intermediario resulta ser, al mismo tiempo, *trustee* respecto de los titulares de las cuentas que gestiona —que pueden a su vez ser otros intermediarios— y *beneficiary* respecto del intermediario que, situado en el nivel superior, gestiona una cuenta de valores a su nombre; y los inversores se convierten en los *beneficiaries* últimos de la cadena de *trusts*⁽²⁹⁾.

Los sistemas de tenencia directa son característicos de los ordenamientos de inspiración romanista, y se basan en la consideración de que el depósito de valores en un intermediario no afecta al derecho jurídico-real que tiene el inversor respecto de los valores, ni a los derechos de carácter jurídico-obligacional que le corresponden direc-

(28) Existe una más que meritoria —por la enorme complejidad de la tarea— traducción del *Uniform Commercial Code*, incluyendo un esclarecedor estudio preliminar, a cargo de GARRIDO, J.M.ª: *Código Uniforme de Comercio de los Estados Unidos. Texto Oficial*. Versión en castellano autorizada por *The American Law Institute*, Madrid/Barcelona, 2002. Sobre el artículo 8, por ejemplo, MOONEY, C.; ROCKS, S. & SCHWARTZ, R.: “An Introduction to the Revised U.C.C. Article 8 and Review of Other Recent Developments with Investment Securities”, *Bus. L.*, 1994, vol. 49, pp. 1891 y ss.; ROGERS, J.S.: “Policy Perspectives on Revisited U.C.C. Article 8”, *UCLA L. Rev.*, 1996, vol. 43, núm. 5, pp. 1431 y ss.; STRAUSS, A.B.: “Reviewing revised article 8 of the Uniform Commercial Code”, *Wayne L. Rev.*, 1998, vol. 44, núm. 1, pp. 203 y ss.; HAKES, R.A.: “UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of the Day?”, *Loy. L.A., L. Rev.*, 2002, vol. 35, núm. 3, pp. 661 y ss.; LATELLA, D.: “El sistema estadounidense de circulación de las investment securities en la disciplina del artículo 8 del Uniform Commercial Code”, *RDBB*, núm. 94, 2004, pp. 43 y ss.; REITZ, C.: “Reflections on the Drafting of the 1994 Revision of Article 8 of the US Uniform Commercial Code” *Unif. L. Rev.*, 2005-1/2, pp. 357 y ss.; DONALD, D.C.: “The Rise and Effects of the Indirect Holding System-How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries” (September 26, 2007). Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1017206>. Sobre la Securities Transfer Act de 2007, en vigor en Ontario y Alberta, y basada en el artículo 8 del Uniform Commercial Code, vid. *Khimji*, M.F.: “The Securities Transfer Act-The Radical Reconceptualization of Property Rights in INvestment Securities”, *Alta. L. Rev.*, vol. 45, 2007-2008, pp. 137 y ss.

(29) Vid. FINANCIAL MARKETS COMMITTEE, issue 3 —*Property Interests in Investment Securities*—, (July 2004), disponible en http://www.fmlc.org/papers/fmlc1_3_july04.pdf. Existe una versión impresa de este documento, con el título “The FMLC Report on Property Interests in Indirectly Held Investment Securities: an Analysis of the Need for and Nature of Legislation in the United Kingdom”, en *Unif. L. Rev.*, 2005-1/2, pp. 339 y ss. Sobre el *trust*, entre nosotros vid. VIRGOS SORIANO, M.: *El Trust y el Derecho Español*, Madrid, 2006; FELIÚ REY, M.I.: “Landing trust (o la «Cuestión del Trust»)”, *Derecho de los Negocios*, núm. 188, 2006, pp. 5-22; ÍDEM, “Fondos de Inversión, «Pure Trust» y el fantasma del muro causal”, *Derecho de los Negocios*, núm. 207, 2007, pp. 5-18.

tamente frente al emisor, a pesar de que pueda resultar necesario el concurso del intermediario para su ejercicio; cada uno de los intermediarios es considerado un mero depositario o mandatario, y no adquiere derecho alguno ni sobre el valor, ni frente al emisor. En estos sistemas se pretende, conservando los conceptos y los esquemas propios del derecho de cosas, extender la doctrina de los títulos-valores a los valores desmaterializados, de forma que el adquirente de éstos siga recibiendo una protección equivalente ⁽³⁰⁾.

III. LA APLICACIÓN DE LOS ESQUEMAS DEL DERECHO DE COSAS EN LOS ORDENAMIENTOS DE DERECHO CIVIL

1. Un ejemplo paradigmático de tenencia directa: el caso español

Como acabamos de señalar, el sistema de tenencia directa permite mantener los esquemas propios de las cosas muebles corporales, y aplicar así a los valores desmaterializados, convenientemente adaptados, los principios normativos de los títulos-valores. Para ello se considera que, a pesar de la desmaterialización, subsiste una relación de carácter jurídico-real entre el inversor y el valor —sobre el cual el intermediario, en cuanto que mero depositario o mandatario, no adquiere derecho alguno— así como una relación de carácter jurídico-obligacional, entre el emisor y el inversor; lo que, desde el punto de vista del gobierno corporativo, facilita a este último el ejercicio de sus derechos; tanto es así que en la doctrina norteamericana se ha propuesto la sustitución del sistema de tenencia indirecto existente por uno de tenencia directa basado, por cierto, en el sistema español ⁽³¹⁾. Éste, por lo tanto, puede servir como ejemplo tanto de las características esenciales de los modelos de tenencia directa, como de las limitaciones que presentan para alcanzar la finalidad que los anima: el mantenimiento de los principios normativos de los títulos valores.

⁽³⁰⁾ Se habla así de derechos-valor. Vid. HUECK, A. y CANARIS, C.-W.: *Derecho de los Títulos-Valor*, op. cit., pp. 23-24. Entre nosotros, por ejemplo, EIZAGUIRRE, J.M.³: “Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos valores”, op. cit., pp. 78 y ss.; ROJO, A.: “El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador”, en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado*, op. cit., pp. 108-112; PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 33-34; RECALDE, A.: “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, *RDBB*, núm. 50, 1993, p. 366, núm 11; ÍDEM: “La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)”, en AA.VV.: *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, tomo III, Valencia, 1995, p. 3095.

⁽³¹⁾ KAHAN, M. y ROCK, E.B.: “The Hanging Chads of Corporate Voting”, *University of Pennsylvania Law School ILE Institute for Law & Economics. Research Paper No. 07-18* y *New York University School of Law Law & Economics Research Paper Series. Research Paper No. 07-29*, pp. 37 y ss. (disponible en <http://ssrn.com/abstract=1007065>).

Aun limitado a la deuda pública, al modelo de tenencia directa totalmente desmaterializada, desde el punto de vista operativo, responde ya, en España, el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril⁽³²⁾. Las necesarias previsiones sustantivas, sin embargo, se establecerán un año después en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV). En concreto, el régimen de los valores anotados en cuenta es establecido en los artículos 5 a 12 de la LMV y desarrollado por el Real Decreto 116/1992⁽³³⁾. Su ámbito de aplicación son los “valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones”⁽³⁴⁾, así como, “con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas”, los restantes instrumentos financieros contemplados en la Ley⁽³⁵⁾.

Aunque la llevanza del registro contable será, en todo caso, atribuida a una única entidad, el sistema diseñado en la LMV difiere dependiendo de si los valores anotados se encuentran o no admitidos a cotización en mercados secundarios oficiales. En este último caso, la llevanza del registro contable será atribuida a una entidad libremente designada por la emisora entre las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas. En el caso de valores admitidos a negociación en las Bolsas de

(32) Sobre el régimen establecido por el RD 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado (BOE del 14 de abril, núm. 89), AA.VV.: *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, cit. En cuanto a los antecedentes de la desmaterialización de los valores en el Derecho español en general, SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 348 y ss.; GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, op. cit., pp. 77 y ss.; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta*, op. cit., pp. 61 y ss.; CORTÉS GARCÍA, E.: *La desmaterialización de los títulos-valores*, op. cit., pp. 77 y ss.

(33) *Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles* (BOE de 20 de febrero de 1992). Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la «Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles»”, *RGD*, núm. 571, 1992, pp. 2843 y ss.; ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico”, *RDBB*, núm. 56, 1994, pp. 825 y ss.

(34) Entendiendo por tal “cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero” (artículo 2.1 de la LMV).

(35) Artículo 2.8 de la LMV. Sobre los derechos susceptibles de anotación contable, RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I.: *Instrumentación y Gestión de los Valores Anotados en Cuenta*, Valencia, 2006, pp. 83-95. En general, sobre los conceptos de valor negociable e instrumento financiero, FARRANDO MIGUEL, I.: “El concepto de «valor negociable» y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, tomo I, Madrid, 1996, pp. 1197 y ss.; RECALDE, A.: “Los «valores negociables» ¿Concepto delimitador del Derecho del mercado de valores?”, en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. (dirs.): *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. V, Madrid, 1999, pp. 2524 y ss.; KIRCHNER, P. y SALINAS, C.: *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Valencia, 1999, pp. 41 y ss.; GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, op. cit., pp. 201 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, *RDBB*, núm. 99, 2005, pp. 7 y ss.

Valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, se establece un sistema de doble escalón, compuesto por un registro central y múltiples registros de detalle. En el registro a cargo de la entidad depositaria central (*Iberclear*) se llevarán en todo caso, para cada entidad adherida (empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas) y con referencia a cada categoría de valores fungible entre sí, dos cuentas: una que refleje el saldo del que sea titular en cada momento la propia entidad adherida; y otra que refleje el saldo global de los valores que la entidad adherida tenga registrados en sus cuentas a nombre de terceros. Mientras tanto, en los registros contables a cargo de las entidades adheridas se llevarán, con referencia a cada valor, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenezcan⁽³⁶⁾.

El instrumento a través del cual se pretende asimilar la transmisión de un valor desmaterializado a la de una cosa mueble corporal es el sistema de referencias de registro⁽³⁷⁾, que, al permitir la llevanza de un registro histórico de operaciones y movimientos sobre cuentas, posibilita la trazabilidad de las operaciones realizadas, e impide la práctica de cualquier abono sin realizar su correspondiente adeudo⁽³⁸⁾. De esta forma, al contrario de lo que sucede en los sistemas de tenencia indirecta, resulta

(36) Sobre los registros contables de valores anotados en cuenta, por ejemplo, MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta*, op. cit., pp. 81 y ss.; RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I.: *Instrumentación y Gestión de los Valores Anotados en Cuenta*, op. cit., pp. 135 y ss.

(37) Artículo 32 del Real Decreto 116/1992: “1. Para el adecuado control del sistema, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores llevará un fichero de las referencias de registro que amparen los saldos que mantengan las Entidades adheridas por cada valor. Cada una de éstas llevará también un fichero de las que correspondan a los valores inscritos en sus registros contables. 2. No podrá practicarse abono o adeudo alguno en las cuentas sin que esté expedida o dada de baja la referencia de registro correspondiente. 3. La composición y las reglas aplicables para la expedición de la referencia de registro se fijarán por el Servicio. Su composición permitirá la identificación individualizada de cada transacción. 4. Sin perjuicio de lo anterior, el Ministerio de Economía y Hacienda podrá crear, para ciertas categorías de valores, cualquier otro mecanismo de control del sistema e inscripción y cancelación de poderes en los registros contables que complemente o sustituya al de referencia de registro”.

(38) En este sentido, señala THÉVENOZ, L.: “Unlike other disposition methods discussed in the next section, credits and debits are tightly connected with legal characterisation issues. In a straight sale of securities, for example, «direct ownership» jurisdictions construe the disposition as a transfer from the seller to the buyer of a discrete ownership interest in securities or in a fungible pool of securities. The seller relinquishes her interest when and only when the buyer acquires it. The property interest acquired by the buyer is nothing but the seller’s interest transferred, untouched and unmodified, through one or more intermediaries. Acquisition and disposition are not only simultaneous; they are co-dependent as a matter of law because no buyer can acquire legal title to securities without the former title-holder relinquishing it”. (“Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law”, op. cit., p. 51).

posible entender que se produce una verdadera transmisión de los valores de un titular a otro⁽³⁹⁾.

2. La aplicabilidad de los principios normativos de los títulos-valores

En el caso de las anotaciones en cuenta, una vez totalmente desmaterializado el valor, no cabe hablar ya de incorporación del derecho a cosa mueble corporal que, por ser susceptible de posesión, resulte apta para generar una apariencia de titularidad. El titular de un valor anotado lo es de un conjunto de derechos, pero no de cosa material alguna. De ahí que la doctrina española haya considerado forzoso afrontar el tema de la naturaleza jurídica de los valores anotados en cuenta⁽⁴⁰⁾, o, más bien, el de la aplicabilidad a los mismos de la doctrina de los títulos-valores⁽⁴¹⁾.

Puesto que el derecho ahora no se incorpora a un título —puesto que ya no estamos ante una cosa tangible—, el Derecho especial de los títulos-valores ya no es aplicable a la transmisión y ejercicio de los valores anotados en cuenta: si ya no hay cosa, la transmisión del derecho no puede producirse mediante la tradición, sustituida ahora por la correspondiente inscripción de la transmisión en el registro contable⁽⁴²⁾, ni la legitimación justificarse mediante la posesión, por lo que sería necesario volver al

(39) El procedimiento se explica en <http://www.iberclear.es/Iberclear/home/home.htm>: “Las operaciones quedan siempre numeradas, comunicando IBERCLEAR dicha numeración a sus entidades participantes y debiendo éstas archivarlas con el fin de facilitar el intercambio posterior de información referido a dichas operaciones, así como la resolución de cualesquiera incidencias o reclamaciones. El número de operación tiene una estructura única de 15 dígitos, y en los casos de operaciones bursátiles es generado por las propias Sociedades Rectoras por ser en éstas donde se origina la operación. Cuando como resultado de una compra, un cambio de titularidad de otro tipo o una inclusión en el sistema bursátil, se aportan valores a un nuevo titular, el número de operación se constituye en lo que se denomina «Referencia de Registro» o RR. Dicha RR queda dada de alta en el registro, debiendo ser presentada por la entidad participante cuando, con motivo de una operación de venta, cambio de titularidad o exclusión del sistema, se produzca la cancelación de los valores de su titularidad original. Con el mantenimiento de dichas RRs y su régimen de actualización, se pretende reforzar el sincronismo entre los registros central y de detalle, evitando, de esta forma, dar curso a la liquidación de ventas contra el saldo global de una entidad mientras ésta no consiga identificar su titular original y los valores objeto de la venta”. Vid. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I.: *Instrumentación y Gestión de los Valores Anotados en Cuenta*, op. cit., pp. 163-174.

(40) Una exposición de los distintos puntos de vista sobre esta polémica doctrinal, con indicaciones bibliográficas adicionales, por ejemplo en SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 492 y ss.; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta*, op. cit., pp. 143 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 7-8.

(41) En realidad, el tema, efectivamente, es el determinar si “es utilizable todo el aparato conceptual y técnico generado alrededor de los títulos-valor o si, por el contrario, siendo aquél inservible, se cuenta con un nuevo arsenal conceptual y técnico suficiente para dar respuesta a los problemas que plantean las anotaciones en cuenta” (DE LA CUESTA RUTE, J.M.³: *El dinero y la representación de las posiciones acreedoras y deudoras en el tráfico mercantil*, p. 133).

(42) Por todos, vid., MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta*, op. cit., pp. 213 y ss.

régimen de transmisión y ejercicio de los derechos propio del derecho de obligaciones⁽⁴³⁾.

Pero la desmaterialización no ha supuesto, sin más, un regreso al Derecho general de obligaciones. Los valores desmaterializados, igual que anteriormente los títulos-valores, tienen su origen en la necesidad de facilitar la ágil y segura transmisión de los derechos mediante la especial protección que otorgan al adquirente. Dada esta pretendida equivalencia funcional⁽⁴⁴⁾, por lo tanto, para la doctrina mayoritaria resulta indiscutible la conveniencia de extender el régimen de los títulos-valores a la protección otorgada al adquirente del valor desmaterializado, una vez que la transmisión se ha producido conforme a las normas del sistema⁽⁴⁵⁾. El adquirente del valor recibe una especial protección, porque lo que adquiere no es un simple derecho relativo o de crédito, sino un derecho absoluto⁽⁴⁶⁾.

El régimen jurídico de los valores anotados se inspira igualmente, de esta forma, en los principios del Derecho de cosas; y el mecanismo empleado por la doctrina y el legislador para una tal cosificación del derecho sigue siendo el de la incorporación; es decir el de la especial conexión que se establece ahora entre el derecho y el registro contable, o, lo que es lo mismo, al sometimiento del derecho a una nueva ley especial de circulación. En la doctrina de los títulos-valores, la incorporación sirve para explicar el hecho de que, en virtud de la conexión que el ordenamiento establece entre ambos, el título resulta necesario para la constitución, ejercicio y transmisión del derecho⁽⁴⁷⁾. En el caso de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, esa conexión desaparece, pero para ser sustituida por la que se establece ahora entre aquéllos y el registro contable. Los derechos no quedan sometidos al Derecho común; por el contrario, los valores representados mediante anotaciones en cuenta “se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable (...)” (artículo 8 LMV); su transmisión “tendrá lugar por transferencia contable”, de tal forma que la inscripción de la transmisión “producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos” (artículo 9 LMV); y la persona “que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la

(43) OLIVENCIA, M.: “La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)”, op. cit., p. 29. En sentido contrario, BERCOVITZ, A.: “El Derecho del mercado de capitales”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 29, 1988, p. 90.

(44) GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, op. cit., pp. 415 y ss.; RECALDE, A.: “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, op. cit., p. 381; ÍDEM: “Electronificación de los títulos-valor”, en CREMADES, J. et al. (coords.): *Régimen Jurídico de Internet*, Madrid, 2002, p. 581; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, op. cit., p. 7.

(45) Se habla así de derechos-valores instrumentados en anotaciones en cuenta, que no serían otra cosa que títulos-valores “reconvertidos”: EIZAGUIRRE, J.M.³: *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., pp. 75.

(46) SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, op. cit., p. 10.

(47) PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 10-11.

entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta” (artículo 11 de la LMV). Si la inscripción en el registro contable resulta necesaria para la constitución, transmisión y ejercicio del derecho⁽⁴⁸⁾, hay que admitir que cambia el soporte —que, en lugar de un papel, se convierte en un registro informático—, pero sigue habiendo incorporación⁽⁴⁹⁾.

Los efectos de la incorporación o conexión son los mismos en el caso de los títulos-valores que en el de los valores anotados en cuenta: el derecho, una vez incorporado, resulta indisponible para quien no tenga ya la posesión o, en su caso, la inscripción, si no es con los limitados efectos de la cesión de créditos, en cuyo caso el acuerdo de voluntades es suficiente para producir efectos traslativos⁽⁵⁰⁾; pero la especial protección del adquirente sólo beneficia a quien haya adquirido conforme a las normas del sistema, ya sea cartular o tabular. El establecimiento de un régimen especial para la realización negocios jurídicos sobre los derechos anotados en cuenta, por lo tanto, tiene la misma finalidad que el régimen establecido para la realización de negocios sobre títulos valores: dotar al negocio de la certeza adecuada a la especial protección que se le otorga.

Y, en cuanto a ésta, una vez que la transmisión se ha realizado conforme a las normas del sistema, no existe ya obstáculo, según la doctrina, para extender a las anotaciones en cuenta los principios normativos que inspiran el régimen de los títulos-valores. Dada la pretendida identidad funcional entre títulos-valores y valores anotados en cuenta, nada impediría —se piensa— que a los valores anotados se les apliquen, igual que a aquéllos, ciertas reglas del Derecho de cosas. La desmaterialización de los valores mobiliarios, por lo tanto, no impide su sometimiento a los principios

(48) Con mayor detenimiento, PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 26-33.

(49) De “*incorporación no documental*” habla ROJO, A.: “El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador”, en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado*, op. cit., p. 108; a una “*incorporación inmaterial*” se refiere DÍAZ MORENO, A.: “La prenda de anotaciones en cuenta”, op. cit., p. 376; e “*incorporación registral*” la denomina DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A.: “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico”, *RdS*, 1995, núm. 4, p. 157. Vid. también, RECALDE, A.: “Los «valores negociables» ¿Concepto delimitador del Derecho del mercado de valores?”, en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. (dirs.): *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. V, Madrid, 1999, p. 2538; ÍDEM: “La representación de los valores: títulos y anotaciones en cuenta”, en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. (dirs.): *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. V, op. cit., p. 2627; VARA DE PAZ, N.: “La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil. Universidad Complutense*, 2007/12, junio de 2007, p. 4 (disponible en <http://www.ucm.es/eprints>); DE LA CUESTA RUTE, J.M.ª: *El dinero y la representación de las posiciones acreedoras y deudoras en el tráfico mercantil*, pp. 141-148; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: voz “Valor negociable”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, Madrid, 1995, p. 6799. Por eso entendemos preferible la expresión “desmaterialización” a la de “desincorporación”, empleada en PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, *passim*. Diferencia también entre ambos conceptos RECALDE CASTELLS, A.: “La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)”, op. cit., pp. 3094-3095.

(50) PANTALEÓN PRIETO, F.: “Cesión de créditos”, *Anuario de Derecho Civil*, 1988, pp. 1059-1064; Díez-PICAZO, L.: *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, vol. II, 5.ª ed., Madrid, 1996, p. 816.

normativos de los títulos-valores; pero esa no es una tarea que pueda ser realizada por el intérprete⁽⁵¹⁾, sino que —igual que, por cierto, sucedía con los títulos— corresponde exclusivamente al legislador⁽⁵²⁾. Las propiedades normativas de los títulos-valores pueden extenderse a los valores anotados en cuenta, según la doctrina mayoritaria, si el legislador así lo quiere, con lo que la rica y trabajosamente elaborada doctrina de los títulos-valores seguiría siendo de utilidad para explicar el régimen de los valores desmaterializados⁽⁵³⁾. Y eso es lo que el legislador ha pretendido con lo dispuesto en los artículos 9 III, 9 IV y 11 de la LMV⁽⁵⁴⁾:

- a) La eficacia legitimadora de la inscripción se traduce en el establecimiento en el artículo 11 I de la LMV —aun con una redacción ciertamente defectuosa— de una presunción de titularidad con el mismo alcance que la que se atribuye al poseedor de un título: “La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta”. Correlativamente a esta legitimación activa, la legitimación pasiva se consagra en el artículo 11 II de la LMV: “La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación a favor del legitimado, se liberará aunque no sea el titular del valor”⁽⁵⁵⁾. Es necesario tener en cuenta, sin embargo, que, en el caso de las acciones, los derechos de naturaleza patrimonial serán ejercitados necesariamente a través de la entidad adherida⁽⁵⁶⁾; para ejercer los derechos políticos, por el

(51) Imposible, por otra parte, si se acepta la tesis del *numerus clausus* del catálogo legal de títulos-valores: EIZAGUIRRE, J.M.^a: *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., pp. 385-386.

(52) ROJO, A.: “El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador”, en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado*, op. cit., pp. 109-110; DÍAZ MORENO, A.: “La prenda de anotaciones en cuenta”, op. cit., p. 376.

(53) Sustancialmente de acuerdo, ROJO, A.: “El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto español de Decreto regulador”, en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, op. cit., pp. 108 y ss.; BERCOVITZ, A.: “El Derecho del Mercado de Capitales”, op. cit., p. 86; ANGULO RODRÍGUEZ, L.: “La representación de valores por anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero”, *Derecho de los Negocios*, núm. 19, 1992, p. 11. Por el contrario, manifiesta sus dudas RECALDE CASTELLS, A.: “La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)”, op. cit., p. 3095.

(54) SÁNCHEZ CALERO, F.: “Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta”, en VERDERA Y TUELLS, E.: (coord.), *El Nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, p. 93; RECALDE, A.: voz “Anotación en cuenta”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, volumen I, Madrid, 1995, pp. 461 y ss.

(55) PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 31-32.

(56) Artículo 25 del RD 116/1992: “Ejercicio de derechos económicos. 1. Los derechos al cobro de intereses, dividendos y cualesquiera otros de contenido económico se ejercitarán a través de las entidades adheridas o encargadas en cuyos registros estén inscritos los valores o con su asistencia. 2. El servicio de compensación y liquidación de valores comunicará al emisor puntualmente, a los efectos de lo previsto en el número anterior, el número de valores inscrito en los registros de cada entidad adherida”.

contrario, el inversor ha de encontrarse legitimado conforme a las indicaciones del registro contable, lo que requiere el establecimiento de mecanismos que permitan a la entidad emisora recibir la información pertinente⁽⁵⁷⁾.

- b) El principio de limitación de excepciones se establece en el artículo 9 IV: “La entidad emisora sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con el documento previsto en el artículo 6 y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos”⁽⁵⁸⁾. La literalidad, por lo tanto, resulta determinada por el contenido del documento —o del folleto o publicación que lo sustituyan— en el que conste “la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión”. Además de las que deriven de éste, las excepciones que podrá oponer la entidad emisora son similares a las excepciones cambiarias (artículo 20 de la LCCh, conforme a la remisión que realiza el artículo 56.2 de la LSA)⁽⁵⁹⁾.

(57) Artículo 22 RD 116/1992: “Suministro de datos a las emisoras sobre la identidad de sus accionistas. 1. Las normas de funcionamiento del servicio de compensación y liquidación de valores contendrán las previsiones necesarias para que, dentro del proceso de liquidación, todas las operaciones relativas a acciones de sociedades cuyos títulos habrían de ser nominativos en virtud de disposición legal sean comunicadas a dichas sociedades. 2. El servicio de compensación y liquidación de valores prestará, sin que ello pueda implicar el mantenimiento en el mismo de ficheros permanentes, el servicio de canalización de las solicitudes de otras sociedades que se formulen con ocasión de la celebración de cualquier Junta general y con referencia a la fecha contemplada en el artículo 104 de la Ley de Sociedades Anónimas. 3. Cualquier información de que dispongan las emisoras en relación con la identidad de sus accionistas deberá estar permanentemente a disposición de cualquiera de ellos”. Sobre la eficacia legitimadora, en general, vid. SÁNCHEZ CALERO, F.: “Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 100-105; RECALDE, A.: “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, op. cit., pp. 390-391; ÍDEM: “La representación de los valores: títulos y anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 2640 y ss.; ÍDEM: “La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)”, op. cit., pp. 3105 y ss.; ESPINA, D.: *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995, pp. 573 y ss.; GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, op. cit., pp. 424 y ss.; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta*, op. cit., pp. 195 y ss.; MADRID PARRA, A.: “La legitimación en los valores anotados”, op. cit., pp. 799 y ss.; RECALDE, A.: “Electronificación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 581-582; PERDICES HUETOS, A.B.: *El Libro Registro de Socios. La Legitimación del Socio en las Sociedades de Capital*, Madrid, 2000, pp. 225 y ss.; rid., 2000, pp. VARA DE PAZ, N.: “La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta”, op. cit. *passim*.

(58) PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 29-30.

(59) RECALDE, A.: “La representación de los valores: títulos y anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 2645-2646; ÍDEM: “Electronificación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 582-583; ÍDEM, “La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)”, op. cit., pp. 3109-11.; GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, op. cit., pp. 434 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 33-34.

- c) Por último, en el régimen de las anotaciones en cuenta se establece también un sistema de adquisición *a non domino* en el artículo 9 III de la LMV: “El tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeta a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave”⁽⁶⁰⁾.

IV. EL DERECHO DE PROPIEDAD SOBRE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA

1. La pretendida aplicación de las normas sobre cosas muebles corporales

De lo dicho hasta aquí, se podría extraer la conclusión de que el sistema de tenencia directa de valores desmaterializados, al conservar una relación directa entre el emisor y el inversor, así como el derecho de propiedad de éste, permite mantener intactos los esquemas propios del derecho de los títulos-valores. De esta forma, podría decirse, también ahora, que el derecho derivado del valor sigue al derecho sobre el valor. Todo ello requiere, como hemos visto, una intervención expresa del legislador, que habría consistido en “reestructurar todo el derecho especial de los títulos-valor, trasvasando con el debido cuidado una normativa articulada en función de la publicidad posesoria a una normativa que habrá de basarse en otros mecanismos de información o publicidad”⁽⁶¹⁾. Semejante construcción no sólo presenta la virtud de la elegancia, sino que, principalmente, permite aprovechar la doctrina de los títulos-valores, como ha reclamado la doctrina mayoritaria. La valores desmaterializados, representados mediante anotaciones en cuenta, representarían así “la culminación de la experiencia de los títulos-valores”⁽⁶²⁾.

Y, sin embargo, aunque probablemente no hubiera podido hacerse con más acierto, lo que resulta discutible es la propia conveniencia de la tarea. El mantenimiento de los esquemas propios de la circulación de las cosas muebles corporales resulta una empresa de dudoso éxito una vez que ya no hay cosa corporal o ésta no circula, por lo que puede resultar un objetivo inadecuado: la pretendida neutralidad tecnológica de la Ley resulta incompatible con una realidad que no es neutral, y en la que, por el contra-

⁽⁶⁰⁾ Sobre el principio, y las dificultades para su traslado a un sistema en el que ya no existe publicidad posesoria, PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 28 y ss.; RECALDE, A.: “La representación de los valores: títulos y anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 2646 y ss.; ÍDEM: “La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)”, op. cit., pp. 3111 y ss. GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, op. cit., pp. 439 y ss.; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta*, op. cit., pp. 229 y ss.; RECALDE, A.: “Electronificación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 583-584; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 32-33.

⁽⁶¹⁾ PAZ-ARES, C.: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., p. 26.

⁽⁶²⁾ EIZAGUIRRE, J.M.^a: *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., p. 386.

rio, el medio de representación de los derechos determina las propiedades que jurídicamente les pueden ser atribuidas⁽⁶³⁾.

El mantenimiento de los esquemas propios de las cosas muebles corporales presenta no pocas dificultades, dada la diferente estructura jurídica —documental, una, tabular la otra— de ambos medios de representación de los derechos, como se desprende de las numerosas adaptaciones del régimen general que resultan necesarias: las dificultades para la determinación de la ley aplicable conforme a la regla tradicional de la *lex rei sitae*⁽⁶⁴⁾; la sustitución de la reivindicabilidad de los valores sustraídos de la cuenta frente al adquirente de éstos, por una mera acción indemnizatoria frente al causante de la inexactitud⁽⁶⁵⁾; o la sustitución de las reglas generales sobre separación de la masa en los supuestos de insolvencia del intermediario por lo que, en esencia, no es sino una novación subjetiva —sin declaración de voluntad de ninguna de las partes— en el contrato de depósito y administración de valores⁽⁶⁶⁾. De ahí que el grado de cosificación jurídica lograda en el caso de lo que, como los valores mobiliarios desmaterializados, no es una cosa, puede no resultar suficiente para declarar aplicables los principios normativos de los títulos valores sin proceder a una previa redefinición o adaptación de éstos.

En cuanto a sus aspectos circulatorios, cabe recordar que la desmaterialización de los valores mobiliarios tiene su origen en la imposibilidad física de proceder a la liquidación de las operaciones bursátiles realizadas sobre títulos. Para la protección del

(63) ROGERS, J.S.: “An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision”, *Idaho Law Review*, 1994-1995, vol. 31, pp. 689 y ss. En este sentido, ya OLIVENCIA, M.: “La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)”, op. cit., pp. 27-29; DÍAZ MORENO, A.: “La prenda de anotaciones en cuenta”, op. cit., p. 376; RECALDE, A.: “La representación de los valores: títulos y anotaciones en cuenta”, en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. (dirs.): *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. V, op. cit., p. 2629; ÍDEM: “La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)”, op. cit., p. 3095; ÍDEM: “Electronificación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 597-598.

(64) PAZ-ARES, C. y GARCIMARTÍN, F.: “Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros”, *RDM*, 2000, núm. 238, pp. 1479 y ss.; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J. y GÓMEZ-SANCHA, I.: “Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional”, op. cit., pp. 98 y ss.

(65) Artículo 7.5 de la LMV: “La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros darán lugar a la responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado, frente a quienes resulten perjudicados. Dicha responsabilidad, en la medida de lo posible, habrá de hacerse efectiva en especie”.

(66) Artículo 44 bis 9 de la LMV: “Declarado el concurso de una entidad participante en los sistemas a que se refiere este artículo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de las competencias del Banco de España, podrá disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traslado de sus registros contables de valores a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad. De igual forma, los titulares de tales valores podrán solicitar el traslado de los mismos a otra entidad”. Vid. RECALDE, A.: “Electronificación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 601-602.

adquirente frente a los riesgos de existencia, consistencia y pertenencia de los derechos, los conceptos de (matizada) literalidad y autonomía no pueden construirse en este ámbito, como en el caso de los títulos-valores, a partir de la exigencia de una buena fe que presuponga la existencia de un negocio jurídico celebrado entre un *tradens* y un *accipiens*, en virtud del cual *la misma cosa* que pertenecía a uno pasa a ser propiedad del otro.

Por el contrario, existen supuestos —que no son, precisamente, los que exigen la desmaterialización de los títulos— en los que el negocio es liquidado por las propias partes. Pero incluso en tales casos, la tutela del adquirente de un valor desmaterializado no puede tener el mismo fundamento, ni la misma configuración, que la del adquirente de un título-valor: una vez que los valores son inmovilizados —igual que si son totalmente desmaterializados—, el titular pierde su posesión, con lo que desaparece la publicidad posesoria susceptible de generar en los terceros una confianza digna de protección. El que pretende adquirir determinados valores no tiene la posibilidad de consultar previamente el registro en el que figuran anotados, sino que se limita a transmitir la correspondiente orden a su intermediario, y a esperar de éste la confirmación de que la operación ha sido realizada. A falta de una verdadera publicidad formal, la protección de ese adquirente puede basarse en la confianza que deposita en el correcto funcionamiento del sistema y en la profesionalidad de los intermediarios, pero no en la apariencia⁽⁶⁷⁾.

En los supuestos normales de operaciones bursátiles sobre valores cotizados, en virtud del principio de mediación que rige en los mercados de valores, la preceptiva actuación a través de intermediarios habría eliminado la función de la posesión documental como elemento material capaz de fundar la doctrina de la apariencia⁽⁶⁸⁾; además, si la adquisición bursátil a *non domino* supone que uno de tales intermediarios

⁽⁶⁷⁾ Sobre la publicidad formal de los registros contables o, más bien, sobre la falta de ella, EIZAGUIRRE, J.M.^a: “Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos valores”, op. cit., pp. 86 y ss.; HUECK, A. y CANARIS, C.-W.: *Derecho de los Títulos-Valor*, op. cit., pp. 21-22; FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Un nuevo registro de «bienes»: el sistema de anotaciones en cuenta de valores”, *RDCI*, núm. 593, pp. 1213 y ss.; DÍAZ MORENO, A.: “La prenda de las anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 383 y ss.; SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 476 y ss.; PAZ-ARES, C.: “Naturaleza jurídica de la letra de cambio”, op. cit., pp. 22-23; ÍDEM: “La desincorporación de los títulos-valor”, op. cit., p. 32; RECALDE, A.: “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, op. cit., pp. 393 y ss.; ÍDEM: Voz “Anotación en cuenta”, op. cit., pp. 462-463; ÍDEM: “Electronificación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 598-601; GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, op. cit., pp. 453 y ss.; MARTÍNEZ-ECHEVERRÍA, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta*, op. cit., pp. 87 y ss.; EINSELE, D.: “Modernising German Law: Can the Unidroit Project on Intermediated Securities Provide Guidance?”, *Unif. L. Rev.*, 2005-1/2, pp. 252-253; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 23-27. Sobre el tema, resulta de particularmente esclarecedor ROGERS, J.S.: “Negotiability as a System of Title Recognition”, *Ohio St. L.J.*, 1987, vol. 48, núm. 1, pp. 197 y ss.

⁽⁶⁸⁾ DE LA CUESTA RUTE, J.M.^a: *El dinero y la representación de las posiciones acreedoras y deudoras en el tráfico mercantil*, pp. 136, 139-141.

dispone de determinados valores sin contar con una orden previa del inversor, aquél resulta ser más bien un *falsus procurator*; y el adquirente que requiere la protección del ordenamiento no es el tercero al que se refiere el artículo 9 III de la LMV, sino el segundo que adquiere los valores de los que ha dispuesto un intermediario negligente o desleal ⁽⁶⁹⁾.

En cualquier caso, en los supuestos de operaciones bursátiles no se produce una verdadera transmisión de un vendedor a un comprador ⁽⁷⁰⁾. La liquidación de los negocios bursátiles se produce por compensación multilateral de los saldos acreedores y deudores de valores y efectivo que, como consecuencia de aquéllos, correspondan a cada una de las entidades adheridas al Depositario Central de Valores ⁽⁷¹⁾. De esta forma, en la fecha de la liquidación, éste practica los correspondientes abonos y adeudos en las cuentas de los intermediarios adheridos, y éstos a su vez abonan y adeudan los valores en las cuentas de los adquirentes y de los transmitentes respectivamente ⁽⁷²⁾.

⁽⁶⁹⁾ De ahí que, entre los principios que deberían inspirar la legislación comunitaria europea, el de buena fe implica, según la versión definitiva de EU CLEARING AND SETTLEMENT. LEGAL CERTAINTY GROUP. DRAFT ADVICE, p. 6: “An account holder who has a book entry made in his favour, may rely on that book entry against the account provider and against any third party unless he know or ought to have known that the book entry should not have been made. A rule will be needed within the new legislation specifying how this test is to be applied”.

⁽⁷⁰⁾ En el Anteproyecto de UNIDROIT esto resulta indiscutible, ya que se establece que la adquisición de un “valor intermediado” requiere únicamente el abono en la cuenta del adquirente, sin que para ello sea necesario el correlativo adeudo en la cuenta del anterior titular; no hay transmisión de un vendedor a un comprador; sino que se produce la extinción de los derechos que aquél tenía frente al intermediario, y la constitución de unos nuevos a favor de éste. Así, el artículo 9 establece: “1. Subject to Article 13, intermediated securities are acquired by an account holder by the credit of securities to that account holder’s securities account. 2. No further step is necessary, or may be required by the non-Convention law, to render the acquisition of intermediated securities effective against third parties. 3. Subject to Article 13, intermediated securities are disposed of by an account holder by the debit of securities to that account holder’s securities account”. En este sentido, EINSELE, D.: “Modernising German Law: Can the Unidroit Project on Intermediated Securities Provide Guidance?”, op. cit., p. 259.

⁽⁷¹⁾ Artículo 55.1 del Real Decreto 116/1992: “Liquidación y compensación de operaciones bursátiles. 1. La liquidación de las operaciones bursátiles tendrá lugar por compensación multilateral, a través del servicio de compensación y liquidación de valores, de los saldos acreedores y deudores de valores y efectivo que como consecuencia de ellas correspondan a cada una de las entidades adheridas (...)”.

⁽⁷²⁾ Artículo 37 del Real Decreto 116/1992: “Inscripción de transmisiones derivadas de operaciones bursátiles. 1. En la fecha de liquidación de las operaciones sobre valores admitidos a negociación en Bolsa, el servicio de compensación y liquidación de valores abonará los valores y practicará el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes entidades adheridas. 2. Las entidades adheridas, en la fecha de liquidación, abonarán los valores en las cuentas de los adquirentes. El mismo día, las entidades adheridas que hayan puesto a disposición del servicio los valores vendidos harán el correspondiente adeudo en las cuentas de los transmitentes. Lo propio harán, en virtud de la comunicación que al efecto les dirija el servicio, las entidades adheridas en cuyo registro estén inscritos los valores prestados conforme al artículo 57 de este Real Decreto”.

En consecuencia, mediante anotación contable, todos los valores negociados en una determinada fecha son enajenados y adquiridos simultáneamente⁽⁷³⁾.

Es cierto que, mediante el sistema de referencias de registro, resulta posible lograr la trazabilidad de las operaciones realizadas sobre los valores, pero eso nada afecta al carácter fungible de éstos. De ahí la dificultad para mantener la ficción de que lo que uno enajena y otro adquiere es la misma cosa⁽⁷⁴⁾, a la vista de que: (i) dada la imposibilidad de individualizar el bien reivindicado, debido a su carácter fungible, el titular desposeído carece de una verdadera acción reivindicatoria: frente al adquirente no tiene una acción real, sino meramente obligacional⁽⁷⁵⁾; (ii) normalmente, el titular desposeído de sus valores por un acto culpable o negligente de su intermediario relevante, puede resarcirse más fácilmente exigiendo una indemnización —generalmente, *in natura*, dado el carácter fungible de aquéllos— de dicho intermediario, que reivindicando unos concretos valores al adquirente de éstos; (iii) la trazabilidad de las operaciones, sobre todo, sólo es posible mientras hayan sido realizadas por entidades adheri-

(73) En este sentido, RECALDE, A.: “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, op. cit., pp. 399-401. El tema es desarrollado en ROGERS, J.S.: “An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision”, op. cit., pp. 689 y ss. Y, en el ámbito comunitario europeo, se afirma en LEGAL CERTAINTY GROUP. SUBJECT 1—BOOK-ENTRY SECURITIES (*first working draft, 4 September 2007*), p. 8: “Probably, there was no transfer from one person to another in modern securities settlement system (SSS). And it appeared therefore illogical to try to find a moment for that non-existing transfer. The final credit to a specific securities account is often the result of a chain of transactions or operation in the SSS. (...) Furthermore the concept of ‘moment of transfer’ is heavily influenced by the traditional model of holding and transferring physical certificates and the legal thinking in that environment though in all systems, the by far greatest part of securities is dematerialised or, at least, immobilised. Consequently, no rule should be proposed about moment of transfer. It would be sufficient to state, as above, that the account holder becomes entitled to book entry rights as of the moment at which the credit entry is made on the account holder’s account with the account provider, and ceases to be entitled to them upon a debit entry being made to this account (subject to specific rules dealing with ‘conditional credits’)”. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/20070910-book_entry_lc-g13_en.pdf.

(74) A este respecto, señala ROGERS, J.S.: “The key point, however, is that the only reason that one would need to trace the path of an individual item of property through the settlement process is to enable one, by the technique made famous by Procustes, to squeeze the analysis into the same conceptual structure used for simple face to face deliveries of discrete identifiable physical objects”. (“An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision”, op. cit., p. 694.

(75) El propio PAZ-ARES señala que “alguno de estos principios que venimos examinando y, señaladamente, el de adquisición a *non domino* tienen poco sentido en relación a las transacciones bursátiles, puesto que la fungibilidad de los valores decretada por la ley (v. art. 8 II LMV) soluciona ya el problema de la irreivindicabilidad. La razón es clara: el *verus dominus* no puede ejercitar la acción reivindicatoria porque falta el requisito relativo a la especificación de su objeto”. (“La desincorporación”, op. cit., p. 30). Vid. también PERDICES HUETOS, A.B.: *El Libro Registro de Socios. La Legitimación del Socio en las Sociedades de Capital*, op. cit., pp. 239 y ss.; RECALDE, A.: “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, op. cit., pp. 401-402; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, op. cit., pp. 20 y 32-33.

das al sistema; sin embargo, resulta imposible en cuanto la cadena de intermediarios incluye a entidades no adheridas.

Si las dificultades para alcanzar el objetivo de la cosificación no resultan insuperables, mantener el valor “cosificado” —como pone de manifiesto este último aspecto— sí lo es: a pesar de la intención del legislador, resulta técnicamente imposible mantener todas las operaciones dentro del sistema de tenencia directa, con lo que los valores se “descosifican” en cuanto son objeto de negocios realizados fuera del mismo⁽⁷⁶⁾. Como ya hemos señalado, el titular de una cartera de valores normalmente no conoce, más allá de aquél al que ha elegido y con el que ha contratado voluntariamente, qué intermediarios participan en la custodia de aquélla ni dónde se encuentra cada uno de ellos. La tenencia de valores, sin embargo, implica frecuentemente la constitución de una cadena de contratos de custodia, en la que intervienen distintos depositarios y sub-depositarios, de tal forma que, en cada eslabón de la cadena, un intermediario gestiona una cuenta de valores en nombre del intermediario situado en el eslabón inferior, y cada uno de ellos sólo conoce la identidad de ese tenedor de la cuenta; así, la identidad del inversor sólo aparece reflejada en los registros del último intermediario. Pues bien, los sistemas de tenencia directa, al tratar de reproducir los esquemas del Derecho de cosas, son incapaces de abarcar la complejidad de tales relaciones, de tal forma que, en cuanto interviene más de un intermediario, los siguientes eslabones —incluido, por lo tanto, el inversor final— no son sino tenedores indirectos de los valores.

Si desde el punto de vista circulatorio, la protección jurídico-obligacional (artículo 9 IV de la LMV) y jurídico-real (artículo 9 III de la LMV) no alcanza a tales adquirentes —de tal forma que han de soportar los riesgos de existencia, consistencia y pertenencia del valor— desde el punto de vista legitimatorio la eficacia de las anotaciones contables resulta completamente diferente de la que se predica de los títulos-valores. En el caso español, el que, conforme al artículo 11 de la LMV, “se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta”, es únicamente el que figure en la inscripción practicada en el registro contable de la entidad adherida al depositario central (“la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable”). Pero esa persona puede no ser sino un intermediario; esto es, sólo uno más de los eslabones de la cadena que unen al emisor con el inversor, que es el verdadero titular del valor. Esto posibilita que, conforme al Derecho de sociedades, accionista no sea el inversor que ha comprado las acciones, sino la empresa de servicios de inversión que, siguiendo la cadena de intermediarios, figura como titular en el registro de la entidad adherida a *Iberclear*⁽⁷⁷⁾. La relación entre ese intermediario y el inversor (o, en su caso, entre los intermediarios situados

(76) Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J.: “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems”, op. cit., p. 5, en nota núm. 7.

(77) GÓMEZ-SANCHA, I.: “Indirect holdings of securities and exercise of shareholders rights (a Spanish perspective”, op. cit., pp. 48-50.

entre ambos a lo largo de la cadena) no es regulada por las normas societarias, sino que es estrictamente contractual. Puesto que el inversor, por cierto, elige a su intermediario, y el régimen de tenencia directa o indirecta de los valores depende de que éste se encuentre o no adherido al sistema, cabe concluir que el régimen de tenencia de los valores depende de la voluntad del inversor⁽⁷⁸⁾.

2. ¿Es necesario introducir un concepto de propiedad especial?

El propio legislador comunitario ha tenido que reconocer los efectos derivados de los supuestos de tenencia indirecta en la *Directiva sobre determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas*⁽⁷⁹⁾. La finalidad de ésta es facilitar el ejercicio de tales derechos y, entre ellos, señaladamente, el de voto. Y, sin embargo, no tiene más remedio que reconocer que ese accionista al que pretende proteger no es sino “la persona física o jurídica que la legislación aplicable reconozca como tal” (artículo 2), y que con frecuencia no coincidirá con la persona del inversor⁽⁸⁰⁾. Para que éste pueda ejercer el derecho de voto, por lo tanto, es necesario el recurso a mecanismos como la delegación del voto del intermediario (el accionista) en favor de los inversores (los propietarios de los valores) que figuren en sus registros contables, o la subordinación

⁽⁷⁸⁾ Por esa razón, dicha decisión ha de poder ser adoptada de manera informada. El *Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre*, (BOE núm. 41, de 16 de febrero, pp. 8706 y ss.) establece en su art. 65: “Requisitos de información con vistas a la salvaguardia de los instrumentos financieros o los fondos de los clientes. 1. Las entidades que prestan servicios de inversión y que mantengan instrumentos financieros o fondos de sus clientes deberán proporcionar a sus clientes minoristas, incluidos los potenciales, la información contenida en este artículo que resulte pertinente (...) 2. Se informará al cliente de la posibilidad de que los instrumentos financieros o los fondos sean depositados en un tercero por cuenta de la entidad, así como de su responsabilidad, en virtud de la legislación nacional aplicable, por cualquier acto u omisión del tercero, y de las consecuencias para el cliente de la insolvencia de ese tercero. 3. Cuando, en el caso de instrumentos financieros depositados en el extranjero, estos se encuentren depositados en una cuenta global de un tercero, se deberá informar previamente al cliente al respecto, debiendo advertirle claramente de los riesgos resultantes. 4. Cuando, con arreglo a la legislación del Estado en el que estén depositados los instrumentos financieros no sea posible diferenciar los instrumentos financieros de los clientes en poder de un tercero de aquellos de los que sea titular ese tercero, se deberá informar al cliente al respecto, incluyendo una advertencia bien visible sobre los riesgos resultantes (...)”.

⁽⁷⁹⁾ *Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas* (DO núm. L 184, de 14 de julio, pp. 17 y ss.).

⁽⁸⁰⁾ Razón por la que el artículo 13 de la Directiva establece: “1. El presente artículo se aplicará cuando una persona física o jurídica reconocida como accionista por la legislación aplicable actúe a título profesional en nombre de otra persona física o jurídica («el cliente»). 2. Cuando la legislación aplicable supedita el ejercicio del derecho de voto de un accionista en el sentido del apartado 1 a obligaciones de información, dichas obligaciones no podrán exceder la comunicación de una lista en la que se indique a la sociedad la identidad de cada cliente y el número de acciones respecto de las cuales se ejerce el derecho de voto en su nombre (...)”.

del voto de aquél al cumplimiento de las instrucciones de éstos, lo que plantea problemas —especialmente de gobierno corporativo— todavía no resueltos⁽⁸¹⁾.

Si el beneficiario de los derechos derivados del valor es el inversor, pero legitimado para asistir y votar en la Junta General, en cuanto que accionista, está únicamente el intermediario, se hace evidente que, una vez que ha sido total o parcialmente desmaterializado, los derechos derivados del valor ya no siguen al derecho sobre el valor: a pesar del voluntarismo de doctrina y legislador, un título-valor desmaterializado puede no ser funcionalmente equivalente a un título-valor⁽⁸²⁾. Los sistemas de tenencia directa, con los que doctrina y legislador han pretendido mantener los principios de los títulos-valores, se muestran en estas circunstancias como un meritorio pero inútil esfuerzo por adaptar la realidad al Derecho⁽⁸³⁾. De ahí que los trabajos legislativos más recientes en este ámbito apunten, si no hacia la imposición, sí hacia el reconocimiento de los efectos de la tenencia indirecta de valores⁽⁸⁴⁾. Como hemos visto, en el ordenamiento norteamericano los valores desmaterializados son objeto de una propiedad

(81) De ahí que en el Considerando 11, se admita que “(c)uando estén implicados intermediarios financieros, la eficacia de la votación con arreglo a instrucciones depende en gran medida de la eficacia de la cadena de intermediarios, puesto que los inversores a menudo no están en condiciones de ejercer los derechos de voto que confieren sus acciones sin la cooperación de cada uno de los intermediarios de la cadena, que pueden no tener un interés económico en las acciones. Para permitir que el inversor ejerza sus derechos de voto en situaciones transfronterizas es, pues, importante que los intermediarios faciliten el ejercicio de dichos derechos. La Comisión debe seguir estudiando este asunto en el contexto de una Recomendación, a fin de garantizar que los inversores tienen acceso a servicios de votación efectivos y que los derechos de voto se ejercen de conformidad con las instrucciones dadas por los mencionados inversores”.

(82) ROGERS, J.S.: “An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision”, op. cit., pp. 689 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, op. cit., pp. 30-31.

(83) GÓMEZ-SANCHA, I.: “Indirect holdings of securities and exercise of shareholders rights (a Spanish perspective)”, op. cit., p. 37. En este sentido, en UNIDROIT SECRETARIAT: “Explanatory Notes to the Preliminary Draft Unidroit Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary”, op. cit., p. 44: “The structural and technological innovations that have made the modern securities holding system possible have not been universally matched by corresponding levels of legislative modernisation. This is not to say that the legal framework has not been carefully revised to date; but the legislation often used traditional concepts adapted from other contexts. This causes a conceptual problem which rests upon the attempt to comprehend the modern system of holding through intermediaries under the terms of custody or deposit of physical objects”. El documento oficial, con el título Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary. Explanatory Notes, UNIDROIT STUDY LXVIII Doc. 19 (December 2004), se encuentra disponible en la página <http://unidroit.org/english/documents/2004/study78/s-78-019-e.pdf>.

(84) Entendemos que no otra cosa significa el hecho de que, iniciado “el procedimiento concursal de una entidad depositaria de valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de las competencias del Banco de España, podrá disponer de forma inmediata el traslado a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad, de los valores depositados por cuenta de sus clientes, incluso si tales activos se encuentran depositados en terceras entidades a nombre de la entidad que preste el servicio de depósito (...)” [art. 70 ter. f) II LMV, introducido por la Ley 4/2007, de 19 de diciembre (BOE del 30), mediante la cual se incorpora al ordenamiento español, en este punto, la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros; más conocida por sus siglas en inglés como MiFID).

especial, para lo que se acuña un concepto nuevo (*securities entitlement*); lo mismo sucede en el Anteproyecto de Convención de UNIDROIT, en el que, en sus últimas versiones, el concepto de “*securities held with an intermediary*” ha sido sustituido por el de “*intermediated securities*”⁽⁸⁵⁾; y una solución similar ha sido propuesta en el ámbito comunitario europeo⁽⁸⁶⁾. La Ley española, sin embargo, no contempla por ahora el régimen aplicable a los supuestos de tenencia indirecta, lo que resulta agravado por el hecho de que, en el caso de las anotaciones en cuenta, el ejercicio de los derechos exige en todo caso —aunque de manera diferente según se trate de derechos políticos o económicos— alguna forma de colaboración del intermediario; la relación contractual entre los distintos eslabones de la cadena, y, especialmente, la relación entre el inversor y su intermediario relevante, pasa así a un primer plano⁽⁸⁷⁾.

(85) *Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities*. UNIDROIT 2008 CONF. 11-Doc. 3. February 2008. Art. 1: “In this Convention: ... (b) «*intermediated securities*» means securities credited to a securities account or rights or interests in securities resulting from the credit of securities to a securities account”. El concepto, por cierto, procede de un ordenamiento de Derecho civil, como es el suizo, cuya regulación proyectada se basa también en el reconocimiento de una nueva clase de propiedad, denominada “valor intermediado” (*titre intermédiaire*) Art. 3 “*Titres intermédiaires*. 1. Sont des titres intermédiaires au sens de la présente loi les créances et les droits sociaux fongibles à l’encontre d’un émetteur: (a) qui sont inscrits au crédit d’un compte de titres, et (b) dont le titulaire du compte peut disposer selon les dispositions de la présente loi. 2 Les titres intermédiaires sont opposables au dépositaire ainsi qu’à tout tiers; ils sont soustraits à la mainmise des autres créanciers du dépositaire”. El Proyecto de Ley está disponible en <http://www.admin.ch/ch/f/ff/2006/8919.pdf>. THÉVENOZ, L.: “New Legal Concepts regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction-The Swiss Draft Act”, *Unif. L. Rev.*, 2005-1/2, pp. 301 y ss. ÍDEM: “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law”, op. cit., pp. 38-39.

(86) Aunque finalmente no fue incorporado al texto definitivo, en EU CLEARING AND SETTLEMENT. LEGAL CERTAINTY GROUP. DRAFT ADVICE (*as discussed at the meeting 29-30, June 2006*) se afirma: “As interests in Securities are clear and separate from the security (the object of ownership), we must define clearly and precisely exactly what Interests in Securities are, in order to move forward. To do so properly, the conceptualisation must take account of the difference between normal ownership rules for movable assets (on which much of property, including pledge law, is based) and the fact that the possibility of exercising the rights in question (and hence their economic value) depends neither on the issuer nor the owner but on a third party (i.e., the account provider) (...) it may be preferable to classify Interests in Securities as a new legal asset.” (disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm).

(87) Así, en el Anteproyecto de UNIDROIT se establece en el artículo 7: “1. The credit of securities to a securities account confers on the account holder: (a) the right to receive and exercise the rights attached to the securities, including in particular dividends, other distributions and voting rights (...); (b) the right, by instructions to the relevant intermediary, to effect a disposition under Article 9 or grant an interest under Article 10; (c) the right, by instructions to the relevant intermediary, to cause the securities to be held otherwise than through a securities account (...) 2. Unless otherwise provided in this Convention: (a) the rights referred to in paragraph 1 are effective against third parties; (b) the rights referred to in paragraph 1(a) may be exercised against the relevant intermediary or the issuer of the securities, or both, in accordance with this Convention, the terms of the securities and the law under which the securities are constituted; (c) the rights referred to in paragraph 1(b) and 1(c) may be exercised only against the relevant intermediary”. Además, en el artículo 20: “1. An intermediary is neither bound nor entitled to give effect to any instructions with respect to intermediated securities of an account holder given by any person other than that account holder (...)”.

Sin embargo, no resulta aquélla una tarea sencilla. Si el reconocimiento de los efectos de la tenencia indirecta supone el abandono de los esquemas y principios propios de los títulos-valores, y certifica la existencia una nueva realidad que exige separar, conceptual y legalmente, la propiedad del activo financiero (los derechos que el abono en la cuenta de un intermediario confiere al titular de la misma) de los valores subyacentes, los distintos intermediarios que participan en la cadena de custodia pueden adquirir algún tipo de derecho derivado de los valores subyacentes más allá de los propios de un simple mandatario⁽⁸⁸⁾. Y esto no sólo podría resultar incompatible con los sistemas de tenencia directa⁽⁸⁹⁾, sino con el propio concepto de propiedad existente en los países de Derecho civil⁽⁹⁰⁾.

(88) En España, podría discutirse si la titularidad del depositante se convierte en un derecho de crédito frente al depositario —que adquiere la propiedad de los valores— en caso de que aquél consienta expresamente que éste los utilice por cuenta propia. Es cierto que, dado el carácter fungible de los valores, y de acuerdo con las normas generales del depósito, el contrato se convertiría en préstamo (arg. ex arts. 1768 y 1740 del CC). Sin embargo, el empleo del término depósito se explica por razones históricas, y no debe entenderse en sentido técnico; y ello se debe no ya a que “sólo pueden ser objeto de depósito las cosas muebles” (art. 1761 del CC), sino que el contenido de tal contrato es más bien el de la comisión. Cfr. RECALDE CASTELLS, A.: “La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)”, en AA.VV.: *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, tomo III, Valencia, 1995, p. 3094, n. 4; RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I.: *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*, Madrid/Barcelona, 2004, pp. 119 y ss.

(89) THÉVENOZ, L.: “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law”, op. cit., pp. 39 y ss.

(90) GÓMEZ-SANCHA, I.: “Indirect holdings of securities and exercise of shareholders rights (a Spanish perspective)”, op. cit., p. 57. La incompatibilidad del Anteproyecto de UNIDROIT con el concepto legal de propiedad del Derecho alemán, proponiendo el recurso a una institución similar al trust (*Treuhand*), ha sido puesto de manifiesto en EINSELE, D.: “Modernising German Law: Can the Unidroit Project on Intermediated Securities Provide Guidance?”, op. cit., pp. 257-269. Entre nosotros, una referencia al tema ya en ROJO, A.: “El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador”, en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado*, op. cit., pp. 113-116. Tal separación resulta innecesaria según KHIMJI, M.F.: “The Securities Transfer Act-The Radical Reconceptualization of Property Rights in Investment Securities”, *Alberta Law Review*, 2007-2008, vol. 45, pp. 137 y ss.

LA REGULACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES EMITIDOS INDIVIDUALMENTE EN SOPORTE ELECTRÓNICO

MANUEL ALBA FERNÁNDEZ (*)

*Profesor Titular Interino de Derecho Mercantil
Universidad Carlos III de Madrid*

RESUMEN

Las normas sobre comercio electrónico han probado ser, como el resto del Derecho privado y especialmente el mercantil, una especie en continua evolución. Ello en buena medida viene dado por el hecho de regular un medio parte de cuyas utilidades aún está pendiente de reconocimiento jurídico. Un buen ejemplo son los títulos valores, y en especial aquellos que son emitidos individualmente. La fuerte dependencia de la posesión que muestra el régimen de estos títulos valores (o mejor dicho, de los derechos que incorporan) plantea no pocos e interesantes problemas a la hora de diseñar la normativa sobre sus equivalentes electrónicos. El presente artículo constituye un intento de analizar tales problemas y proporcionar criterios para resolverlos.

Palabras clave: Títulos valores, contratación electrónica, transmisión de derechos.

ABSTRACT

Electronic commerce law, like the rest of private and commercial law, has proved to be a species in a continuous evolution. Among other reasons, this is due to the fact that it refers to a medium part of whose applications still lacks an express legal recognition. A good example thereof is negotiable instruments, such as promissory notes, letters of exchange or documents of title. The legal regime for the transfer of rights under any of those kinds of instruments shows a sharp dependence on possession. Such dependence poses many and very interesting questions in the framework of the regulation of electronic equivalents to negotiable documents. This article constitutes an attempt to analyze such problems and provide guidelines for their resolution.

Key words: Negotiable instruments, electronic commerce, transfer of rights.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LAS REGLAS DEL JUEGO TRADICIONALES Y SU SENTIDO.
- III. LA RÉPLICA ELECTRÓNICA DE LAS PIEZAS CLAVE DEL SISTEMA POSESORIO PREEXISTENTE.

(*) manuel.alba.fernandez@uc3m.es.

1. **Particularidades de los sistemas basados en la identificación de un equivalente electrónico de la posesión y el mantenimiento de la estructura protocolaria presente en el mundo del papel.**
 2. **La construcción de la noción de título valor o documento negociable electrónico.**
 3. **Cualidades añadidas del título valor electrónico y requisitos para su uso y eficacia.**
- IV. REFLEXIONES SOBRE LA IDONEIDAD DEL SISTEMA PROTOCOLAR BASADO EN EL FENÓMENO POSESORIO PARA LA REGULACIÓN DE TÍTULOS VALORES EMITIDOS INDIVIDUALMENTE EN SOPORTE ELECTRÓNICO.
1. **Funciones del documento en papel en el marco de la regulación de los títulos valores.**
 2. **La referencia que debe guiar la búsqueda de la equivalencia funcional: ¿posesión o publicidad/apariencia?**
 3. **La “adicción” al control del documento.**
- V. ALGUNAS OBSERVACIONES SOBRE LA FUNCIÓN DE LOS DIFERENTES TIPOS DE DOCUMENTOS ALUDIDOS Y LA REGULACIÓN DE SU EMISIÓN EN SOPORTE ELECTRÓNICO.
-

I. INTRODUCCIÓN

El objeto del breve escrito que aquí comienza será adentrarse en los problemas y tendencias seguidas en el marco del empleo y regulación de los títulos valores emitidos individualmente en soporte electrónico. Lo que agrupa a los títulos incluidos en esta categoría es que se trata de títulos, no sólo emitidos al amparo de una operación singular, sino además emitidos con carácter individual. Por contraposición a los valores emitidos en masa, los títulos emitidos individualmente no se integran en un conjunto homogéneo, ni se presentan por tanto en relación de fungibilidad con otros títulos o valores emitidos dentro de la misma serie o clase, y con los que eventualmente pueden compartir el negocio de emisión del que traen origen, además de idéntico contenido⁽¹⁾. Los títulos valores emitidos individualmente, en el sentido expuesto, no presentan una relación de fungibilidad con otros títulos, incluso cuando éstos puedan llegar a presentar igual contenido. Son por ello tratados por el Derecho como bienes no fungibles, en

⁽¹⁾ Vid. EIZAGUIRRE, J.M. de: *Derecho de los títulos valores*, Thomson Civitas, Madrid, 2003, pp. 56-58, 380 y ss.; ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: *Derecho del mercado financiero*, Marcial Pons, Madrid, 2005, 3.ª ed., pp. 170-171.

los diferentes roles que hipotéticamente pueden asumir, en particular, como objeto de negocios jurídicos⁽²⁾.

Nos referiremos en particular en este trabajo a los títulos valores emitidos individualmente que, con independencia de su forma de emisión, en la clasificación tradicional de los títulos valores en función del contenido del derecho que incorporan se incluyen entre los títulos jurídico-obligacionales⁽³⁾. En ellos incluimos la letra de cambio, el cheque y el pagaré, así como los títulos de tradición o representativos de mercancías. Como sabemos, en ambos casos se trata de títulos que son emitidos para el cumplimiento de una obligación concreta derivada de la relación que subyace a su emisión. El título se emite de este modo de manera individual, y en él queda incorporada la obligación cartácea, que se superpone a la obligación en cada caso (en la emisión y en las eventuales transmisiones) causal.

Al reconocimiento de su carácter individual no obsta el hecho de que, como sucede en ocasiones, se halle más o menos difundida la práctica de emitir más de un original del título (originales que responderían a una única obligación subyacente), y que la ley incluso reconozca y regule tal posibilidad. Dicha práctica es en realidad contraria a los planteamientos en los que se basan las normas que regulan esta clase de títulos. Bajo ellas, el título en sí no pierde su carácter individual, prueba de lo cual es que, cuando las normas en medida alguna reconocen y se refieren a esta posibilidad, lo hacen para someter el empleo de los diferentes originales precisamente a la consideración unitaria del documento a efectos jurídicos⁽⁴⁾. Tampoco deben verse

(2) En este papel específicamente es donde se aprecian las diferencias respecto de los valores emitidos en masa, dada su mencionada asimilación a los bienes fungibles. Así, por ejemplo, en los contratos de préstamos de valores, en los que, al igual que sucede con el numerario, el prestatario adquiere la propiedad y se compromete a restituir el *tantum dem eius dem generis*; claramente a los efectos de compensación entre diferentes entidades titulares o depositarias de valores (vid. EIZAGUIRRE: *Derecho de los títulos valores*, op. cit., pp. 380 y ss.).

(3) Vid. nuevamente EIZAGUIRRE: *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., pp. 55-56, que distingue esta categoría, en la clasificación que adopta, de los títulos de participación (acciones) y los títulos jurídico reales (que incorporan un derecho real o un derecho de crédito garantizado con un derecho real).

(4) Así sucede, por ejemplo, en las normas que exigen la entrega o presentación de todos los originales para que se den los efectos legitimatorios propios de la emisión y circulación del documento; o las que, en la opción contraria, pero con igual finalidad de preservar el funcionamiento del título como documento individual, estiman suficiente la presentación de uno de los originales para apreciar los mismos efectos legitimatorios (positivos, *i.e.*, para el acreedor de la obligación cartácea, y negativos, *i.e.*, para el deudor) y determinar la pérdida de cualquier validez o eficacia del resto de los originales que puedan permanecer en circulación. Debe tomarse en cuenta, además, que para que los anteriores principios funcionen en la manera descrita, las normas suelen exigir que en el texto del propio documento, y de sus originales, figure el hecho de que ha sido emitido en varios originales. En caso contrario, la presencia de múltiples originales, respondan o no a una única obligación originaria subyacente, en realidad supondrá la emisión de múltiples títulos individuales, y el nacimiento de otras tantas obligaciones en el plano cartáceo [vid. artículos 79 y 80 de la Ley 19/1985, de 16 de julio, cambiaria y del cheque —BOE núm.

obstáculos, obviamente, al carácter individual de estos títulos en el hecho de que puedan ser negociados en un mercado organizado o insertados en un sistema de compensación, como es el caso de los títulos de pago: letras de cambio, cheques y pagarés.

Dicho esto, y sentada la acotación precedente, aspiramos a que los principios y propuestas que serán en lo sucesivo realizadas tengan utilidad para todos aquellos títulos valores emitidos individualmente, y que por tanto, con independencia del contenido del o los derechos incorporados, y de su naturaleza y objeto, funcionen de la misma manera en la cobertura del objetivo del régimen mismo de los títulos valores: proporcionar una muy específica mecánica para la transmisión de derechos y la legitimación para su ejercicio.

II. LAS REGLAS DEL JUEGO TRADICIONALES Y SU SENTIDO

Tal como se desprende de su encabezamiento, el objetivo que con el presente capítulo perseguimos de manera principal es valorar las opciones legislativas que seamos capaces de atisbar con la finalidad concreta de diseñar la legislación idónea para los que ya se ha dado en denominar los títulos valores o los documentos negociables electrónicos⁽⁵⁾. Algunas de esas opciones legislativas ya pueden ser observadas en los pocos ordenamientos que en la actualidad incluyen dicha regulación. Otras, en cambio, pueden y deben ser identificadas, analizadas y, finalmente y en su caso, propuestas en aplicación de los principios rectores de las disciplinas entre las que se mueve el presente escrito, es decir, el Derecho del comercio electrónico y el Derecho de los títulos valores.

El Derecho del comercio electrónico en ocasiones sigue resultando ciertamente inquietante para el analista jurídico. Y ello, dada su todavía corta existencia, por dos circunstancias muy concretas. En primer lugar, porque se trata de una parcela cuya preocupación es proveer el reconocimiento del empleo de medios de comunicación

172, de 19 de julio—, relativos a la letra de cambio emitida en varios ejemplares; en la misma línea vid. la sección 80112 del capítulo 801, título 49 del *United States Code Service (Federal Bills of Lading)* —Pomerene— Act de 1916, o la sec. 7-304 y 7-402 del *Uniform Commercial Code* (UCC), donde sólo se permite la emisión de un conocimiento de embarque en múltiples ejemplares en tráficos internacionales en los que sea costumbre, y en tal caso se especifica que la totalidad de los ejemplares serán considerados un único conocimiento de embarque (la única negociación válida, y que confiere la única titularidad cuando las partes o ejemplares se negocian a diferentes personas, será en estos casos la primera en ser realizada).

(5) Con el término negociables en este contexto nos referimos a los títulos valores también denominados transferibles, por haber sido emitidos a la orden o al portador; son tales títulos los que de manera más clara reciben la aplicación de las normas que caracterizan el específico régimen de transmisión de derechos propio de los títulos valores. Y ello, como se ve, con independencia de que tales títulos, documentos o valores sean además negociables en un mercado organizado determinado, en aplicación del sentido que esta expresión tiene en la terminología de los mercados de valores.

electrónicos con finalidad y efectos jurídicos y, en lo que a nosotros sobre todo nos interesa, contractuales. Dichos medios, como se sabe, despliegan su utilidad más perceptible en el campo formal y probatorio⁽⁶⁾. En segundo lugar, la técnica sistemática, analítica y legislativa en la que se basa obedece a una serie de principios que se han identificado con validez general en la cobertura del señalado objetivo, y que por tanto deben guiar la regulación del empleo de tales medios, los electrónicos, en todas aquellas facetas, y con las diferentes finalidades concretas, que el Derecho todavía no contemple. Esta última situación es en la que en muy buena medida nos hallamos a la hora de tratar de desentrañar qué son los títulos valores electrónicos, cómo están llamados a funcionar y cómo debe contemplarlos el Derecho, el Derecho de los títulos valores electrónicos (si es que la expresión no encierra ya en sí misma algún tipo de contrasentido).

Enunciar los objetivos que en el plano técnico jurídico dicta la aplicación de los recién mencionados principios en no más de dos frases resulta algo complicado. Sin embargo, y sin más pretensiones que la de describir mejor el objeto de nuestros esfuerzos, lo intentaremos diciendo que tales objetivos son los de identificar, de la forma lo más definida posible las medidas que desde la ley deben tomarse para la regulación de los títulos valores, de manera que el intérprete pueda tener un concepto mínimamente claro y certero de los requisitos que el Derecho exige para el reconocimiento de la existencia de un título valor en soporte electrónico o digital y de los principios que rigen su funcionamiento y utilidad en modo que, sin perjuicio del medio o soporte empleado, resulte en el plano formal y sustantivo totalmente equivalente e igual a un título valor en papel. Como puede verse, y como sucede en cualquier intento de regular el empleo de medios electrónicos en Derecho privado (pues es esto lo que dota de sentido a dicho intento), la situación de partida está caracterizada por la acotación de una institución ya regulada por el Derecho, en el marco de la cual, además, cobra relevancia el recurso a instrumentos formales o documentales escritos. A partir de aquí, lo que dictan los principios inspiradores de Derecho del comercio electrónico pasa por identificar un instrumento formal o documental que pueda considerarse equivalente al ya conocido en la legislación preexistente (e identificado con el papel) para darle reconocimiento y, sin alterar el contenido sustantivo de la regulación de partida (pues es el que precisamente se trata de preservar), tratar de regular de manera específica las cuestiones en las que la naturaleza y características de los medios e instrumentos electrónicos puedan suponer alguna diferencia respecto del marco basado en el empleo del papel, sin con ello condicionar, y respetando siempre el requisito de la

(6) Vid. SCOVILLE, A.W.: "Clear Signatures, Obscure Signs", *Cardozo Arts & Ent. L.J.*, vol. 17, 1999, pp. 356 y ss.; ILLESCAS, R.: *Derecho de la contratación electrónica*, Civitas, Madrid, 2001, pp. 40 y ss.; BOSS, Amelia H.: "The Uniform Electronic Transactions Act in a Global Environment", *Idaho L. Rev.*, vol. 37, 2001-2002, pp. 289-290; GABRIEL, Henry D.: "The Fear of the Unknown: the Need to Provide Special Procedural Protections in International Electronic Commerce", *Loy. L. Rev.*, vol. 50, 2004, pp. 310 y 317.

equivalencia, la validez del empleo de los medios electrónicos al manejo de una tecnología determinada⁽⁷⁾.

La reproducción del planteamiento descrito en el campo que nos ocupa debe ser aproximada de forma escalonada. Ello en particular, y en primer término, por el mayor peso que el elemento instrumental protagonista de la institución contemplada, el título o documento escrito, adquiere en la práctica basada en el manejo del papel. Además, y en segundo término, por el hecho de partir de un instrumento, otra vez el documento escrito, cuya manifestación electrónica es conocida para el Derecho desde hace algún tiempo, y la definición que la noción preexistente nos proporcione desde luego debe ser la relevante también en la construcción de un concepto de título valor electrónico⁽⁸⁾. Manteniendo esto presente, con todo, el proceso no tiene por qué diferir en

(7) En este discurso pretende (quizá imprudentemente) condensarse la lógica que normalmente se desglosa en el enunciado del principio de no discriminación, el principio de equivalencia funcional, el principio de no alteración del Derecho preexistente y el principio de neutralidad tecnológica (vid. ILLESCAS: *Derecho de la contratación electrónica*, op. cit., pp. 46 y ss.; GABRIEL: "The Fear of the Unknown...", op. cit., pp. 310 y ss.). Ciertamente es que la experiencia acumulada en la aplicación de tales principios ha demostrado que cada uno puede llegar a manifestarse de diferente manera o, mejor dicho, a implicar una labor de diferente alcance en cada caso, y que no todos ellos han conservado igual de intacta o sólida su autoridad y vigencia (ILLESCAS, R.: "Los principios de la contratación electrónica revisitados", *Derecho patrimonial y tecnología*, coords. Agustín MADRID PARRA y María Jesús GUERRERO LEBRÓN, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2007, pp. 26 y ss.).

(8) En reflejo (el de mayor relieve) del carácter adjetivo del Derecho del comercio electrónico, preocupado sobre todo (aunque ni mucho menos de manera exclusiva) por formas y pruebas escritas en soporte digital, la primera preocupación de la disciplina fue la regulación del documento escrito electrónico. La noción de documento escrito electrónico está presente a estas alturas en multitud de instrumentos y normas, que en este aspecto pueden ser más o menos explícitos. Por tratarse del instrumento que proporciona el cauce formal y documental al servicio de la recepción y transmisión de declaraciones escritas, allá donde se define el documento electrónico su caracterización revela de manera muy acentuada que la mirada a la hora de definirlo en la ley estuvo sobre todo puesta en la idea de equivalencia funcional (sin perjuicio, con todo, del respeto a otros principios ESTRELLA FARIA, J.A.: "e-Commerce and International Legal Harmonization: Time To Go Beyond Functional Equivalence?", *S. Afr. Mercantile L. J.*, vol. 16, 2004, pp. 530-531). Como ejemplo de esta filosofía puede citarse la noción de escrito en soporte electrónico resultante de la lectura conjunta de los artículos 2.a) y 6.1 de la Ley Modelo de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI) sobre Comercio Electrónico (LMCE, disponible en http://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/electcom/05-89453_S_Ebook.pdf, visitado por última vez el 4 de junio de 2009), y conforme a la cual por documento escrito electrónico debemos entender "la información generada, enviada, recibida o archivada o comunicada por medios electrónicos, ópticos o similares, como pudieran ser, entre otros, el intercambio electrónico de datos (EDI), el correo electrónico, el telegrama, el télex o el telefax" siempre y cuando tal información sea "accesible para su ulterior consulta". Un esquema equivalente es el que refleja la Convención de las Naciones Unidas sobre la Utilización de las Comunicaciones Electrónicas en los Contratos Internacionales de 2005 [vid. artículo 4.b) y c) y 9.2]. Menos explícita, aunque con igual finalidad y efecto, se muestra por ejemplo la Ley 34/2002, de 11 de julio, sobre los Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio Electrónico (LSSICE) en su artículo 23, párrafo 3 ("Siempre que la Ley exija que el contrato o cualquier otra información relacionada con el mismo conste por escrito, este requisito se entenderá satisfecho si el contrato o la información se contiene en un soporte electrónico", vid. observaciones críticas en ILLESCAS: *Los principios...*, op. cit., pp. 26-27).

principio de otras experiencias pasadas en la aplicación de los principios que deben guiarnos (entre ellos en especial el de equivalencia funcional y el de inalteración del derecho preexistente), es decir, la primera fase que debe ser cubierta es comprobar cuáles son las funciones que el Derecho preexistente atribuye o reconoce al documento escrito en papel, para en una segunda fase determinar las condiciones en las que puede entenderse que el empleo de su equivalente electrónico (de cuya noción, repetimos, se parte) reproduce dichas funciones.

Ésta ha sido la conducta sin duda seguida a la hora de confeccionar las pocas normas que contemplan la emisión y empleo de títulos valores o documentos negociables electrónicos de los que nos estamos ocupando en este momento, es decir, los emitidos individualmente.

Para cubrir el mismo expediente, entonces, debemos empezar por aclarar cuál es el objetivo primordial del Derecho preexistente del que partimos. El régimen de los títulos valores, los emitidos individualmente en concreto y por ser los primeros en aparecer, vino a reflejar una práctica aparecida espontáneamente en el tráfico mercantil y cuyo objetivo como sabemos puede resumirse en el de articular la transmisión de créditos, o cuanto menos la legitimación para el ejercicio de los derechos de ellos derivados, de una manera particular y destinada sobre todo a tratar de superar las estrecheces o incomodidades del régimen a su vez también preexistente y marcado (como en nuestros días) por el Derecho común, la cesión de crédito⁽⁹⁾. La esencia de las prácticas así surgidas descansa desde un principio en el empleo de un documento escrito que contribuyese a la identificación del titular del crédito, por un lado, a través de la información incluida en el documento y, por otro, sobre la base de la presentación del documento al deudor de la prestación y legitimado pasivo para la comprobación de dicha titularidad.

A partir de esta estructura, como sabemos, el Derecho mercantil comenzó gradualmente a regular los instrumentos así surgidos, en función de su evolución, y especialmente en función de los problemas y necesidades que su empleo fue sucesivamente planteando. La regulación resultante que ya conocemos ampara el objetivo buscado con las prácticas anteriormente descritas, básicamente mediante el reconocimiento de un régimen para la transmisión de créditos efectivamente alternativo a la cesión y basculante sobre la emisión e intercambio de un documento escrito. En la base de este (en cierto momento) nuevo régimen y del mecanismo en el que se sustenta se halla, por un lado, la identificación del derecho con el escrito que lo refleja y documenta y, por otro y aprovechando el carácter tangible del papel, la sumisión del régimen de la transmisión y ejercicio del derecho a los principios rectores de la transmisión de los

⁽⁹⁾ En este estadio podemos identificar como títulos valores pioneros (inicialmente en el tráfico, más tarde en la ley) a los títulos cambiarios, y en concreto el pagaré y la letra, y a algunos documentos de transporte (en especial el conocimiento de embarque), en cada caso con una distinta finalidad (vid. PAVONE LA ROSA, A.: *Appunti sull'evoluzione storica della polizza di carico*, *Riv. Dir. Nav.*, vol. XVI, Parte I, 1955, *passim*; EIZAGUIRRE: *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., pp. 80 y ss.).

bienes muebles⁽¹⁰⁾. Estas características son las que normalmente se sintetizan en la afirmación de que en el régimen de los títulos valores el derecho se incorpora, o corporeiza, en el documento⁽¹¹⁾ y viaja con él.

El Derecho de los títulos valores emitidos en papel, en su fase más tardía y, puede decirse, en su grado de mayor desarrollo, viene a adoptar el principio al que para la solución de conflictos entre derechos incompatibles en cabeza de diferentes titulares recurren las normas aplicables a los bienes muebles. En ambos casos, por tanto, la posesión del documento o del bien resulta determinante para establecer prioridades y asignar titularidades⁽¹²⁾. Además y de forma consistente con la idea anterior, en el caso de los derechos incorporados en documentos la posesión del escrito resulta igualmente determinante para el establecimiento de la legitimación para su ejercicio, en particular frente al deudor de la prestación y en beneficio tanto del deudor (quien cumple válidamente frente a quien posee el papel) y del acreedor legitimado (quien puede mostrar su titularidad y legitimación con tan sólo mostrar el papel)⁽¹³⁾.

El resultado de este esquema, del que faltan por invocar todavía algunas piezas, en realidad es reflejo, como se ha dicho, de la práctica seguida en el tráfico, pero precisamente por haber evolucionado impulsada por el ánimo de resolver los conflictos que en ella, en función de los procedimientos o protocolos seguidos para el intercambio de derechos (basados en su incorporación en títulos o documentos), se iban produciendo. Detrás de tales conflictos se encuentra el efecto fuertemente aparential tan íntimamente ligado al fenómeno posesorio. Es este carácter (y riesgo) aparential el que como sabemos descansa detrás de la máxima “posesión vale título”, que en medida significativa rige el establecimiento de prioridades en el régimen de transmisión de los bienes muebles con la finalidad principal de reforzar la seguridad del tráfico a base de proteger la confianza de terceros (potenciales víctimas de la apariencia de titularidad y legitimidad creada a través de la posesión)⁽¹⁴⁾.

(10) O incluso en algunos casos en un régimen de circulación en mayor medida protector de los terceros adquirientes (de la seguridad del tráfico), pero en cualquier caso basado en la posesión como pieza clave del sistema; EIZAGUIRRE: *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., p. 47; ROGERS, J.S.: “Negotiability as a System of Title Recognition”, *Ohio St. L.J.*, vol. 48, 1987, pp. 202-203.

(11) EIZAGUIRRE: *Derecho de los Títulos Valores*, op. cit., p. 70.

(12) ROGERS: “Negotiability as a System of Title Recognition”, op. cit., p. 203.

(13) En lo que suele denominarse la legitimación positiva (o activa), a favor del tenedor del documento, y legitimación negativa (o pasiva), a favor del deudor de la prestación; vid. diferente terminología, pero con la misma sustancia, en EIZAGUIRRE: *Derecho de los títulos valores*, op. cit., pp. 41-42; TIBERG, H.: “Legal Qualities of Transport Documents”, *Tul. Mar. L.J.*, vol. 23, 1998-1999, pp. 5 y ss.

(14) DE LA CÁMARA ÁLVAREZ, M.: *La adquisición “a non domino” de bienes muebles*, Ed. Revista de Derecho Privado, Madrid, 1982, pp. 71, 74-75, 79-80, 85-86, 308, 314-315; LADARIA CALDENTEY, J.: *Legitimación y apariencia jurídica*, Bosch, Barcelona, 1952, pp. 126-129; Díez-PICAZO, L.: *Fundamentos de Derecho civil patrimonial III. Las relaciones jurídico-reales. El Registro de la Propiedad. La posesión*, Civitas, Madrid, 1995, 4.ª ed., pp. 661-662 (vid., no obstante, matizaciones respecto del artículo 464 de nuestro Código Civil en p. 672).

Las reglas que rigen el intercambio y manejo de títulos valores encuentran de este modo una parte importante de su explicación en el tratamiento de la apariencia creada a través de su emisión y empleo⁽¹⁵⁾. En este campo, el efecto aparente de la posesión es el determinante de las reglas destinadas al reconocimiento de la titularidad sobre el documento y el derecho, así como el de la legitimación necesaria para el ejercicio de este último. Esta idea debe desde luego adaptarse a las especiales características del título como documento escrito, y en concreto matizarse en función de la medida en que la información que contenga contribuya a, y por tanto deba tenerse en cuenta en, la determinación de la legitimación de quien alega ser su titular⁽¹⁶⁾.

Precisamente por el hecho de que en el centro del sistema encontremos un documento (además de tangible) escrito, el señalado efecto aparente se extiende al contenido escrito del propio documento, para determinar en este caso en función del mismo el contenido y extensión del derecho objeto de circulación, transferencia o intercambio. Con recurso a la apariencia se explican también de este modo los principios que rigen el funcionamiento y alcance del derecho en determinados aspectos, y que suelen resumirse en las reglas de la abstracción, la autonomía y, en parte como corolario de ambas, la literalidad. Lo que, como se sabe, estas reglas respectivamente suponen es, en primer lugar, que el derecho incorporado en el documento se abstrae del derecho derivado de la relación que subyace a su creación, para cuyo cumplimiento o pago se emite, y que le sirve por tanto de causa⁽¹⁷⁾; en segundo lugar, que el derecho incorporado en el título funciona de manera totalmente autónoma respecto de los derechos que pudieran corresponder a anteriores titulares del documento; y, en tercer y último lugar, que el contenido, alcance y funcionamiento del derecho deberá determinarse exclusivamente por la literalidad del contenido del documento, sin que las circunstancias que no consten en él, pero que pudiesen efectivamente afectar a la relación causal originaria o a las relaciones entre el deudor y titulares anteriores, por virtud, *e.g.*, de pactos o vicisitudes previas o coetáneas a su emisión o transmisión, puedan ser opuestas o en medida alguna invocadas frente al actual tenedor o titular del documento⁽¹⁸⁾.

(15) EIZAGUIRRE: *Derecho de los títulos valores*, op. cit., pp. 67 y ss.; RECALDE CASTELLS, A.: "Electronificación de los títulos-valor", *Régimen Jurídico de Internet*, coord. Javier CREMADES, Miguel Ángel FERNÁNDEZ-ORDÓÑEZ y Rafael ILLESCAS, La Ley, Madrid, 2002, pp. 570-571.

(16) En función, por ejemplo, de su modo de emisión, al portador o a la orden de una persona determinada y, en su caso, tras uno o más endosos.

(17) De manera que los vicios o circunstancias invalidantes de tal derecho o relación no alcanzan al derecho incorporado en el título, como tampoco las excepciones que bajo cualquiera de aquéllos pudieran liberar total o parcialmente al deudor [vid. GARRIGUES, J.: *Tratado de Derecho mercantil*, t. II (Títulos valores), *Revista de Derecho Mercantil*, Madrid, 1955, pp. 36-38].

(18) Vid. con diferente terminología, y haciendo alusión a la "pérdida de excepciones" que esto supone para el deudor de la prestación cartácea, EIZAGUIRRE: *Derecho de los títulos valores*, op. cit., pp. 43 y ss.; vid. igualmente ARENA, A.: *La polizza di carico e gli altri titoli rappresentativi di trasporto*, Giuffré Editore, Milán, 1951, vol. I, p. 33; PAVONE LA ROSA, A.: *Studi sulla polizza di carico*, Giuffré Editore, Milán, 1958, pp. 274-275.

Los límites que las normas aplican a todos los principios precedentemente expuestos vienen marcados, correlativamente, por la ausencia del presupuesto que los justifica, la apariencia. El tenedor del documento y titular del derecho, o, en su caso, el deudor de la obligación cartácea, no se verá protegido en los casos en que no necesite de protección, es decir, cuando sencillamente no haya sido víctima de la apariencia (en circunstancias diferentes) creada por la posesión del documento y por su contenido. Ello hace necesaria la buena fe del tercero adquiriente del documento y del deudor de la obligación, en unos casos, o simplemente que no haya sido gravemente negligente o no haya actuado dolosamente, en otros (estas ideas, no obstante y como puede verse, deben ser matizadas en función del elemento que pueda constituirse en objeto de controversia —excepciones oponibles, titularidad sobre el documento, etc.— y, por supuesto, del régimen específico aplicable al título en cuestión).

III. LA RÉPLICA ELECTRÓNICA DE LAS PIEZAS CLAVE DEL SISTEMA POSESORIO PREEXISTENTE

De esta brevísima síntesis de las cualidades, explicación y efectos del sistema que ampara la regulación de los títulos valores deberíamos partir para, en aplicación de los principios invocados páginas atrás, tratar de cubrir el expediente que normalmente se ha seguido para regular el empleo de medios electrónicos con finalidad contractual, tal como hemos descrito también hace sólo unos instantes. Lo que esto requiere es identificar los instrumentos y sus funciones, para conservar los efectos dispuestos por el conjunto normativo de referencia aun bajo el empleo de tales instrumentos en soporte electrónico o digital. Éste es en concreto el enfoque o la mentalidad a la que, fieles a experiencias precedentes, responden las normas confeccionadas con la finalidad de dar reconocimiento y regulación a los títulos valores o los documentos negociables electrónicos.

En ellas, y como hemos apuntado ya, el instrumento estaba ya identificado gracias a la labor legislativa previa. Se partió por tanto de la noción de documento electrónico tal como la conocemos⁽¹⁹⁾. Lo que siguió a continuación es lo que podría describirse como la búsqueda de una réplica abstracta del sistema resultante del empleo del papel, pero basada en el uso de medios y documentos electrónicos. Si en el mundo del papel la transferencia del derecho incorporado en el documento se basa en la emisión de éste y su sucesiva transmisión y entrega (con los cambios que en su texto puedan resultar procedentes de acuerdo con el modo en que haya sido emitido), en el entorno electrónico o digital para la misma finalidad se comenzó por intentar identificar igualmente un protocolo paralelo, en el que por tanto tal finalidad se alcanzaría mediante la emisión de un documento electrónico, en el que quedaría “incorporado” (y cuya suerte seguiría) el derecho, y la ulterior transferencia o transmisión de dicho documento para con ella efectuar la del derecho. Determinada la paridad entre documentos escritos en papel y documentos escritos electrónicos sobre la base de la capacidad de ambos para recibir, almacenar y conservar la información escrita en unas determinadas condicio-

⁽¹⁹⁾ Vid. *supra* nota 8.

nes, la tarea por completar exigía hallar las utilidades o funcionalidades adicionales que determinan en el Derecho de los títulos valores (*rectius*, en la práctica sobre la que vino a construirse dicho conjunto normativo) el recurso al uso del papel para, una vez identificadas, supeditar la validez del título valor o el documento negociable como tal en soporte electrónico a la satisfactoria cobertura de tales utilidades o funcionalidades adicionales. Todo esto no es sino una forma algo rebuscada de decir que todos los esfuerzos llevados a cabo en esta tarea se centraron de manera particular en identificar un equivalente electrónico de la posesión⁽²⁰⁾, para sucesivamente establecer sobre ella la transmisión de documento y derecho en iguales condiciones que las previstas para el papel, y la legitimación del tenedor o titular del documento también en condiciones paralelas a las previstas para los títulos valores en papel.

Ésta es básicamente la batalla que durante esta última década y media se ha estado librando contra las dificultades que la dicha tarea implica. En ellas el principal obstáculo o dificultad encontrada deriva del hecho de que el documento en papel puede ser sometido a determinados efectos (y en medida muy apreciable) a la consideración de bien mueble, sencillamente porque se trata de un elemento tangible, con sustrato material, y que puede ser objeto de posesión en las mismas condiciones, y sobre todo con absolutamente los mismos efectos, que cualquier bien mueble⁽²¹⁾.

1. Particularidades de los sistemas basados en la identificación de un equivalente electrónico de la posesión y el mantenimiento de la estructura protocolaria presente en el mundo del papel

Con el ánimo anteriormente identificado, en los últimos años han venido siendo confeccionados algunos conceptos (pocos) cuya finalidad es proporcionar un equivalente electrónico de la posesión y permitir el uso y funcionamiento de documentos negociables o títulos valores electrónicos. Estos conceptos, como hemos dicho, tratan de conservar intacto el esquema preexistente en la medida en que su única aspiración es sentar requisitos, es decir (y en el mismo tono que otras normas sobre comercio electrónico), los requisitos necesarios para que pueda considerarse que un documento electrónico pueda ser usado con el mismo propósito y efectos que un título valor o un documento negociable en papel.

En todos los ejemplos más recientes este equivalente electrónico de la posesión se denomina “control”. La idea que el término escogido refleja, como puede verse, es sobre todo representativa del tipo de relación que se establece entre el documento o

⁽²⁰⁾ Vid. PEDERSEN, D.B.: “Electronic Data Interchange as Documents of Title for Fungible Agricultural Commodities”, *Idaho L. Rev.*, vol. 31, 1994-1995, p. 726; United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL): *Possible future work on electronic commerce. Transfer of rights in tangible goods and other rights. Note by the Secretariat*, Doc. A/CN.9/WG.IV/WP.90, 20 de diciembre de 2000, p. 11.

⁽²¹⁾ Vid. en este sentido RECALDE CASTELLS: *Electronificación de los títulos-valor*, *op. cit.*, p. 593.

título y su titular (la relación posesoria en el mundo del papel). Por decirlo de una manera sencilla, el umbral mínimo exigido para la existencia de este control del documento debe ser tal que justifique su equiparación a la posesión, de manera que pueda fácilmente concluirse que permite el uso del documento electrónico en condiciones equiparables a aquéllas en las que podemos en sentido amplio disponer (de hecho) de un trozo de papel o de un bien mueble conforme a nuestra voluntad, sencillamente por disfrutar de su posesión.

Para poder enjuiciar hasta qué punto esta idea es efectivamente como la hemos resumido no queda más remedio que adentrarse en las definiciones de control que los pocos ejemplos existentes proporcionan y tratar de comprobar cómo está llamada a funcionar dicha noción. Debe advertirse antes que este concepto de control, con todo, tiene una particularidad, y es que en las definiciones que de él existen quedan integrados, no sólo los elementos que podemos atribuir al perfil, contenido y caracteres de la relación que de hecho se establece entre el documento y la persona que alega ser su tenedor (la relación posesoria en el mundo del papel), sino además parte de los elementos que contribuyen a la identificación y legitimación del tenedor a través de la información escrita que contiene el documento. Para que el tenedor del documento pueda en cualquier caso considerarse tal y demostrar su condición, deberá estar en posición de probar todas las dichas condiciones.

2. La construcción de la noción de título valor o documento negociable electrónico

Los primeros ejemplos del recurso a la noción de control los proporciona la legislación estadounidense. Tras su primera aparición en el artículo 9 (sec. 105)⁽²²⁾, el concepto, y el mecanismo que sobre él bascula, han sido introducidos en otros artículos del Código de Comercio Uniforme⁽²³⁾, como en otras normas, incluidas las de similar vocación uniforme a nivel federal, siempre con la misma finalidad, la de regular la emisión y circulación de documentos electrónicos negociables con efectos paralelos a los que conocemos en papel⁽²⁴⁾. Una constante en todos los casos, aunque de manera no enteramente equivalente en el plano sistemático, es que se parte del reconocimiento de los documentos escritos en formato electrónico y de su equiparación a

(22) Revisión del artículo 9 del UCC de 1998.

(23) Como ha sucedido en concreto con el artículo 7 del UCC (sobre documentos representativos de mercancías), sec. 106.

(24) Ejemplo de ello es la *Electronic Signatures in Global and National Commerce Act* de 1999 (USCS, cap. 96, tít. 15, sec. 7001 y ss.) y, previamente a su introducción la *Uniform Electronic Transactions Act* de 1999 (UETA), en su sec. 16. Entre los instrumentos identificados, como se ve, figuran algunos que carecen de carácter normativo, si bien tienen la arriba señalada vocación uniforme (y un significativo impacto) en el ámbito nacional estadounidense. Este es el caso de la UETA o del UCC en su conjunto, los cuales, como se sabe y teniendo por objeto sus secciones materias de competencia estatal, tratan de contribuir a la uniformidad entre las diferentes legislaciones estatales mediante la confección de modelos, especialmente relativos a materias que estén necesitadas de regulación, que puedan ser acogidos y reproducidos con mayores o menores modificaciones por los Estados.

todos los efectos a los escritos en papel, para, por tanto, admitir su creación bajo la forma y categoría de los títulos valores o documentos negociables⁽²⁵⁾. Con este específico objetivo, y dependiendo de la manera en que se haya cubierto este primer expediente o escalón recién aludido, se observan diferentes recursos. Uno de ellos, el seguido por la UETA, consiste en establecer un concepto de “documento transferible” hasta cierto punto polivalente, que deberá ser aplicado a los diferentes documentos negociables o transferibles que prevea la ley, para regular igualmente su transmisión y adquisición, con los efectos que también prevea la ley preexistente para los títulos en papel según cuál sea la categoría del documento emitido⁽²⁶⁾. En la opción alternativa, la seguida por las reglas acogidas por el UCC, se establece un concepto único de

(25) Estos instrumentos tienden a tratar de proporcionar un modelo cuyo tenor sea mediáticamente neutral, diseñado con la especial finalidad de proporcionar una base que permita “reinterpretar” el significado de algunos términos preexistentes a la luz del nuevo significado y alcance que adquieren, paradójicamente, por virtud de las modificaciones posteriores introducidas por las normas sobre comercio electrónico. La forma en que abordan esta tarea es diferente, no obstante, dependiendo de la orientación y propósito concreto de las normas o modelos que contienen. Así, muchas de ellas empiezan por definir el término “documento” (“*record*”) como el conjunto de información almacenada mediante cualquier medio o instrumento (tangible o intangible), siempre que sea susceptible de ser recuperada en manera que resulte, desde un punto de vista objetivo, perceptible y comprensible [vid. definiciones contenidas en la sec. 1 (13) del UETA, sec. 102 (10) del artículo 7 del UCC, o en la sec. 102 (69) del artículo 9 del UCC)], tal como por otro lado vimos en su momento para la noción de “mensaje de datos” empleada en otros instrumentos. En los esquemas que nos ocupan, una vez sentado este depurado significado del término documento, en él quedan subsumidos los documentos escritos, tanto si tienen soporte papel, como si son creados en soporte electrónico o digital. Para ello, bien la norma se cuida de aclarar que cuando la ley exija que cualquier información figure por escrito dicho requisito quedará satisfecho con un documento escrito electrónico [vid. *e.g.*, secs. 2 (7) y 7 (c) y (d) del UETA], bien el esquema dispuesto sencillamente recurre a la noción de documento (“*record*”) de manera indiferenciada o “indiscriminada” para, en el mayor grado de neutralidad mediática posible, establecer sus efectos jurídicos y, sobre todo, definir los conceptos jurídicos que presuponen la presencia de un documento escrito, sin distinguir por razón del soporte que se emplee, tangible —en papel— o intangible —electrónico—, salvo cuando ello con carácter excepcional resulte necesario [vid. con este enfoque, *e.g.*, las definiciones de documento representativo de mercancías (“*document of title*”), conocimiento de embarque (“*bill of lading*”), certificado o recibo de almacén (“*warehouse receipt*”), orden de entrega (“*delivery order*”) o del papel comercial (“*chattel paper*”) en la sec. 201 del artículo 1 del UCC, sec. 102 del artículo 7 del UCC y sec. 102 del artículo 9 del UCC].

(26) Vid. AGIN, W.E. y KUMIS, S.N.: “A Framework for Understanding Electronic Information Transactions”, *Alb. L.J. Sci. & Tech.*, vol. 15, 2004-2005, p. 305. Fiel a esta técnica, la sec. 16 (a) del UETA define la noción de “documento transferible” (“*transferable record*”), partiendo de la noción (mediáticamente neutral) de documento que recoge en su sec. 2, con la particularidad de que restringe su aplicación a los pagarés y a los documentos representativos (*rectius*, en tal sentido limita las opciones que incluye para los legisladores estatales que la adopten como modelo). La definición que proporciona la regla citada se basa, como puede verse, en la técnica “equiparadora” que caracteriza el tono que manejan las leyes de comercio electrónico de vocación (digamos) general, y establece así que por documento transferible debe entenderse un documento electrónico que (de acuerdo con su tenor y demás circunstancias) “hubiese sido” un pagaré o un documento representativo de haber quedado plasmado en un documento escrito en papel [“«transferable record» means an electronic record that (...) would be a note under (Article 3 of the Uniform Commercial Code) or a document under (article 7 of the Uniform Commercial Code) if the electronic record were in writing (...)”].

documento negociable, válido por tanto con independencia del soporte electrónico o en papel que se le dé, para regular su emisión y transmisión bajo terminología y mecánica también hasta un cierto punto neutral, pero que en las ocasiones en que ello resulta necesario establece algún tipo de distinción o diferencia en función del soporte⁽²⁷⁾. En cualquier caso, para que el documento pueda ser considerado como transferible o negociable es necesario que tal cualidad se desprenda de su texto, en reflejo de la voluntad en dicho sentido de su emisor.

3. Cualidades añadidas del título valor electrónico y requisitos para su uso y eficacia

Cubierto este segundo escalón, que no trata sino de fijar los parámetros, no sólo para considerar existente el documento como tal, y además para encuadrarlo en un determinado tipo o categoría de las varias y diferentes que integran la más general de los títulos valores o documentos negociables, todos los citados esquemas recurren a la noción de “control” para establecer el protocolo de transferencia y adquisición del documento electrónico a partir del cual deben establecerse los efectos de carácter sustantivo derivados de y amparados por las normas preexistentes que, eventualmente y en la forma que sea, regulen cada una de aquellas categorías o tipos concretos de documentos. Para ello, y funcionando como equivalente de la posesión, se establece la necesidad del tenedor, para legitimarse como tal, de probar que dispone del control del documento⁽²⁸⁾; igualmente la necesidad del deudor, si quiere verse liberado de su obligación, de cumplir frente a quien alegue ser el tenedor del documento electrónico negociable o transferible únicamente previa comprobación de que efectivamente dis-

(27) Éste es, como se ha dicho, el esquema amparado por el UCC, cuyo planeamiento arranca del deseo de unificar terminología para todos los documentos con independencia de su soporte, pero que más tarde en ocasiones no tiene más remedio que, con cierto desengaño y resignación, establecer diferencias, de carácter sobre todo procedimental o adjetivo, en función de ese solo dato. Es así que los artículos 7 y 9 del UCC, tras proporcionar definiciones inmunes al medio o soporte, no sólo establecen diferencias, sino que llegan de modo subsiguiente a proporcionar definiciones que precisamente tienen por objeto adelantar la simplificación de esta distinción allí donde no queda más remedio que recurrir a ella. Bien es verdad que lo hacen sin perder el tono de no discriminación y trato igualitario que en cualquier caso incluyen también entre sus objetivos [vid. *e.g.* las definiciones de “*electronic chattel paper*” y de “*tangible chattel paper*” de la sec. 9-102 (31) y (78)].

(28) La adquisición de un título o un derecho válido sobre el documento representativo de mercancías negociable bajo el artículo 7 del UCC pasa por la adquisición de éste mediante su “debida negociación” (“*due negotiation*”, vid. sec. 7-501 del UCC, artículo 7) por el tenedor de buena fe (“*holder in good faith*”), la cual exige la entrega del documento electrónico negociable, entendida ésta conforme a la definición de entrega proporcionada por el UCC (*infra* nota 30). Tanto la definición de “portador” (“*bearer*”), como la de tenedor (“*holder*”), revelando las connotaciones físicas a las que responde el uso de ambos términos en las normas jurídicas sobre nuestra materia, se refieren a la persona que detenta el control del documento [respectivamente, “*a*” o “*the person in control of a document of title*”, vid. sec. 1-201 (5) y (20) artículo 1 del UCC].

pone del control del documento⁽²⁹⁾; y, finalmente, la necesidad para el tenedor que desee transferir el documento de hacerlo transfiriendo al adquirente el control de éste⁽³⁰⁾.

A la vista de la base funcional del sistema, de inspiración por tanto también “posesoria”, cuanto menos en su estructura y funcionamiento, para completar la visión de cómo está llamado a funcionar procede ya entrar en qué es el control. Y es aquí donde debería repetirse, tal como tratamos de ilustrar unas páginas atrás, una historia que ya conocemos: como equivalente de la posesión, el control parte de un concepto preexistente cuyo significado el Derecho asume de manera implícita y, por tanto, no llega a definir, y debería tratar de dibujarse por referencia a las funciones que el Derecho reconoce en la posesión y sobre la base de las cuales articula la producción de efectos jurídicos.

Por razón de las características de los medios y soportes regulados, la definición del control hace algo más que eso. Desde luego recoge los aspectos del empleo de documentos que en el mundo del papel podemos adscribir a la relación que se establece entre el documento o título y su tenedor. Éstos son los aspectos que en principio mejor se identifican con las connotaciones que el término escogido (control) evoca en el intérprete, y que quedan plasmados en la exigencia de que la persona que alegue ejercer el control del documento sea capaz de demostrar que el documento⁽³¹⁾ le ha sido emitido o transferido, por haber sido “creado, almacenado y asignado” (“*created, stored and assigned*”, en expresión que en el último de los términos empleados no adquiere su significado técnico usual y alusivo a la cesión) en modo que haya posibilitado que el documento sea “comunicado a y conservado por” dicha persona, y de

⁽²⁹⁾ Vid. sec. 7-403, artículo 7 del UCC.

⁽³⁰⁾ La sec. 1-201 (14) del UCC, artículo 1, proporciona la siguiente definición de entrega: “«Delivery» with respect to an electronic document of title means voluntary transfer of control and with respect to instruments, tangible documents of title, chattel paper, or certificated securities means voluntary transfer of possession”.

⁽³¹⁾ Aunque estamos empleando del término documento en manera que sugiere que la noción relevante es la de documento electrónico, tal como se desprende de las normas que nos ocupan y de otras normas sobre comercio electrónico, la noción en cuestión debe empezar por ser ya matizada, no porque las normas sobre títulos valores o documentos negociables recurran a una diferente, cosa que ya hemos descartado páginas atrás, sino porque la satisfacción de los requisitos para que se considere existente el control sobre el documento, o mejor dicho, para que el documento como tal se considere susceptible de quedar sujeto al control de una persona, imponen una condición adicional, o mejor dicho una condición previa que requiere una cualidad adicional. Esta condición exige que el sistema que se emplee para las comunicaciones entre los participantes en la circulación del documento permita, en los casos en que pueda llegar a existir más de una copia del documento electrónico, identificar una copia única relevante a efectos jurídicos (y que será con la que debemos estrictamente identificar el documento negociable como tal al ahora de comprobar, entre otras cosas, si está sujeta al control del que alega ser su titular). En este sentido, y por citar sólo un ejemplo, la sec. 16 (c) (1) del UETA exige que “exista una copia autoritativa del documento transferible, que sea única, identificable y”, salvo en los casos y condiciones expresamente permitidos, “inalterable” [t.p. del texto original: “*a single authoritative copy of the transferable record exists which is unique, identifiable, and (...) unalterable*”]. Esta medida responde a una

circunstancia muy concreta y a las necesidades que, en función de ella, los redactores, en cada caso, de esta noción presumieron que se generarían en la emisión y uso de documentos negociables electrónicos. Podemos ya adelantar que la preocupación que hay detrás de este requisito es que el documento electrónico original, no sólo sea tal, sino que permita ser identificado como tal original y distinguido de las copias de manera claramente perceptible, quizá al menos en la misma medida en que en el mundo del papel podemos igualmente reconocer al documento original entre sus copias. En el Derecho que contempla el mundo del papel, nuevamente, estos términos, original y copia, son empleados con un significado que se asume de manera implícita por ampliamente conocido en el tráfico, sencillamente dada la facilidad de, en condiciones ordinarias, distinguir un original de una copia. Debe tenerse presente que además lo que resulta esencial preservar y lo que trata de protegerse con este principio en las normas sobre títulos valores no es la originalidad de la información. Como sabemos, hay casos en que una copia puede adquirir el mismo valor que su original a unos concretos fines y efectos (*e.g.*, probatorios) y sobre la demostración de que se trata de una copia fiel (*i.e.*, que refleja el contenido original del documento —valga la redundancia— original). Lo que inspira el principio que ahora nos ocupa en el campo de los títulos valores está íntimamente ligado con el deseo de, con las finalidades que ya conocemos, incorporar el derecho objeto de transmisión (un único derecho) en un (único) documento (original) para que siga su (es decir, una única) suerte (de manera que se reduzca, recurriendo a las ventajas derivadas del carácter tangible del papel y las prestaciones del fenómeno posesorio, el margen a las posibilidades de conflicto o fraude, facilitándose con ello —en concreto a los terceros potenciales víctimas— la gestión de riesgos relativos, por ejemplo, a la efectiva legitimidad del titular transmitente). Sobre dicha base se establece la exclusiva relevancia a efectos jurídicos (para la disposición del derecho o los derechos incorporados en el título) del original (que como tal es en realidad *el* documento o título al que se menciona en las normas que no aclaran expresamente que se refieren a sus copias). La cuestión es que, tal como hemos dicho, la distinción a la que nos estamos refiriendo no resulta tan sencilla cuando se recurre al empleo de medios y documentos electrónicos, por las especiales características que presentan; mediante dicho empleo, además, es más fácil obtener copias del documento original; y no sólo eso, sino que además (y por si fuera poco) el manejo y transmisión de tales documentos en ocasiones puede basarse de hecho en la destrucción del documento original y la creación de una copia que replique exactamente y asegure la originalidad del contenido de aquél (vid. WINN, J.K.: “Electronic Chattel Paper under Revised Article 9: Updating the Concept of Embodied Rights for Electronic Commerce”, *Chi.-Kent L. Rev.*, vol. 74, 1998-2000, p. 1055; SCOVILLE: “Clear Signatures, Obscure Signs”, *op. cit.*, p. 392; GREGORY, J.D.: “The proposed UNCITRAL Convention on Electronic Contracts”, *Bus. Law.*, vol. 59, 2003-2004, p. 315). En todos estos casos, el mecanismo ha de basarse en un método fiable para identificar una única copia relevante a la que vincular el destino del derecho en ella “incorporado” (igual que en el mundo del papel la suerte de dicho derecho se vincula únicamente a la del original del documento en papel) y que permita igualmente identificar a las copias como tales (vid. el Comentario Oficial de la *National Conference of Commissioners of Uniform State Law* (NCCUSL) a la sec. 16 del UETA, par. 1; así como el Comentario Oficial del *American Law Institute* (ALI) y la *National Conference of Commissioners of Uniform State Law* a la sec. 106 del artículo 7 del UCC, par. 4). Esta singularidad del documento electrónico en el que se incorpora el derecho a transmitir ha acaparado un destacado protagonismo en otras normas igualmente confeccionadas para regular el empleo de títulos valores o documentos negociables electrónicos, tales como las de la LMCE. En ella (*rectius*, bajo las leyes que la traspongan, con inclusión de los artículos 16 y 17), y en esquema y planteamiento algo más simple y precario, por más temprano, la singularidad (“*uniqueness*”) es el elemento básico sobre el que gira la posibilidad de empleo de documentos de transporte electrónicos negociables. En el marco así diseñado, el artículo 17.3 se limita a especificar que cuando las normas exijan para la transmisión de un derecho [de los mencionados en el artículos 16.f) y g)] “el envío, o la utilización, de un documento” el señalado requisito se entenderá cumplido si “el derecho (...) se transfiere mediante la utilización de uno o más mensajes de datos, siempre que se emplee un método fiable para garantizar la singularidad de ese mensaje o esos mensajes de datos”. Esta “garantía de singularidad” tiene como objetivo precisamente que el derecho concedido “a una persona determinada y a ninguna otra” sólo pueda ser transferido una vez y a un único nuevo titular (vid. UNCITRAL: *Guide to Enactment of the UNCITRAL Model Law on Electronic Commerce*, 1996, pp. 20-21, 35 y ss., y 59-61).

manera que ninguna manipulación o alteración a su contenido haya sido posible si no es con su consentimiento⁽³²⁾.

Pero es que además en la idea de control se engloban requisitos que realmente se refieren a las cualidades que deben estrictamente predicarse de la información que figura en el documento (y no de éste como tal), en la medida en que, también ellas, contribuyen a la identificación del titular o tenedor legítimo, del papel y del documento electrónico. Esto es lo que sucede, por ejemplo, y de forma principal, con el requisito de que el texto del documento identifique a la persona que alegue tener su control como la persona a quien el documento ha sido emitido o a quien ha sido transferido⁽³³⁾.

El resultado de esta reunión de requisitos relativos a la información que figura en el documento (formales, por designarlos de un modo expresivo) y de circunstancias que se refieren a la propia suerte material de éste (fácticos, también por sintetizar la idea en un único término) es la subsunción en la transferencia del control del documento electrónico de los elementos que en el mundo del papel diferenciábamos por presentar un contenido formal (por ejemplo, el endoso, o la previa emisión “al porta-

(32) La copia autoritativa a la que hacíamos alusión en la nota precedente debe ser inalterable, salvo en la medida prevista en las normas (en concreto las que delimitan el contenido de la noción de control), que señalan como válidas únicamente las modificaciones introducidas por o con el consentimiento de la persona que en cada caso tenga el control del documento. El objetivo de esta excepción es claro, y no es otro que permitir la introducción de los cambios que en el terreno formal resulten necesarios para la transmisión del documento que, en el entorno electrónico como en el mundo del papel, sólo podrán ser realizados por el (en cada momento) titular. Pueden plantearse dudas sobre el ámbito al que debemos adscribir este elemento en concreto y el requisito en el que queda plasmado, si al formal y relativo al contenido del documento y su autenticidad, o al material, es decir, al ámbito de la relación que debe establecerse entre documento y titular. Aunque probablemente hay argumentos suficientes para situarlos incluso en ambos, en este momento preferimos adscribir el señalado requisito al ámbito de la relación material que se entabla entre documento y titular, en concreto por el tenor que adopta en los preceptos que estamos estudiando. Tales preceptos parten del presupuesto de que los requisitos formales necesarios para la emisión y transmisión, los que se refieren a la redacción y firma del documento para su emisión, o a la redacción y firma del endoso (o cualquier otra alteración escrita del contenido del documento relativa la identidad de su titular, del tenedor) para su transmisión, vienen determinados por el derecho aplicable tanto a los documentos en papel como a los electrónicos (con los matices que se derivan de la noción de control) desde una actitud equidistante o neutral. Son las prestaciones o cualidades, nuevamente, del documento electrónico las que deben permitir la comprobación de la regularidad de dichas alteraciones o anotaciones. Para ello la existencia de control requiere que el sistema empleado para el empleo del documento electrónico negociable permita realizar cambios en su contenido únicamente con el consentimiento del tenedor (la persona que ejerza en cada momento el control, en situación similar a la que tendría en el mundo del papel por los caracteres del fenómeno posesorio, vid. ZAVALETTA, J.A. y HYMSON, E.B.: “Widgets to Windows: the «Webolution» of Commercial Sales”, *Computer L. Rev. & Tech. J.*, vol. 6, 2001-2002, p. 254) y que dichos cambios puedan ser identificados, en primer lugar como tales cambios, y, en segundo lugar, como autorizados por el tenedor del documento [en requisito quizá más cercano al terreno formal y atinente a la garantía de la autenticidad de la información contenida en el documento; vid. sec. 105 (4) y (6) del artículo 9 del UCC; sec. 106 (b) (4) y (6) del artículo 7 del UCC; y sec. 16 (c) (4) y (6) del UETA].

(33) Vid. sec. 105 (2) del artículo 9 del UCC; sec. 106 (b) (2) (A) y (B) del artículo 7 del UCC; y sec. 16 (c) (2) (A) y (B) del UETA.

dor” —o un endoso previo en blanco— para poder prescindir de él) o por referirse a los actos materiales necesarios para la transferencia del documento, es decir, su entrega⁽³⁴⁾.

IV. REFLEXIONES SOBRE LA IDONEIDAD DEL SISTEMA PROTOCOLAR BASADO EN EL FENÓMENO POSESORIO PARA LA REGULACIÓN DE TÍTULOS VALORES EMITIDOS INDIVIDUALMENTE EN SOPORTE ELECTRÓNICO

La explicación y el análisis recién intentados vienen a proporcionar una confirmación de la línea continuista que en cierto sentido revela la regulación de títulos valores electrónicos a través del diseño de un equivalente funcional de la posesión, y por tanto el mantenimiento de la estructura protocolar del proceso tal como lo conocemos en el mundo del papel. Lo que ello implica es sencillamente que el documento conserva su enorme peso instrumental, y por tanto su papel de piedra de toque y protagonista absoluto del sistema. Para transmitir el derecho en el entorno electrónico seguimos en la necesidad de transferir el documento, el control que sobre él debemos ser capaces de establecer si queremos beneficiarnos de los efectos traslativos y legitimatorios del sistema. En este apartado deseamos no dejar de hacer algunas observaciones sobre esta opción política, sobre la mejor o peor orientación que en la aplicación, sobre todo, del principio de equivalencia funcional la inspira, y sobre las alternativas que pueden plantearse, si es que puede plantearse alguna.

⁽³⁴⁾ Dependiendo de la (como vimos) diferente técnica legislativa que adopte cada uno de los instrumentos que nos ocupan, las normas reflejan este punto de distinta manera. En ocasiones se preocupan por aclarar que cuando se usen documentos electrónicos negociables o transferibles los efectos de la transmisión en la posición jurídica del tenedor (la persona que disfrute del control del documento) serán equivalentes a los reconocidos en las normas que se refieren a los documentos en papel para el tenedor en iguales circunstancias, y que en dicho caso por tanto la “entrega, posesión y endoso” no serán necesarios para el ejercicio de los derechos “incorporados” en el documento. Este es el enfoque de la sec. 16 (d) del UETA. El Comentario Oficial a dicha Sección señala que el concepto de control debe funcionar, de esta manera, como un “sustituto” de la entrega, la posesión y el endoso. Más que como tal, la noción de control, o mejor dicho, el control del documento tal como lo quiere su definición, debe incluir la designación literal en el documento de la persona que alega ejercer su control como titular de él, así como la demostración de que dicha persona efectivamente “mantiene” o “conserva” el documento. Ello es lo que permite, a su vez, que la entrega material del documento en papel, la transferencia de la posesión, con el endoso cuando sea necesario, se vean sustituidos por la transferencia del control. Dicha idea se halla más claramente reflejada en otros ejemplos, como los que en concreto proporciona el UCC. El UCC, para los documentos o títulos representativos de mercancías, se centra desde un principio en la noción de entrega del documento, que directamente define, para los electrónicos, como la transferencia del control sobre el documento. Partiendo además de la equiparación entre posesión y control, la adquisición de la condición de tenedor del documento tiene lugar con la adquisición de su control, y es ésta (con las condiciones adicionales que resulten necesarias, ajenas al documento como tal) la que fundamenta por tanto la adquisición de la condición de “tenedor de buena fe” a todos los efectos que puedan resultar relevantes (adquisición de la titularidad del documento y legitimación para el ejercicio de los derechos en el “incorporados”).

1. Funciones del documento en papel en el marco de la regulación de los títulos valores

Tal como lo hemos descrito unas páginas atrás, el sistema basado en la posesión permite al Derecho de los títulos valores cubrir dos funciones básicas dentro de lo que podemos considerar su objetivo general: proporcionar un sistema para la negociación y transmisión de derechos alternativo a la cesión, que resulte cuanto menos igual de seguro que éste, en especial para terceros potenciales adquirientes del derecho y para el deudor, y que resulte más fluido y menos gravoso en el terreno transaccional o burocrático. Es ésta la finalidad con la que el Derecho de los títulos valores vino a proteger la práctica nacida con igual objeto y consistente en el recurso a la emisión y entrega de documentos escritos con un determinado contenido; práctica que como sabemos acabó por consolidarse antes de que lo hiciesen las normas que acabaron por darle apoyo normativo. La técnica seguida para ello, en uno y otro caso, se basa en el recurso a la posesión como instrumento para la legitimación del titular del crédito, así como la legitimación negativa del deudor frente al titular que acredite serlo a través de la posesión de un documento formalmente correcto. Con ello, en resumidas cuentas, se somete parcialmente la circulación o negociación del derecho corporeizado en el papel a las normas que rigen en particular la de los bienes muebles, y al imperio de la regla “posesión vale título”. Lo que además, por último, suministra esta técnica es un instrumento eficaz y sencillo para la asignación de la titularidad del derecho ante pretensiones múltiples e incompatibles o, dicho de otro modo, el establecimiento de prioridades entre varios sujetos que aleguen intereses contrapuestos e incompatibles sobre un mismo documento y derecho.

Lo que el Derecho recoge en el reconocimiento y apoyo de todas estas funciones, y funcionalidades, es el carácter fuertemente aparential del fenómeno posesorio. Lo que protege, correlativamente, es la seguridad del tráfico y la confianza que la posesión de un título valor formalmente válido genera en los terceros y en el deudor (cada uno con sus matices). El efecto aparential, en el caso de los títulos valores, supera en realidad el estricto marco de la relación posesoria establecida entre pretendido titular y papel para, (eso sí) apoyándose en ella, alcanzar también al contenido escrito de éste. No debe perderse de vista que nos hallamos ante un bien, el derecho corporeizado en un papel, con unas características muy especiales y cuyo valor y sustancia deben buscarse en su contenido (el del derecho), contenido que, una vez que el sistema se ha acogido al fenómeno posesorio para establecer en él su principal punto de apoyo, debe poder comprobarse con sólo mirar el contenido escrito del papel. Esta proyección del efecto aparential sobre el contenido escrito del papel no arranca en realidad de su carácter tangible, sino de su naturaleza documental, es decir, de su capacidad para constituirse en recipiente de información escrita; y por este motivo, y bajo dicha asunción, la apariencia creada con la redacción del título fundamenta igualmente las cualidades que se predicán del derecho incorporado en él: abstracción, autonomía y, reflejo de ambas, literalidad⁽³⁵⁾.

(35) Vid. comentarios y bibliografía citada *supra* apartado II).

2. La referencia que debe guiar la búsqueda de la equivalencia funcional: ¿posesión o publicidad/apariencia?

Cuando uno se enfrenta a la noción que ha acabado por fundamentar la regulación de los títulos valores emitidos individualmente en soporte electrónico la sensación por la que se ve invadido es la de que simple y llanamente el control del documento es el llamado a representar el equivalente de la posesión y, por tanto, a desplegar todas las funciones que ésta cubre. Los propios redactores de las normas que recogen la noción de control y diseñan el protocolo de negociación y transmisión de documentos negociables o títulos valores electrónicos se apresuran a señalar, sin mayor abundancia, que efectivamente control y posesión están llamados a funcionar como equivalentes⁽³⁶⁾, y que, por lo pronto, y en una primera aplicación de la idea de equivalencia funcional, sobre ellas, o mejor dicho, sobre la emisión e intercambio del documento seguirá funcionando, también en el entorno electrónico, la transmisión o negociación de derechos. La equivalencia funcional entre posesión y control conlleva necesariamente entonces equivalencia protocolaria o modal entre el mundo del papel y el entorno electrónico: el derecho sigue acompañando al documento.

Dicho esto, una pregunta que podemos y debemos plantearnos es si esta aproximación tan diáfana y fácilmente perceptible, y tan aparentemente simple, es la más apropiada, y si es la que efectivamente encierran la construcción y el empleo de esta noción de control del documento.

Tratando de aclarar el primer punto de los señalados debemos retornar a la función que el Derecho ha percibido en la posesión de documentos, como en la de otros elementos tangibles (en concreto los bienes muebles), y que realmente motiva, quizá no tanto el recurso a su toma en consideración por las normas, como el reconocimiento del carácter determinante que previamente la práctica del tráfico le fue gradualmente reconociendo también en la búsqueda de vías para la transmisión de derechos alternativas a la cesión. La comprensión de esta idea puede abordarse constatando en primer lugar que los operadores fueron los que recurrieron a la posesión de un papel escrito para la identificación del titular del o los derechos llamados a constituirse en objeto de transmisión o negociación. Esta opción por la asignación de la titularidad a través del lenguaje escrito en el documento y la posesión de éste, por más fluida y desburocratizada, es la que el Derecho acabó también adoptando para la cobertura de los objetivos que, en atención a la demanda y las necesidades del tráfico, hizo suyos: el amparo de la función legitimatoria de la posesión de un documento formalmente correcto y, sobre dicha premisa, el refuerzo de la seguridad del tráfico mediante la asignación de titularidades y el establecimiento de prioridades entre ellas cuando resulten incompatibles. Lo que justifica la reacción del Derecho es el carácter aparential del fenómeno posesorio y la utilidad de la que tal carácter le dota en función de la confianza que la sola posesión del papel genera en el tráfico. Lo que en síntesis descubre la utilidad de la posesión, también en el campo que en concreto a nosotros nos ocupa y con absoluta-

⁽³⁶⁾ Vid. Comentario Oficial del ALI y el NCCUSL a la sec. 7-106 del UCC, artículo 7, par. 2, y la sec. 9-105 del UCC, artículo 9, par. 2.

mente todos los objetivos que se han relacionado, es su capacidad para generar confianza como método fiable para la comprobación de la titularidad, con el enorme valor que ello tiene, y para crear apariencia, con los importantes riesgos que ello conlleva. Es precisamente la gestión de la apariencia, a través de la protección de la confianza (que por justificada se considere digna de tal protección), la función que deben asumir las normas y la responsabilidad que le corresponde al legislador en este terreno. Y quizá en este sentido la equivalencia funcional deba guiarse por la búsqueda de un equivalente a la posesión, pero no por la concreta relación que se entable entre titular y documento y sus características de orden material o fáctico —todo lo cual está íntimamente ligado al carácter tangible del papel—, sino por las funciones que despliega, los efectos que genera: la apariencia de titularidad.

Si empezamos a trasladar estas ideas al entorno electrónico, en la búsqueda por tanto de un equivalente funcional a la posesión, debemos empezar por admitir una premisa básica. La apariencia de titularidad que se pueda generar en las transacciones llevadas a cabo mediante el empleo de medios electrónicos arrancará necesariamente de la información que, en las situaciones que nos interesan, se intercambien el transmitente del derecho (quien por tanto alegue ser su titular) y el adquirente⁽³⁷⁾. En particular, la confianza que en este último pueda generarse a través del empleo de medios electrónicos arrancará necesariamente de la información (escrita) que reciba, y la apariencia de la que pueda ser víctima tendrá exactamente el mismo origen. Cualquier sistema que desee articular efectos traslativos (de la titularidad del derecho) o legitimatorios (para su ejercicio), incluida la asignación de prioridades, sobre presupuestos y en condiciones equivalentes a las previstas por el Derecho de los títulos valores debe tomar en cuenta las características del medio y las condiciones descritas⁽³⁸⁾. En el marco de éstas, la relación concreta, de control o no, que de hecho se establezca entre

(37) Debe tomarse en cuenta en este sentido que el perfil de las transacciones que sean realizadas con esta finalidad concreta será el de las relaciones a distancia. Normalmente las personas implicadas estarán distantes entre sí, y será tal circunstancia la que en esencia determine el recurso a medios de comunicación electrónicos, por el ingente valor añadido que presentan frente a otras alternativas (esto no quiere decir obviamente que tales medios puedan ser empleados únicamente en relaciones a distancia). En tales circunstancias todo intercambio que se establezca tendrá como base contextual el puro intercambio de información, cualquiera que sea la forma en que se materialice en el plano técnico: intercambio de documentos, acceso remoto a documentos o cualquier información, etc. (vid. en este sentido AGIN y KUMIS: “A Framework for Understanding Electronic Information Transactions”, op. cit., p. 304).

(38) Hemos de aceptar, pues, que la estructura del sistema que finalmente sea adoptado ha de estar absolutamente condicionada por las cualidades del medio al que se recurre. En esta línea señala EIZAGUIRRE: *Derecho de los títulos valores*, op. cit., p. 19, que el futuro de la regulación de los títulos valores está estrechamente vinculado a la aptitud funcional del papel o el soporte escrito que lo sustituya para servir a la transmisión de derechos. Tales cualidades y aptitud son por tanto las que el Derecho debe tener en cuenta para, en dicha medida, condicionar el contenido y directrices marcadas por las normas, en nuestro caso, las que regulen la transferencia o transmisión de derechos bajo el régimen derivado de la negociabilidad. Y efectivamente, si la señalada aptitud o cualidades funcionales del sistema asentado en el papel se basan en su capacidad para generar apariencia (confianza) por causa del carácter tangible del soporte documental escogido, en el sistema basado en el empleo de medios electrónicos dicha capacidad ha de buscarse en sus cualidades funcionales para generar la misma confianza y apariencia que, sean

el documento electrónico y su titular pasa a un segundo plano y pierde toda su utilidad. Aun en caso de que pueda transmitirse al mercado, a los terceros, con un razonable nivel de certeza que quien alega ser el tenedor de un documento negociable electrónico efectivamente lo tiene bajo su control, allá donde sea que está el documento, tal nivel de certeza no arrancará de la existencia de dicho control efectivo y de la posibilidad de percibirlo mediante la vista (como sucede con la posesión), sino del grado de autenticidad y veracidad que se reconozca en la información transmitida para expresar ese hecho. Es esta “suficiente y razonable apariencia de titularidad”, que en el mundo del papel se reconoce en la mera posesión del título correctamente redactado, la que en el electrónico arrancará sin duda de la información que veamos en la pantalla de nuestro terminal, y sobre la que debe apoyarse el sistema que queremos diseñar para la transmisión y negociación de derechos por vía electrónica.

Si entramos un poco más en el análisis de la noción de control podremos comprobar cómo, a pesar de que su construcción y definición no lo revelan claramente, su filosofía, sin llegar a acogerla plenamente (o a admitirla con claridad), no es ni mucho menos ajena a esta idea. Si bien incluye en la base de la atribución de la titularidad del derecho o la legitimación para su ejercicio, repetimos, los caracteres estrictamente relativos a la relación que se entabla entre titular o tenedor y documento (la idea de detentación y conservación del documento por parte de su titular o de la persona por él designada, y nadie más), en ocasiones los redactores o promotores de la noción de control descubren que la condición que básicamente debe satisfacer el sistema empleado para las comunicaciones entre titular y terceros o titular y deudor “cartáceo” es que permita establecer la identidad de la persona a quien el documento fue emitido o, en otras palabras, de la persona legitimada bajo el documento electrónico⁽³⁹⁾; en resumen, la persona titular de los derechos recogidos en el documento. Esta asunción, como también hemos visto, no llega a eliminar la dependencia de la “interposición” figurada del documento entre el derecho y su titular, ello en réplica, imagen refleja o reproduc-

cuales sean y tomando en cuenta sus características, serán ajenas al fenómeno posesorio asociado al papel (en este sentido, tal como apunta RECALDE CASTELLS: “Electronificación de los títulos-valor”, op. cit., pp. 576 y 583, el instrumento empleado ha de determinar en buena medida la normativa que deberá aplicarse a los derechos que ya no se incorporan en papel, aunque —añadiríamos— sólo aquella parte de la normativa que bascule sobre la presencia de un documento escrito en papel, y no el resto del Derecho sustantivo).

(39) Resulta revelador el Comentario del NCCUSL a la sec. 16 del UETA, en el que se señala expresamente que la clave para que pueda considerarse que el sistema empleado para las comunicaciones satisface los requisitos exigidos para el control del documento es que dicho sistema sea capaz de establecer de manera razonablemente fiable la identidad de la persona legitimada para recibir el pago (par. 3: “the key point is that a system, whether involving third party registry or technological safeguards, must be shown to reliably establish the identity of *the* person entitled to payment”); de forma menos cercana a esta idea, pero con similar orientación, el Comentario Oficial de la ALI y el NCCUSL a la sec. 1-706 del UCC, artículo 7, señala que la clave para la existencia del control sobre el documento es que permita establecer de manera, nuevamente, razonablemente fiable la identidad de la persona a quien el documento ha sido emitido o transferido (par. 3: “the key to having a system that satisfies this test is that identity of *the* person to which the document was issued or transferred must be reliably established”).

ción simétrica del protocolo seguido en las normas aplicables al papel, en la que por tanto para disponer del derecho es necesario hacerlo disponiendo del documento electrónico⁽⁴⁰⁾.

Una aplicación estricta, y creemos que correctamente orientada, del principio de equivalencia funcional en el campo de los regímenes de transmisión de derechos de crédito mediante la emisión y circulación de títulos valores debe quizá, y al igual que se ha hecho en otras ocasiones en la búsqueda de una completa neutralidad mediática, adoptar una diferente y más amplia perspectiva, “dando un paso atrás”, y venir definida por referencia a la función principal que desempeña el documento escrito en soporte papel (como protagonista en el derecho preexistente) a través de su posesión: nuevamente, la generación de confianza y apariencia de titularidad. Consecuentemente, y aunque ello pueda considerarse implícito en el principio de neutralidad tecnológica, las normas deberían probablemente obedecer igualmente al principio de neutralidad “protocolaria” o “modal”. El protocolo seguido en el entorno electrónico para la negociación de derechos (o cualesquiera otros bienes) deberá venir determinado de manera espontánea, además de por la naturaleza del bien en cuestión, en función de las prestaciones del medio y los instrumentos empleados. El Derecho no debe imponer el modo o protocolo, la secuencia del procedimiento seguido en función de lo que sucede en el mundo físico para el intercambio de cualesquiera activos, sencillamente porque éste arranca de las diferentes cualidades, utilidades y prestaciones de las herramientas o instrumentos en y para él empleados, y porque el riesgo que se corre con ello es el de limitar el desarrollo de las cualidades, utilidades y prestaciones que puedan ofrecer los medios electrónicos con la misma finalidad y quizá en mejores condiciones (en definitiva el desarrollo tecnológico y la innovación, y la implementación de sus resultados para el concreto fin que nos ocupa, la transmisión o negociación de derechos).

La opción descrita nos ubica por otro lado ante la posibilidad de abandonar la terminología propia de la sistemática basada en el papel, para comenzar a referirnos a los “derechos valores”⁽⁴¹⁾ o los “derechos negociables” o “transferibles”. Una hipotética regulación basada en esta orientación para la aplicación del principio de equivalencia funcional desde luego dejaría espacio para cualesquiera protocolos que se basen en el intercambio de documentos, en los que efectivamente, por razón de la tecnología empleada, el uso de documentos electrónicos pueda llegar a ser tal que la relación que pueda establecerse entre titular del derecho y el documento electrónico que lo refleje se haga de hecho perceptible a la vista mediante el uso de medios electrónicos, y además se haga merecedora de la confianza del tráfico como prueba fiable de titularidad. La cuestión es que semejante regulación ampararía otras posibilidades, seguramente las más probables, en las que tal confianza (la confianza a proteger, y ya entonces protegida) arranca simplemente del contenido de la informa-

⁽⁴⁰⁾ Vid. la nota preliminar (ALI y NCCUSL) a la revisión del artículo 7 del UCC del año 2004 (segundo y tercer párrafo).

⁽⁴¹⁾ Así, EIZAGUIRRE: *Derecho de los títulos valores*, op. cit., p. 73.

ción intercambiada⁽⁴²⁾. Tales sistemas no se basarían en el intercambio de documentos como punto central del esquema relacional —de forma que el documento perdería el protagonismo que actualmente tiene (también en las normas relativas al entorno electrónico)—, aunque sí con toda seguridad seguirán basándose en el intercambio y almacenamiento de información, y por tanto parcialmente (en una parte importante) en el uso de documentos escritos⁽⁴³⁾. Las cualidades esenciales del régimen de transmisión del derecho que caracterizan el régimen de los títulos valores, abstracción, autonomía y literalidad, pueden y deben, conforme al principio de no alteración del derecho preexistente, apreciarse y determinarse por referencia al contenido del o los

(42) Prueba de ello son los sistemas existentes (algunos ya extintos) para la réplica por vía electrónica del intercambio de documentos negociables. Dichos sistemas se basan en todos los casos en la creación de registros gestionados por prestadores de servicios, a su vez terceros de confianza. En el ámbito del transporte, muestra de ello son el Proyecto Seadocs así como, más reciente, BOLERO. En ambos casos, los usuarios del sistema, que acceden a él previa participación en un contrato multilateral con la entidad registradora y el resto de los usuarios, basan sus transacciones en el intercambio de información en un entorno cerrado (el acceso al cual se basa por tanto en estrictos procesos de identificación y autenticación de la información). La transferencia de derechos y la asignación de la titularidad sobre ellos es determinada por la información jurídicamente relevante, localizada en el contenido del registro, y adopta una mecánica basada en la designación nominativa del “tenedor” del documento por escrito en las anotaciones registrales (una descripción del funcionamiento del extinto Proyecto Seadocs puede verse en KOZOLCHYK, B.: “Evolution and Present State of the Ocean Bill of Lading from a Banking Perspective”, *J. Mar. L. & Com.*, vol. 23, 1992, pp. 227-228; para la comprobación del funcionamiento del BOLERO *bill of lading* puede consultarse el BOLERO *Rulebook*, disponible en <http://www.boleroassociation.org/downloads/rulebook1.pdf>, visitado por última vez el 12 de febrero de 2008, así como el *Appendix to the Bolero Rulebook: Operating Procedures*, 2.^a edición, disponible en http://www.boleroassociation.org/dow_docs.htm, visitado por última vez el 12 de febrero de 2008). Un sistema similar para la emisión y negociación de documentos representativos de mercancías es el creado a nivel federal (y para los almacenes generales de depósito con licencia federal) por la Parte 735, Título 7, del *United States Code of Federal Regulations*. Dicho sistema, de base también registral, fue puesto en práctica inicialmente sólo para los certificados de depósito de fardos de algodón (no susceptibles por tanto de confusión) y además en tal ámbito se hizo obligatorio su empleo. El reglamento que lo establece y regula contiene el régimen tanto de certificados en papel como de los certificados electrónicos señalados, y la estructura normativa que presenta es muy similar a la que muestran en ocasiones las normas sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta, y sencillamente equipara al titular del certificado electrónico inscrito en el registro con el titular de un certificado en papel (con los consiguientes efectos sustantivos que puedan corresponder con arreglo a cualesquiera otras normas) señalando que aquél será a efectos jurídicos tratado como si estuviera en posesión de un certificado en papel (*vid.* WHITAKER, R.D.: “Rules under the Uniform Electronic Transactions Act for an Electronic Equivalent to a Negotiable Promissory Note”, *Bus. Law.*, vol. 55, 1999-2000, pp. 441 y ss.).

(43) La diferencia, como puede verse, es que sencillamente la transmisión o transferencia del derecho dejaría de requerir necesariamente, y de materializarse en, la transmisión o transferencia de un documento.

documentos que sean empleados, en las condiciones vistas, en el proceso o protocolo de transmisión del derecho⁽⁴⁴⁾.

(44) Los sistemas registrales anteriormente mencionados se basan en este sentido y hasta cierto punto en una ficción (vid. ROGERS: "Negotiability as a System of Title Recognition", op. cit., pp. 207-208). Tanto los surgidos en la práctica con el ánimo de reproducir la emisión o negociación de documentos negociables por vía electrónica, como también los de algún modo aludidos desde las normas. En lo que a los primeros se refiere, en ellos se parte de que el documento negociable es efectivamente emitido, pero, en el funcionamiento del registro, el documento quede en él incluido y por tanto mantenido y custodiado por la entidad registradora por cuenta del en cada momento titular. De hecho, en uno de ellos, el Proyecto Seadocs, el conocimiento de embarque estaba previsto que fuese emitido en papel pero conservado bajo la posesión inmediata de la entidad registradora y proveedora de los servicios. Los sistemas con este perfil son denominados sistemas de "baúl" o "cámara electrónica" ("*e-vault systems*"), con lo que se trata de expresar que en ellos el documento objeto de negociación es inmovilizado en manos de la entidad central registradora, la cual, además de proceder a la anotación de la identidad de su titular, lo conservará como hemos dicho por cuenta de éste. Como puede verse, estos sistemas pueden ser descritos como sistemas de transmisión de derechos (y asignación de sus titularidades) de naturaleza híbrida, en tanto combinan dos mecanismos de los existentes para la creación, transmisión y adquisición o perfección de derechos o titularidades por parte de terceros, los basados en la emisión y circulación (con entrega) de un documento (como podría ser un conocimiento de embarque) y los basados en anotaciones o entradas en un registro a cuyo contenido (como reflejo documental de negocios jurídicos) se le otorga relevancia (en el tráfico, mediante regulación de naturaleza convencional o contractual, y/o en el Derecho) hasta el punto de condicionar el régimen y la validez de la creación, transmisión y, finalmente, titularidad de un derecho [vid. UNCITRAL: *Possible future work on electronic commerce. Transfer of rights in tangible goods and other rights. Note by the Secretariat*, op. cit., pp. 4 y ss.]. Este recurso recuerda claramente a las prácticas que surgieron inicialmente en el entorno bursátil para superar las inconveniencias asociadas a la representación en papel, y que desembocaron en la creación del sistema basado en la representación en anotaciones en cuenta y en los fenómenos de titularidad indirecta (HARRIS, S.L. y MOONEY, C.W.: "Negotiability, Electronic Commercial Practices, and a New Structure for the UCC Article 9 Filing System: Tapping the Private Market for Information Technology", *Idaho L. Rev.*, vol. 31, 1994-1995, pp. 836 y ss.; WHITAKER: "Rules Under the Uniform Electronic Transactions Act for an Electronic Equivalent to a Negotiable Promissory Note", op. cit., p. 443). La noción de control está pensando igualmente en este tipo de sistemas, a la vista de que son los únicos existentes en la práctica, en particular cuando expresamente contempla la posibilidad de que sus requisitos sean cubiertos con independencia de que el documento (la copia autoritativa) sea "comunicada a" y "mantenida por" el "custodio" designado por el titular (vid. Comentario de la NCCUSL la sec. 16 del UETA, pars. 3 y 5, así como el Comentario Oficial del ALI y la NCCUSL a la sec. 7-106 del UCC, artículo 7, pars. 3 y 5). Es curioso, porque ambos fenómenos de los aludidos, el observado en la práctica y el localizado en las normas, son producto el uno del otro. Esta concreta construcción, en el caso de las iniciativas privadas, tiene precisamente por objeto superar la inexistencia de regulación de los documentos negociables a los que se refieren, claramente mediante la adaptación a la estructura basada en el papel de sistemas que definitivamente responden a una muy diferente base protocolar. Correlativamente, y en el caso de la noción de control, esa apelación a la posibilidad de que el control sea ejercido por un "custodio designado", el registrador, responde a la preocupación de conservar la estructura que conocemos, la asentada en la transferencia de un documento para la de un derecho, pero englobando los sistemas de base registral ya existentes en la práctica. Lo cierto es que en tales sistemas lo único que se intercambian las partes es información escrita, y la transmisión de dicha información, en muchos casos, se articula permitiendo el acceso de los usuarios, las partes implicadas, a la información almacenada en el registro y, de ser necesaria, su manipulación o alteración.

3. La “adicción” al control del documento

El problema con que nos encontramos para la puesta en práctica o aplicación de las ideas anteriores está precisamente implícito en algunas de ellas. A la hora de regular los títulos valores el Derecho lo hizo sobre la constatación de las cualidades y utilidades del papel en la concreta finalidad de servir a la transmisión de derechos en la forma en que lo hace. Eso es lo que de momento no ha sucedido con los medios electrónicos con claridad, porque para ello, entre otras cosas, hace falta tiempo para la consolidación de la que toda práctica necesita para estar en condiciones de generar, y de probar que genera, la confianza necesaria⁽⁴⁵⁾. En el campo en el que nos movemos, además, contamos con otra dificultad añadida (otra más), y es el carácter excepcional, tasado y de fuerte contenido formal y protocolario o modal que tiene el régimen de transmisión de derechos a través del empleo de títulos valores⁽⁴⁶⁾. Ello genera un círculo vicioso del que no es fácil escapar. Y es que buena parte de las utilidades de los medios electrónicos y el progreso en su desarrollo e implementación requieren de una previa y fuerte inversión en recursos. Esta inversión se ve claramente desincentivada cuando no existe la seguridad de que el objetivo perseguido con ella y con su resultado (por ejemplo, en el diseño de sistemas para la emisión y transmisión de documentos electrónicos negociables, o para la negociación de derechos en las mismas condiciones que las contempladas por las normas sobre títulos valores) va a tener amparo jurídico⁽⁴⁷⁾. El Derecho en este terreno se halla todavía en muchos casos en una difícil situación, pues ha de abrir la puerta a la innovación con el objetivo descrito, pero todavía no tiene una referencia clara de cuál es la estructura en la que las prestaciones del medio electrónico van a cristalizar, de acuerdo con sus especiales características (como canal de información básicamente), para la transmisión, negociación o intercambio de derechos.

Todo lo anterior es lo que probablemente nos mantiene bajo la dependencia de la noción de control y nos empuja a renunciar, en su empleo, a la neutralidad protocolar o modal que creemos conveniente plantear. Aunque se antoja muy probable que en el futuro el tenor de las normas que se refieran a esta cuestión sea distinto del que

(45) Hay quien incluso estima (de manera creemos que incompresible) que eso nunca sucederá, y que determinados procesos continuarán vinculados al uso del papel (vid. WITTE, D.: “Avoiding the Un-real Estate Deal: Has the Uniform Electronic Transactions Act Gone too Far?”, *J. Marshall L. Rev.*, vol. 35, 2001-2002, p. 312). En materia de títulos valores o documentos negociables la propia realidad desde hace tiempo desmiente esta idea, y precisamente lo que reclama es que la ley provea cuanto antes la revisión de las normas sobre documentos negociables para habilitar el uso de medios electrónicos con el mismo fin (vid. WINN: “Electronic Chattel Paper under Revised Article 9: Updating the Concept of Embodied Rights for Electronic Commerce”, op. cit., pp. 1059-1060).

(46) EIZAGUIRRE: *Derecho de los títulos valores*, op. cit., p. 52.

(47) PEDERSEN: “Electronic Data Interchange as Documents of Title for Fungible Agricultural Commodities”, op. cit., p. 745; WINN: “Electronic Chattel Paper under Revised article 9: Updating the Concept of Embodied Rights for Electronic Commerce”, op. cit., p. 1060.

estamos ahora observando⁽⁴⁸⁾, pensar en una alternativa en este momento es una labor realmente difícil. La evolución que proponemos, no obstante, puede empezar a implementarse a través de la definición de la propia noción de control (o su interpretación, allá donde ya exista) por referencia, no a la relación entre titular y documento, sino, partiendo del carácter documental escrito del electrónico, al hecho de que permita determinar de manera razonablemente (con)fiable que la persona que alega ejercer el control del documento es el titular del o los derechos en él reflejados. Esa, y no otra, es la función que desempeña la posesión, permitir determinar de forma fiable (digna de confianza) que quien tiene el documento es el titular del derecho en él incorporado⁽⁴⁹⁾.

En estas condiciones, la noción de control debería funcionar sobre la base de los mecanismos, cualesquiera que sean, que en el intercambio de información, y sobre todo en el suministro de información a los terceros potenciales adquirientes del derecho (o beneficiarios de una garantía a la que éste quede sujeto) y al deudor, establezcan de manera fiable la titularidad y legitimación de quien dice ser el titular del derecho. Superado el umbral mínimo de lo que se entienda digno de confianza, y justificada por tanto esa confianza en particular en los casos en que terceros o deudor puedan ser víctimas de la apariencia, el control debe “usarse” (tal como hacen las normas que recurren a él) igual que la posesión del documento en papel formalmente correcto, es decir, como elemento atributivo de la titularidad del derecho adquirido y la legitimación para su ejercicio en las mismas condiciones que las previstas para la adquisición del derecho a través del título en el que se halle válidamente incorporado (incluyendo, por tanto, los casos en que puedan adquirirse uno y otro *a non domino* tal como aparezcan regulados en la ley).

Sabido esto, es decir, el efecto y la función que deben ser cubiertos en el uso de medios de comunicación electrónica para que pueda entenderse existente el control como elemento atributivo de titularidad y legitimación, nos queda por saber en qué va a consistir. Sólo la práctica despejará esa incógnita (aunque ya nos va dando algunas pistas)⁽⁵⁰⁾.

(48) Y que en este sentido el tenor de las normas que actualmente existen y que hemos venido citando y analizando a lo largo de este trabajo no sea sino transitorio.

(49) Tal como asumen igualmente las normas citadas que se basan en la noción de control (vid. *supra* nota 39).

(50) La última manifestación y empleo de la noción de control se localiza en el reciente Convenio de las Naciones Unidas sobre el Contrato de Transporte Internacional de Mercancías Total o Parcialmente Marítimo de 2008. La regulación del Convenio sobre documentos de transporte incluye la posibilidad de emitirlos en soporte electrónico y además prevé también la emisión de documentos de transporte electrónicos negociables. La regulación en particular de los documentos electrónicos negociables está asentada también en la noción de “control exclusivo” como equivalente funcional a la posesión (entre otros elementos legitimatorios, tales como la información contenida en el documento). El Convenio, no obstante, no define la referida noción, y sencillamente exige que las partes en el contrato de transporte, no sólo acuerden la posibilidad de emplear y emitir documentos de transporte en soporte electrónico

V. ALGUNAS OBSERVACIONES SOBRE LA FUNCIÓN
DE LOS DIFERENTES TIPOS DE DOCUMENTOS ALUDIDOS
Y LA REGULACIÓN DE SU EMISIÓN EN SOPORTE ELECTRÓNICO

No deseamos finalizar este breve escrito sin realizar ciertas observaciones (a modo de apunte) que se refieren a las funciones específicas asociadas a algunos de los documentos incluidos en el objeto del análisis realizado y al sentido mismo de la regulación de su emisión y empleo por medios electrónicos. En primer lugar, la implantación de medios electrónicos y la difusión de su empleo con fines negociales ha llegado a plantear ciertas dudas sobre la efectiva necesidad de regular los documentos negociables o títulos valores electrónicos. La respuesta que nosotros damos a esta interrogante está más que presente en los apartados precedentes. En concreto, las mencionadas dudas surgen del hecho de que una de las prestaciones que los medios electrónicos alcanzan es la posibilidad, en situaciones de transferencia de créditos, de mantener la simultaneidad en las comunicaciones multilaterales, de manera que deudor, titular de un derecho y tercero adquirente pueden participar en cada transacción, y con ello superar parte de la carga burocrática que impone el régimen de la cesión de crédito, así como permitir al eventual cesionario gestionar todos los riesgos que se refieren a la existencia y contenido del derecho objeto de transmisión a través del contacto con el deudor. Siendo esto cierto, con todo, no debe olvidarse que lo que imprime seguridad al tráfico en la negociación o transferencia de derechos, de acuerdo con el régimen sustantivo que la negociabilidad supone, es precisamente la abstracción de algunos de sus efectos a la voluntad y la legitimidad de parte de los implicados, en concreto el transmitente y el deudor, en protección de los intereses de terceros víctimas de fenómenos aparentes. Este tipo de fenómenos van a seguir produciéndose en los entornos electrónicos, especialmente en las transacciones para las cuales dichos me-

como requisito previo, sino que, además, y en caso de prever el uso de documentos electrónicos negociables, sometan su empleo, mediante acuerdo, a ciertas normas que, entre otras cosas, prevean “el método para la emisión y la transferencia del documento al tenedor previsto”, y “la forma en que el tenedor podrá probar su condición de tal” [vid. artículo 9, párrs. 1.a) y 1.c), del Convenio, así como las definiciones en artículo 1, párrs. 10.b), 19, 21 y 22, y artículo 8, párr. 22]. Lo que esto supone, como puede verse, es que la definición de lo que de hecho sea el “control exclusivo” del documento se deja a las partes (*i.e.*, al mercado), bajo la premisa de que, sea lo que sea, debe constituir un indicio fiable de titularidad y/o legitimación bajo el documento electrónico negociable (premisa que será la que los tribunales encargados de la aplicación de la norma deban tener en cuenta a la vista, entre otras cosas y obviamente, de lo pactado entre las partes). Así, aplicado el criterio de la equivalencia funcional, los requisitos del control exclusivo pueden ser satisfechos sin necesidad de que de hecho la transferencia de los derechos “incorporados” en el documento requiera la transferencia (o transmisión) de éste como tal, y ni siquiera que entre documento y su titular se establezca un tipo de relación fáctica concreta que pueda ser comparable con la posesión. En semejante noción, por tanto, caben igualmente de manera clara los sistemas registrales, que además, y como vimos *supra*, nota 42, descansan, en lo que a la determinación del control como indicio fiable de titularidad interesa, en la intervención de terceros de confianza, tales como entidades certificadoras. Es éste uno de los campos donde, a la vista del perfil que tienen las relaciones a distancia por medios de comunicación electrónica, el papel de los terceros de confianza sin duda adquirirá un peso muy significativo (vid. FROMKIN, M.A.: “The Essential Role of Trusted Third Parties in Electronic Commerce”, *Or. L. Rev.*, vol. 75, 1996, pp. 55 y ss., 63-65, analizando los diferentes roles que las autoridades de certificación pueden asumir en los distintos tipos de transacciones que tienen lugar de forma total o parcial por medios de comunicación electrónica).

dios son especialmente idóneos (como el intercambio de activos intangibles), y por tanto la necesidad de protección del tráfico y de terceros seguirá vigente en el futuro.

A estos efectos, lo que resulta vital es conservar precisamente los efectos sustantivos que en el mundo del papel se derivan del carácter negociable de los documentos (abstracción material del derecho negociado, autonomía, determinación de su contenido bajo la regla de la literalidad, presunción de legitimación o posibilidad de adquisición *a non domino* en ciertas circunstancias)⁽⁵¹⁾. Y ello, por otro lado, en aplicación de los principios de no discriminación y de no alteración del derecho preexistente.

Sin perjuicio del carácter general de la idea expuesta, sí hay casos en los que la concreta función de alguno de los títulos a los que nos estamos refiriendo puede poner en tela de juicio la necesidad de su regulación electrónica. Nos estamos refiriendo en particular al cheque electrónico. La diferencia principal que la configuración jurídica de este documento supone por comparación a otros documentos de pago, como la letra de cambio o el pagaré, es que, mientras la función de estos últimos es esencialmente financiera (y el documento por tanto sirve a la “movilización” del crédito aplazado e incorporado en él también con finalidad financiera), el cheque (sin perjuicio del empleo que en el tráfico en ocasiones se le pueda dar), se configura como un medio de pago, y la utilidad del documento es por tanto la de superar la distancia física entre el emisor, el tomador y el banco librado que retiene los fondos de aquél. Las prestaciones de los medios electrónicos antes citadas, en particular la simultaneidad y multilateralidad en las comunicaciones que permiten, restan sentido a la regulación del cheque electrónico, en la medida en que permiten la realización de pagos (con su correspondiente adeudo y abono) a distancia de manera instantánea⁽⁵²⁾.

Por otro lado, el respeto al Derecho preexistente deberá obviamente alcanzar a todas aquellas áreas a las que éste pueda extenderse, que de hecho varían entre los diferentes tipos de documentos. En el concreto caso de los títulos de tradición o representativos de mercancías, los efectos asociados a la negociabilidad trascienden el terreno de los derechos de crédito incorporados en el título, para adentrarse en los efectos que su transferencia puede desplegar en la transmisión o constitución de derechos reales (propiedad y derechos de garantía) sobre las cosas objeto del derecho de crédito documentado. Como se sabe, dichos efectos pueden venir establecidos por las

(51) NEWELL, J.E. y GORDON, M.R.: “Electronic Commerce and Negotiable Instruments (Electronic Promissory Notes)”, *Idaho L. Rev.*, vol. 31, 1994-1995, pp. 830-831; ROGERS, James S.: “An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision”, *Idaho L. Rev.*, vol. 31, 1994-1995, p. 697.

(52) Resulta significativo a estos efectos comprobar cómo, empujados por la inercia y el todavía frecuente empleo del cheque en algunos países, las entidades de crédito, y en algunos casos la Administración, promovieron la creación de servicios para el manejo de cheques electrónicos (vid. una completa exposición de algunas de dichas iniciativas con análisis de la legislación española aplicable en RAMOS HERRANZ, I.: “Cheques electrónicos”, *RDM*, núm. 229, 1998, *passim*) que sin embargo fueron sucumbiendo ante la evidencia de su dudoso sentido, y de manera relativamente rápida desapareciendo (vid. HILLER, J.S. y LLOYD, D.C.: “From Clipper Ships to Clipper Chips: the Evolution of Payment Systems for Electronic Commerce”, *J.L. & Com.*, vol. 17, 1997-1998, pp. 61 y 72).

propias normas relativas al título o documento, o por las concretas normas aplicables en cada caso para la transferencia o constitución de derechos reales⁽⁵³⁾. Sea como fuere, cualquier regulación que pretenda implementar el empleo de medios electrónicos para la emisión y negociación de este tipo de documentos debe respetar los mencionados efectos y conservar, también en esta parcela, los asociados al manejo del papel⁽⁵⁴⁾.

(53) Ejemplo del primer caso son las normas del artículo 7 del UCC estadounidense, así como las incluidas en el *Codice della Navigazione* italiano (artículos 463 y 464, sobre conocimiento de embarque, y artículo 961, relativo a la carta de porte aéreo), en combinación con las normas recogidas en los artículos 1994 y ss. del Código Civil del mismo país. Ejemplo del segundo caso (aunque de manera escasamente explícita) son las normas del Derecho español (vid. EIZAGUIRRE: *Derecho de los títulos valores*, op. cit., pp. 402 y ss.).

(54) Así, VAN DER ZIEL, G.: “Main Legal Issues Related to the Implementation of Electronic Transport Documentation”, *E.T.L.*, vol. XXXII, núm. 6, 1997, p. 717, en referencia a las Reglas del Comité Marítimo Internacional sobre Conocimientos de Embarque Electrónico.

LA PENÚLTIMA REFORMA DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS. LA ADECUACIÓN DEL DERECHO ESPAÑOL A LA STJCE DE 18 DE DICIEMBRE DE 2008 Y OTRAS MODIFICACIONES ⁽¹⁾

ESTHER HERNÁNDEZ SAINZ

*Profesora Ayudante Doctor de Derecho Mercantil
Universidad de Zaragoza*

RESUMEN

La Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles (LME) ha modificado algunos artículos de la Ley de sociedades anónimas de 1989. En este trabajo se analizan los cambios que la LME ha introducido en la regulación del derecho de suscripción preferente con la finalidad de acatar la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 18 de diciembre de 2008. El ámbito objetivo del derecho de suscripción preferente ha quedado reducido a los aumentos de capital con contraprestación dineraria. Se ha suprimido el derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles. Además se ha regulado expresamente la supresión por acuerdo de la junta del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas en la emisión de nuevas obligaciones convertibles.

Palabras clave: *Derecho de suscripción preferente, aumento de capital por aportaciones dinerarias, obligaciones convertibles, supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles.*

ABSTRACT

Law 3/2009, on Structural Modifications of Commercial Companies (LME) has amended Company Limited by Shares Act of 1989 (Ley de Sociedades Anónimas de 1989). This paper analyses the changes that LME has introduced in the legal framework of the pre-emption rights in order to comply with the Judgement of the Court of Justice of The European Communities issued on 18 December 2008. The scope of pre-emption right has been reduced to capital increases by consideration in cash. The convertible bonds holders' pre-emption right has been abolished. Also it has expressly governed the disapplication of shareholders' pre-emption rights in the issuance of new convertible bonds by decision of shareholders' meeting.

Key words: *Shareholders' right of pre-emption, capital increase by consideration in cash, bonds convertible into shares, disapplication of shareholders' pre-emption right in issue of convertible bonds.*

⁽¹⁾ El presente trabajo se ha desarrollado en el seno del Proyecto de Investigación DER 2008/JURI "Plan de Acción de la Unión Europea sobre el Derecho de Sociedades y la modernización del Derecho español de sociedades de capital" del que es investigador responsable D. Gaudencio Esteban Velasco, Catedrático de Derecho Mercantil.

SUMARIO

- I. LA MODIFICACIÓN DE LA REGULACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE EN EL MARCO DE LA REFORMA DEL DERECHO DE SOCIEDADES OPERADA POR LA LEY 3/2009 DE 3 DE ABRIL, SOBRE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES.
- II. FUNDAMENTO DE LOS CAMBIOS INTRODUCIDOS: EL ACATAMIENTO DE LA STJCE DE 18 DE DICIEMBRE DE 2008.
- III. ALCANCE DE LAS REFORMAS INTRODUCIDAS EN LA REGULACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE.
 1. **La restricción del ámbito objetivo del derecho de suscripción preferente a los aumentos de capital con aportaciones dinerarias.**
 - 1.1. El debate en torno al ámbito objetivo del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital antes de la promulgación de la LME.
 - 1.2. La incidencia de la limitación del ámbito objetivo del derecho de suscripción preferente en la protección de los accionistas minoritarios de las sociedades anónimas cerradas.
 - 1.3. El derecho de suscripción preferente y los aumentos de capital mixtos.
 - 1.4. La divergencia con la regulación del derecho de asunción preferente en las sociedades limitadas.
 2. **La supresión del derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles.**
 - 2.1. La polémica en torno al otorgamiento a los titulares de obligaciones convertibles de un derecho de suscripción preferente de acciones u obligaciones convertibles de nueva emisión con anterioridad a la promulgación de la LME.
 - 2.2. La falta de coordinación de la supresión del derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles con el resto de normas que articulan la protección de los obligacionistas con facultad de conversión y la consiguiente desprotección de los titulares de obligaciones convertibles a tipo fijo.
 - 2.3. Consecuencias de la supresión legal del derecho de suscripción preferente para los titulares de obligaciones convertibles emitidas con anterioridad a la entrada en vigor de la LME.
 3. **La supresión por acuerdo de la junta del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas en supuestos de emisión de nuevas obligaciones convertibles.**
 - 3.1. El reconocimiento legal expreso en el nuevo artículo 292.2 de la LSA de la facultad de supresión del derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles de nueva emisión.

- 3.2. Régimen jurídico-positivo de la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles de nueva emisión por decisión de la junta general.
 - 3.2.1. La competencia exclusiva de la junta general para decidir sobre la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles.
 - 3.2.2. El interés social como presupuesto legitimador del acuerdo de la junta.
 - 3.2.3. Requisitos formales para la válida adopción del acuerdo de supresión del derecho de suscripción preferente.
 - 3.2.4. Libertad de fijación del tipo de emisión.

IV. CONCLUSIONES.

V. BIBLIOGRAFÍA.

I. LA MODIFICACIÓN DE LA REGULACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE EN EL MARCO DE LA REFORMA DEL DERECHO DE SOCIEDADES OPERADA POR LA LEY 3/2009, DE 3 DE ABRIL, SOBRE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE SOCIEDADES MERCANTILES

El 4 de abril de 2009 se publicaba en el BOE una norma de singular trascendencia para el Derecho de sociedades español: la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles —en adelante citada LME—⁽²⁾. Si bien el principal objetivo de esta norma era unificar, ampliar y remodelar el régimen jurídico de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, el legislador también ha aprovechado la oportunidad para modificar diversos preceptos de la LSA y de otras normas societarias⁽³⁾. Es en este marco, donde se inserta una nueva

(2) Para un primer comentario sobre el contenido de esta importante norma, si bien en fase de Proyecto, véase la *RdS*, núm. 31 (2008-2), pp. 19 y ss. Ya sobre el texto definitivo, véase AA.VV.: *Régimen jurídico de las modificaciones estructurales de sociedades* (dirs. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. y otros), Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2009 y ÁVILA NAVARRO, P.: *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Comentarios a la Ley 3/2009, de 3 de abril*, 2 tomos, Bosch, 2009.

(3) La LME también persigue trasponer diversas Directivas comunitarias y en concreto: la Directiva 2005/56/CE relativa a las fusiones transfronterizas; la Directiva 2007/63/CE por la que se modifican las Directivas 78/855/CEE y 83/891/CEE en lo que respecta al requisito de presentación de un informe elaborado por un perito independiente en caso de fusión o escisión de sociedades, y la Directiva 2006/68/CE por la que se modifica la Segunda Directiva; así como dotar de mayor flexibilidad a nuestro ordenamiento societario, al tiempo que se realiza un esfuerzo de racionalización normativa, si bien resulta insuficiente como reconoce el propio legislador. Sobre los objetivos de la LME, véase su interesante Exposición de Motivos.

reforma del régimen del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas ⁽⁴⁾.

El cambio normativo se articula a través de la disposición final primera, apartado dieciséis de la LME que ha dado nueva redacción al artículo 158.1 de la LSA, que pasa tener la siguiente redacción:

“1. En los aumentos de capital social con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, con cargo a aportaciones dinerarias, los antiguos accionistas podrán ejercer, dentro del plazo que a tal efecto les conceda la administración de la sociedad, que no será inferior a quince días desde la publicación del anuncio de la oferta de suscripción de la nueva emisión en el «Boletín Oficial del Registro Mercantil» en el caso de las sociedades cotizadas, y de un mes en el resto de los casos, el derecho a suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las acciones que posean”.

El apartado diecinueve de esa misma disposición final primera ha modificado el artículo 293 de la LSA, que ha sido redactado como sigue:

“1. Los accionistas de la sociedad tendrán derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles, al que resultará de aplicación lo dispuesto en el artículo 158 de esta Ley.

2. En los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la Junta General, al decidir la emisión de obligaciones convertibles, podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente. Para la validez de este acuerdo, que habrá de respetar lo dispuesto en el artículo 144, será imprescindible:

- a) Que en la convocatoria de la Junta se haya hecho constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente.
- b) Que en el informe de los administradores al que se refiere el apartado 2 del artículo 292, se justifique detalladamente, además, la propuesta de supresión.

(4) La regulación del derecho de suscripción preferente y su exclusión por la junta general contenida en los arts. 158 y 159 de la LSA ya había sido objeto de anteriores y polémicas reformas por parte de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 18 de julio, del mercado de valores (BOE 17-11-1998), seguida muy poco después por la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social (BOE 31 de diciembre de 1998). Posteriormente, el artículo 159 de la LSA sería de nuevo reformado por el número 4 de la disposición adicional novena de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero (BOE 23-11-2002). Para un comentario crítico de estas reformas, véase SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Mc Graw-Hill, Madrid, 1999, pp. 145-153, LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores)”, *RdS*, núm. 14 (2000-1), pp. 109-196 y ALONSO LEDESMA, C.: “Disposición adicional novena: La reforma del régimen del derecho de suscripción preferente” en *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero* (coords. SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.) Aranzadi, Pamplona, 2003, pp. 709-732.

- c) Que en el informe del auditor de cuentas al que se refiere el apartado 2 del artículo 292, se emita un juicio técnico sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores y sobre la idoneidad de la relación de conversión, y, en su caso, de sus fórmulas de ajuste, para compensar una eventual dilución de la participación económica de los accionistas”.

Tal y como reconoce la propia Exposición de Motivos de la LME en su apartado IV, con las modificaciones introducidas en la regulación del derecho de suscripción preferente se pretende adecuar dicha regulación al pronunciamiento contenido en la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea —TJCE— (Sala primera) de 18 de diciembre de 2008⁽⁵⁾. En ella, el TJCE declaraba que el Reino de España había incumplido sus obligaciones de correcta transposición de la Directiva 77/91/CE 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 segundo 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 (DOCE L 26 de 31-01-1977, pp. 1 y ss.) —en adelante citada como la Segunda Directiva—⁽⁶⁾.

Para llevar a cabo dicha adecuación el legislador español ha procedido a eliminar el derecho de suscripción preferente que ostentaban los titulares de obligaciones convertibles, tanto en los aumentos de capital de nueva emisión —reformando el artículo 158 de la LSA—, como en los supuestos de emisión de nuevas obligaciones convertibles —eliminando el antiguo apartado 2 del artículo 293 de la LSA—. Así mismo, ha regulado expresamente la supresión del derecho de suscripción preferente que ostentan los antiguos accionistas ante la emisión de obligaciones convertibles, mediante la nueva redacción del apartado 2 del artículo 293 de la LSA.

Pero el legislador ha ido más allá del estricto acatamiento del pronunciamiento judicial, y ha aprovechado la reforma para despejar las dudas sobre el ámbito de operatividad objetiva del derecho de suscripción preferente que queda confinado a las ampliaciones de capital cuya contraprestación sea dineraria.

⁽⁵⁾ El texto inicial del Proyecto de Ley no contemplaba esta modificación que fue introducida en el Senado, a raíz de las enmiendas núms. 14 y 22, presentadas por el Grupo Parlamentario Socialista [véase las Enmiendas al Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales publicadas en el BOCG Senado, Serie II, núm. 9 c) de 18 de febrero de 2009, pp. 40 y 42 a 43]. Tales enmiendas serían acogidas por la Comisión de Justicia en su Dictamen sobre el Proyecto de Ley, que sería aprobado por el Pleno del Senado, dando lugar a la inclusión de dos nuevos apartados (quince bis y diecisiete bis) en la disposición final, que pasarían prácticamente intactos al texto final de la norma, a salvo una pequeña mejora en la redacción y el cambio de numeración. Véase el Dictamen de la Comisión de Justicia del Senado sobre el Proyecto de Ley de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles (BOCG, Senado, serie II, núm. 9-d, de 11 de marzo de 2009, p. 71).

⁽⁶⁾ Esta sentencia ha sido comentada por ALONSO ESPINOSA, F.J.: “Notas a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de titulares de obligaciones convertibles en acciones”, *RdS*, núm. 32 (2009-1), pp. 133-150; quien se muestra muy crítico con su contenido y por MUÑOZ PÉREZ, A.F.: “La Segunda Directiva comunitaria sobre el capital de la sociedad anónima y el derecho de suscripción preferente en la LSA”, *RdS*, núm. 32 (2009-1), pp. 151-167.

Estas tres constituyen las modificaciones de mayor calado del régimen jurídico del derecho de suscripción preferente que analizaremos en este trabajo. No obstante, destacar que también se han corregido algunas erratas en la redacción del artículo 158 de la LSA que se habían colado en el precepto en una anterior reforma, en concreto en la operada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (BOE 17-11-1998). Tras esa reforma, el artículo 158.1 de la LSA indicaba que los antiguos accionistas y los titulares de obligaciones convertibles podrían ejercitar su derecho de suscripción preferente “dentro del plazo que a tal efecto les conceda *la Administración a la sociedad*”⁽⁷⁾. Al escribir Administración con mayúscula y especificar que ésta concedía el plazo “a la sociedad”, el tenor literal del precepto parecía dar a entender que era la Administración pública la que otorgaba un plazo a la sociedad emisora para el ejercicio del derecho de suscripción preferente por parte de sus accionistas, en una intolerable intromisión de los poderes públicos en la autonomía de la sociedad. Indudablemente se trataba de una errata en la redacción y la única interpretación correcta consistía en entender que era el órgano de administración de la sociedad el que concedía el plazo para ejercitar el derecho de suscripción preferente, puesto que era este órgano, y no la junta general, quien fijaba el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción, si bien respetando el límite mínimo legal de quince días en el caso de las sociedades cotizadas y de un mes en el resto, previsto en el propio artículo 158.1 de la LSA.

Con la nueva redacción en la que se hace referencia al “plazo que a tal efecto les conceda la administración de la sociedad”, ha quedado corregido el error y disipada cualquier duda sobre la interpretación del precepto.

II. FUNDAMENTO DE LOS CAMBIOS INTRODUCIDOS: EL ACATAMIENTO DE LA STJCE DE 18 DE DICIEMBRE DE 2008

Dado que la razón fundamental esgrimida para la modificación de la regulación del derecho de suscripción preferente es adecuar nuestro ordenamiento a la Segunda Directiva conforme a lo dictaminado por la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea de 18 de diciembre de 2008, es conveniente que analicemos su contenido antes de estudiar los cambios en el régimen jurídico del derecho de suscripción preferente operados por la LME, pues sólo así podremos valorar si la nueva regulación efectivamente se atiene a lo declarado por este Tribunal.

La sentencia trae su causa en una demanda interpuesta por la Comisión Europea contra el Reino de España, el 4 de agosto de 2006⁽⁸⁾, por considerar que la legislación española infringía los arts. 29 y 42 de la Segunda Directiva por cuatro motivos que exponemos a continuación:

(7) Estas erratas ya fueron advertidas por la doctrina. Véase SALINAS ADELANTADO, C.: “Cambios en el derecho de suscripción preferente”, *La(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas* (coord. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.), Tecnos, Madrid, 2000, pp. 170-171.

(8) Recurso interpuesto el 4 de agosto de 2006 por la Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino de España —Asunto C-338/06— (DOUE C 261/12 de 28 de octubre de 2006).

1. El artículo 159.1.c) de la LSA autorizaba a la junta de accionistas de las sociedades cotizadas a acordar la emisión de nuevas acciones sin derecho de suscripción preferente a un precio inferior a su valor razonable, incumpliendo así el mandato del artículo 29, apartados 1 y 4 de la Segunda Directiva y vulnerando el principio de igualdad de trato entre los accionistas de las sociedades cotizadas consagrado en el artículo 42 de la citada norma. En opinión de la Comisión, al permitir el artículo 159.1.c) de la LSA la emisión de nuevas acciones de sociedades cotizadas con supresión del derecho de suscripción preferente a “cualquier precio”, siempre que fuese superior al valor neto patrimonial, limitándose tan sólo a exigir que se fijase el procedimiento para la determinación del precio, existía el riesgo de que las acciones se emitiesen por debajo de su valor de cotización y, en consecuencia, a un precio que a juicio de la Comisión podría ser “irrazonablemente bajo”. Se vulneraría así el principio de igualdad de trato en las sociedades cotizadas, puesto que los antiguos accionistas habrían adquirido sus acciones a precio de mercado, mientras que los suscriptores de la ampliación lo harían a un precio sensiblemente inferior⁽⁹⁾.

2. El artículo 158.1 de la LSA concedía el derecho de suscripción preferente de acciones en caso de ampliación de capital con aportaciones dinerarias no sólo a los accionistas, sino también a los titulares de obligaciones convertibles en acciones.

3. De igual forma, el artículo 293.2 de la LSA también otorgaba el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles en acciones de nueva emisión, a los titulares de obligaciones convertibles emitidas con anterioridad, en pie de igualdad con los antiguos accionistas. A juicio de la Comisión, tanto el artículo 158.1 de la LSA, como el artículo 293.2 de la LSA, violaban lo dispuesto en el artículo 29, apartados 1 y 6 de la Segunda Directiva, pues las nuevas acciones, o, en su caso, las nuevas obligaciones, no eran ofrecidas “con preferencia” a los accionistas.

4. Finalmente, la legislación española no preveía expresamente que la junta de accionistas pudiese acordar la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles en acciones, al remitir el artículo 293.3 de la LSA exclusivamente al artículo 158 de la LSA, pero no al 159 de la LSA en el que se regulaba la exclusión del derecho de suscripción preferente. Consideraba la Comisión que se estaba así incumpliendo el artículo 29.6 de la Segunda Directiva, conforme al cual los apartados 1 a 5 del mismo precepto eran de aplicación a la emisión de títulos convertibles en acciones o que se acompañasen de un derecho de suscripción de acciones.

La primera de las pretensiones fue rechazada por el TJCE, al acoger los argumentos de España y entender que nuestra normativa no sólo respeta el nivel de protección mínimo de los antiguos accionistas exigido por la Segunda Directiva en los supuestos de exclusión del derecho de suscripción preferente, sino que lo refuerza al requerir el artículo 159.1.b) de la LSA la elaboración, además del informe de los administradores (único exigido por el artículo 29.4 de la Segunda Directiva), de un segundo informe elaborado por un auditor de cuentas, nombrado por el Registrador mercantil y distinto

⁽⁹⁾ Véase los considerandos núms. 12 a 15 de la STJCE de 18 de diciembre de 2008.

del auditor de las cuentas de la sociedad, conteniendo un pronunciamiento sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad, el valor teórico de los derechos de suscripción preferente cuyo ejercicio se propone suprimir y la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores.

Además, la Segunda Directiva sólo exige que se justifique el valor de emisión en el informe de los administradores, pero no exige que dicho valor coincida con el valor real o razonable de las acciones. Nuestro ordenamiento es más riguroso, puesto que el artículo 159.1.c) de la LSA exige que el valor nominal de las acciones más la prima de emisión se corresponda con el valor razonable de las acciones que resulte del informe elaborado por los auditores de cuentas, evitando así la emisión de acciones a precios irrazonables que lesionen la posición económica de los antiguos accionistas. Con carácter general, el valor de emisión no puede ser inferior al valor razonable de la acción y así se desprende con claridad tanto del artículo 159.1.c) de la LSA. Así lo interpreta también la *Resolución de 16 de junio de 2004, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*.

Tratándose de sociedades cotizadas, se presume que el valor razonable de la acción es su valor de mercado, aunque en el caso concreto pudiera ser “razonable” un precio inferior al de mercado, siempre y cuando se justifique en los informes. La presunción de que la cotización bursátil representa el valor razonable de la acción, es una presunción *iuris tantum*, que puede ser destruida en el caso concreto, aportando la debida justificación en los informes. Así, en supuestos de mercados poco profundos en cuanto al período, frecuencia o volumen de negociación, el valor bursátil de las acciones puede no ser representativo del valor de mercado de la entidad en su conjunto, por lo que podrían utilizarse otros elementos y bases de medición para determinar el valor razonable de las acciones. Supuestos similares podrían darse ante condiciones de inestabilidad bursátil general o específica, o de operaciones que pudieran implicar la toma de control de una entidad, casos estos en los que la cotización bursátil no refleja con exactitud el valor razonable de la acción⁽¹⁰⁾.

Además, en las sociedades cotizadas, se permite que la Junta, una vez disponga del informe de los administradores y del informe del auditor, pueda acordar la emisión de nuevas acciones a un precio inferior a su valor razonable, siempre que sea superior a su valor neto patrimonial, con lo que se garantiza que los antiguos accionistas no vean gravemente diluidos sus derechos económicos⁽¹¹⁾. En todo caso, esta emisión sin derechos deberá venir justificada por el interés social.

Por el contrario, las otras tres pretensiones fueron acogidas por el Tribunal.

⁽¹⁰⁾ Así lo estima el ICAC en el punto 7 de su Resolución de 16 de junio de 2004 por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOICAC núm. 58, 2004).

⁽¹¹⁾ Véase los considerandos núms. 23 a 34 de la STJCE de 18 de diciembre de 2008.

En un examen conjunto de los motivos segundo y tercero, el TJCE estima que el Reino de España incumple las obligaciones que le incumben en virtud del artículo 29, apartados 1 y 6 de la Segunda Directiva al otorgar un derecho de suscripción preferente de acciones, tanto en los aumentos de capital con aportaciones dinerarias, como en las emisiones de obligaciones convertibles, no sólo a los accionistas, sino también a los titulares de obligaciones convertibles en acciones. Conforme al artículo 29.1 y 6 de la Segunda Directiva la oferta de nuevas acciones o de obligaciones convertibles no puede dirigirse simultáneamente a los antiguos accionistas y a los titulares de obligaciones convertibles, sino que ha de dirigirse “con preferencia” a los antiguos accionistas. En consecuencia, sólo en la medida en que éstos no ejerzan su derecho preferente se pueden ofrecer esas acciones u obligaciones, en segunda o posteriores vueltas, a otros adquirentes, entre los que pueden figurar, en particular, los titulares de obligaciones convertibles⁽¹²⁾.

En lo que respecta al cuarto motivo, entiende el TJCE que si bien es cierto que los Estados miembros son libres de establecer requisitos más restrictivos para suprimir el derecho de suscripción preferente, no lo es menos que el artículo 29.6 de la Segunda Directiva, en relación con el apartado 4 del mismo artículo, exige que, bajo determinadas condiciones, la junta general pueda decidir que se suprima el derecho de suscripción preferente de todos los títulos convertibles. El Tribunal estima plausibles los argumentos españoles propugnando una interpretación funcional del artículo 293 de la LSA, que llevaría indubitadamente a la conclusión de que la junta general posee tal facultad, aun cuando el artículo 293.3 de la LSA sólo remita al artículo 158 de la LSA, pero no al artículo 159 de la LSA⁽¹³⁾. No obstante, considera que la plena aplicación del Derecho comunitario no sólo obliga a los Estados miembros a modificar sus legis-

(12) Véase los considerandos núms. 38 a 46 de la STJCE 18 de diciembre de 2008 y los comentarios de MUÑOZ PÉREZ, A.F.: “La Segunda Directiva comunitaria sobre el capital de la sociedad anónima...”, op. cit., pp. 159 a 164.

(13) De hecho, la doctrina mayoritaria consideraba posible la exclusión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles de nueva emisión que ostentaban los antiguos accionistas y los titulares de obligaciones convertibles. Véase en este sentido, CUESTA RUTE, J.M.^a de la: “El aumento y reducción del capital social”, *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, p. 193; TORRES ESCÁMEZ, S.: *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas (Estudios de la legislación mercantil y del mercado de valores)*, Civitas, Madrid, 1992, p. 254; TAPIA HERMIDA, A.: “Algunos problemas sobre la emisión de pagarés de empresa, de obligaciones convertibles y de obligaciones hipotecarias”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* (1993), pp. 1351 y ss. y posteriormente en sus trabajos “Las obligaciones convertibles en el Derecho español”, *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 2, Civitas, Madrid, 1994, pp. 1162-1164 y “Las obligaciones convertibles”, *RdS*, núm. 13 (1999-2), pp. 121-122; VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente”, *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 1, Civitas, Madrid, 1994, pp. 553-554; ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., p. 121; SANZ GARCÍA, J.: “Emisión de obligaciones convertibles”, *RdS*, núm. 8 (1997), pp. 281 y ss.; MUÑOZ PÉREZ, A.F.: “La Segunda Directiva comunitaria sobre el capital de la sociedad anónima...”, op. cit., p. 166 e IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, *In Dret. Revista para el análisis del Derecho*, núm. 1 (2007), pp. 4-13.

laciones de manera que sean conformes con el Derecho comunitario, sino que también exige que lo hagan mediante la adopción de disposiciones jurídicas que puedan crear una situación suficientemente precisa, clara y transparente para permitir a los particulares conocer todos sus derechos e invocarlos ante los órganos jurisdiccionales nacionales. Además entiende el Tribunal que “el Reino de España no ha aportado ningún elemento concreto que pruebe que los órganos jurisdiccionales españoles interpretan el artículo 293 de la LSA de modo que incluya la posibilidad de suprimir el derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles”⁽¹⁴⁾. Por ello, considera el Tribunal que la inexistencia de norma legal expresa reconociendo la facultad de la junta general para acordar la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles en acciones vulnera el artículo 29.6 de la Segunda Directiva.

III. ALCANCE DE LAS REFORMAS INTRODUCIDAS EN LA REGULACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

1. La restricción del ámbito objetivo del derecho de suscripción preferente a los aumentos de capital con aportaciones dinerarias

1.1. *El debate en torno al ámbito objetivo del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital antes de la promulgación de la LME*

En su regulación inicial contenida en el artículo 92 de la LSA de 1951, el derecho de suscripción preferente se reconocía a los antiguos accionistas “en toda elevación de capital con emisión de nuevas acciones”. La LSA de 1989, en su artículo 158.1, continuó circunscribiendo el ámbito objetivo de aplicación de este derecho a “los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas” y lo extendió, atendiendo a lo dispuesto en el artículo 29.6 de la Segunda Directiva, a la emisión de obligaciones convertibles en acciones mediante el artículo 293 de la LSA.

La redacción del artículo 158.1 de la LSA suscitó un vivo debate doctrinal sobre las modalidades de aumento de capital en que operaba el derecho de suscripción preferente, puesto que el artículo 29.1 de la Segunda Directiva sólo exigía su reconocimiento en los aumentos de capital por aportaciones dinerarias. No obstante, al tratarse de una Directiva de mínimos, era admisible una extensión de este derecho a otras

⁽¹⁴⁾ Véase el considerando núm. 55 de la STJCE de 18 de diciembre de 2008. Es cierto que el Tribunal Supremo no había tenido ocasión de pronunciarse al respecto, pero sí los Tribunales inferiores. Véase la SAP de Cantabria núm. 15/2004 (Sección 1.ª), de 14 de enero (AC 2004\437) y la SAP de Cantabria núm. 316/2004 (Sección 1.ª), de 5 de julio (JUR 2004\191919) y en particular su Fundamento de Derecho Sexto, que admite con claridad la exclusión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles, considerando el artículo 159 de la LSA de aplicación directa.

modalidades de aumento de capital⁽¹⁵⁾. Así lo reconoció el TJCE en su Sentencia de 19 de noviembre de 1996, al establecer que la Segunda Directiva se limitó a instaurar un derecho de suscripción preferente en los casos de aumentos del capital suscrito por aportaciones dinerarias, absteniéndose de regular la situación compleja y desconocida en la mayoría de los Estados miembros, del ejercicio del derecho preferente en caso de aumento del capital mediante aportaciones no dinerarias, pero dejando a los Estados miembros la libertad de prever la posible existencia de un derecho preferente en relación con estas otras modalidades de aumento del capital. Además, en opinión del Tribunal, una norma nacional que extienda el derecho de suscripción preferente de los accionistas a los aumentos del capital mediante aportaciones no dinerarias, con posibilidad de limitarlo o suprimirlo en determinadas circunstancias, es un instrumento que garantiza una más eficaz protección de los accionistas, al evitar, también en estos casos, que se debilite la parte del capital que representa su participación⁽¹⁶⁾.

En esta línea, un sector mayoritario de nuestra doctrina consideró que el texto de la Ley era claro y se refería, sin lugar a dudas, a cualesquiera aumentos de capital con independencia de que su contravalor consistiese o no en numerario⁽¹⁷⁾. Según estas tesis, excepto en los supuestos expresamente previstos en el artículo 159.4 de la LSA en que el aumento de capital fuese debido a la conversión de obligaciones en acciones o a la absorción de otra sociedad o de parte de su patrimonio escindido⁽¹⁸⁾, el derecho de suscripción nacería con el aumento de capital y, por lo tanto, para que no operase en el caso concreto, sería necesario que la Junta general decidiese su supresión, conforme a lo previsto en el artículo 159 de la LSA.

Fundamentaban su posición en que el Anteproyecto de Ley de Reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de socie-

(15) Al tratarse de una Directiva de mínimos, los Estados miembros podían ampliar, y de hecho así lo hicieron algunos de ellos, el ámbito subjetivo y objetivo del derecho de suscripción preferente. Por lo tanto, la extensión del derecho de suscripción preferente a todos los aumentos de capital era conforme con el texto comunitario. Véase en este sentido, VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente”, op. cit., p. 540.

(16) Véase los considerandos 11 a 19 de la STJCE Luxemburgo (Pleno) de 19 de noviembre de 1996 —Caso SIEMENS— (TJCE 1996/217).

(17) Esta es la posición mantenida por SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C.: “La acción como fundamento de la condición de socio y como conjunto de derechos”, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Madrid, 1990, pp. 295-297; LARGO GIL, R.: en su trabajo “La exclusión del derecho de suscripción preferente”, *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 1, Civitas, Madrid, 1994, pp. 672-673; reiterándola posteriormente en “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., pp. 176-178; VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente...”, op. cit., pp. 544 a 551 y ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 17-19 y 113, entre otros.

(18) Sobre estos supuestos de inexistencia del derecho y su fundamento, véase SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “La acción y los derechos...”, op. cit., pp. 208 y ss.; LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., pp. 176-190 y VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente...”, op. cit., p. 548.

dades de 17 de junio de 1987, proclamaba en su artículo 96.2 que en ningún caso habría lugar al derecho de suscripción preferente cuando el aumento de capital se hiciese mediante compensación de créditos u otras aportaciones no dinerarias, o se debiese a la conversión de obligaciones en acciones o a la absorción de otra sociedad. Durante la posterior tramitación de la norma, las referencias a los aumentos por compensación de créditos o mediante aportaciones no dinerarias fueron conscientemente eliminadas, mediante la aprobación de una enmienda razonada⁽¹⁹⁾, desapareciendo por completo en el texto definitivo. De ahí que un sector relevante de la doctrina llegase a la conclusión de que los supuestos finalmente silenciados quedaban sometidos al régimen general por expreso deseo del legislador, quedando a la decisión de la junta la supresión del derecho de suscripción preferente ante un concreto aumento del capital con contraprestación no dineraria⁽²⁰⁾. También el Tribunal Supremo en su Sentencia de 23 de mayo de 2008 (RJ 2008\3170) utilizó este argumento para estimar que el derecho de suscripción preferente existía en los aumentos de capital por compensación de créditos.

A favor de esta interpretación se alegaba también que el artículo 159.1, apartado b) de la LSA exigía que se hiciese constar en el informe de los administradores quiénes habían de ser los destinatarios de las acciones a emitir, precisión esta que parecía estar pensada específicamente para los supuestos de ampliación de capital con contraprestación no dineraria o por compensación de créditos en los que se pretendiese suprimir el derecho de suscripción preferente⁽²¹⁾.

Entendían estos autores que el legislador español pretendió ser más estricto que el legislador comunitario y, por eso, extendió el derecho de preferencia a los aumentos de capital con contravalor *in natura*. La naturaleza de la aportación no es justificación suficiente, con carácter general, para la inaplicación del derecho de suscripción preferente, debiendo ser la junta quien decida sobre su supresión en cada caso, siempre que

⁽¹⁹⁾ En la enmienda transaccional que modificó el precepto se indicaba como fundamento de la desaparición la necesidad de “suprimir el automatismo en la supresión del derecho de suscripción preferente para determinados supuestos. Es decir, no existirá la supresión de este derecho de forma automática cuando el aumento del capital se haga mediante compensación de créditos u otras aportaciones no dinerarias”. Véase el *Diario de Sesiones del Congreso de los diputados*, Comisiones, núm. 430, 1989, p. 14354.

⁽²⁰⁾ Estos argumentos son sostenidos por SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C.: “La acción como fundamento...”, op. cit., p. 296; LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción...”, op. cit., pp. 672-673 y posteriormente en “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., pp. 176-178; VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente...”, op. cit., pp. 549-550; ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 17-19 y 113 y RUIZ PERIS, J.I.: “Supuestos de no nacimiento del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital”, *DN*, núm. 45-46 (1994), pp. 5 y ss. y también en su trabajo posterior, “La suspensión del derecho de suscripción preferente de nuevas acciones”, *Cuadernos de la Revista de Derecho bancario y bursátil*, núm. 1, Edersa, 1995, pp. 16-17.

⁽²¹⁾ Esta era la opinión de LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción...”, op. cit., p. 651, seguida por ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 114-115.

el interés social así lo justifique⁽²²⁾. Incluso son factibles supuestos en que no es necesaria la exclusión del derecho de suscripción preferente en aumentos de capital por compensación de créditos o con contraprestación *in natura*, por ser ya socios los acreedores o los aportantes⁽²³⁾.

También nuestros Tribunales inferiores acogieron esta interpretación, declarando nulos acuerdos de aumento de capital por compensación de créditos en los que no se había respetado el derecho de suscripción preferente de los accionistas, o se había excluido incumpliendo lo dispuesto en el artículo 159 de la LSA⁽²⁴⁾. Este planteamiento fue corroborado por el Tribunal Supremo⁽²⁵⁾.

(22) Véase en este sentido, ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., p. 115.

(23) Un ejemplo reciente lo encontramos en el aumento de capital mixto, en parte con aportaciones dinerarias y en parte por compensación de créditos que realizó el GRUPO AFIRMA en el primer trimestre de 2009. El aumento se realizó en dos tramos: el primero con aportaciones dinerarias estaba destinado a ser suscrito por cualquier socio, y el segundo mediante compensación de créditos sería suscrito por el grupo Rayet, SA, accionista de AFIRMA, mediante el ejercicio de los derechos de suscripción preferente que correspondían a parte de sus acciones (en concreto a 100.248.274 acciones). Al mismo tiempo, este accionista renunciaba expresamente al ejercicio de los derechos de suscripción preferente correspondientes a otras 219.329 acciones y se comprometía a renunciar o transmitir el resto de los derechos de suscripción preferente derivados de las otras 21.125.285 acciones de las que también era titular. Véase al respecto el documento AFIRMA, *Nota sobre las acciones relativas al aumento de capital con derechos de suscripción preferente mediante aportaciones dinerarias y compensación de créditos*, de 13 de enero de 2009, que puede descargarse de su página web (<http://www.grupoafirma.es/es/index.asp?MP=32&MS=102&MN=3&TR=A&IDR=1&iddocumento=501>, último acceso 21 de septiembre de 2009).

(24) Véase a modo de ejemplo la SAP de Asturias núm. 615/2000 (Sección 1.ª), de 2 de diciembre (*JUR* 2001\64223) o la SAP de Pontevedra núm. 388/2006 (Sección 1.ª), de 29 de junio (*JUR* 2006\216406), si bien esta última en relación con una sociedad limitada. Resulta particularmente interesante, por ilustrativa, la SAP de Castellón núm. 412/2005 (Sección 3.ª), de 29 de julio (*JUR* 2005\278949), en cuyo Fundamento de Derecho Segundo, en relación con un aumento de capital mediante compensación de créditos, se señala que “estamos ante un supuesto en que el acuerdo social impugnado es nulo por ser contrario a la Ley, y en concreto vulnera los artículos 158 y 159 de la Ley de Sociedades Anónimas, al no haberse respetado el derecho de preferente suscripción de acciones que concede a los accionistas el artículo 158 de la Ley de Sociedades Anónimas ni haberse observado los requisitos que establece el artículo 159.1 de la referida Ley para la supresión voluntaria del derecho, total o parcial.

La tesis de la parte apelante, que sostiene la exclusión legal implícita del derecho de suscripción preferente en este supuesto específico de ampliación de capital por compensación de créditos y sin necesidad de acuerdo en este sentido de la Junta no es admisible, por cuanto éste no es un caso en que la Ley diga que no habrá lugar al derecho de suscripción preferente, ya que en el artículo 159.2 de la Ley de Sociedades Anónimas se mencionan los supuestos en que queda excluido legalmente el derecho de suscripción preferente y sólo se hace mención a los casos de conversión de obligaciones en acciones o a la absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad. Por tanto, para la exclusión voluntaria de este derecho debieron haberse cumplido los requisitos del artículo 159.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, lo que no se ha hecho en este caso”.

(25) Destacar en particular la STS de 9 de junio de 2006 (*RJ* 2006\8201) y la STS de 23 de mayo de 2008 (*RJ* 2008\3170) que, sobre la base de la regulación contenida en el artículo 158 de la LSA antes

Sin embargo, algunos autores, como SÁNCHEZ ANDRÉS, sostenían que, pese al tenor literal del artículo 158.1 de la LSA, fuera de los aumentos de capital con aportaciones dinerarias no existía el derecho de suscripción preferente y, por tanto, dado que se trataba de supuestos de inexistencia del derecho, no era necesaria su supresión en el caso concreto ⁽²⁶⁾. Para ellos, el derecho de suscripción preferente era incompatible con la propia naturaleza de cualesquiera modalidades de aumento de capital distintas de aquellas cuya contraprestación consistiese en numerario.

En opinión de estos autores, en las ampliaciones de capital mediante aportaciones no dinerarias, el aumento de capital no es la verdadera causa de la operación (la finalidad no es allegar nuevos fondos para la sociedad), sino la consecuencia de la adquisición de determinados activos o elementos patrimoniales complejos, que por su propia naturaleza no pueden proporcionar los antiguos socios, ni podrían obtenerse mediante negocios distintos de la aportación de capital. Por lo tanto, en los aumentos de capital por aportaciones no dinerarias, el derecho de suscripción no podría entrar en juego por la propia índole de la operación. Sólo en los aumentos de capital con aportaciones dinerarias tiene sentido la atribución del derecho de suscripción preferente, ya que la intrínseca fungibilidad del dinero hace que resulte innecesario acudir a terceros cuando los fondos que necesita la sociedad pueden ser proporcionados por los antiguos accionistas. En cambio, en los aumentos de capital con aportaciones no dinerarias, la sociedad pretende adquirir determinados bienes y sólo puede hacerlo de quienes son sus propietarios. De igual forma, en los aumentos de capital por compensación de créditos se pretende transformar a los acreedores en socios, por lo que carece de sentido el derecho de suscripción preferente ⁽²⁷⁾.

En consecuencia, proponían aplicar por analogía el artículo 159.4 de la LSA, al considerar que de ese precepto se infería la regla básica o principio general, de inexistencia del derecho de suscripción preferente fuera de los supuestos de aumento de

de su reforma por la LME, expresamente se pronuncian a favor de la existencia del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas en los aumentos de capital por compensación de créditos y niegan que el artículo 158 de la LSA contemple su supresión implícita; siendo necesario, por lo tanto, proceder a la adopción del pertinente acuerdo de la junta general, respetando las previsiones del artículo 159 de la LSA, para proceder a su expresa exclusión.

⁽²⁶⁾ Véase SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “La acción y los derechos...”, op. cit., pp. 202-203 y 208-219. Posteriormente sus argumentos serían seguidos por LARA GONZÁLEZ, R.: “Artículo 158. Derecho de suscripción preferente”, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (dirs. URÍA, MENÉNDEZ Y OLIVENCIA), t. VII: Modificación de estatutos en la sociedad anónima, aumento y reducción del capital, vol. 2.^o: El aumento del capital (artículos 151 a 162 de la Ley de sociedades Anónimas), Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006, pp. 300-302 y por SASTRE PAPIOL, S.: “El derecho de asunción preferente en la Ley de sociedades de responsabilidad limitada”, *Derecho de sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, McGraw Hill, Madrid, 2002, p. 3570, si bien este último autor en relación con el aumento de capital en la sociedad de responsabilidad limitada.

⁽²⁷⁾ No obstante, ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 112-113 alega que aun estando de acuerdo con que el recurso de la sociedad a los aumentos de capital cuya contraprestación no es dineraria resulta incompatible con el mantenimiento de la preferencia, “la tipicidad de la operación no es suficiente por sí sola para desatar la inaplicabilidad del derecho, máxime cuando existen indicios suficientemente expresivos de que la *voluntas legis* fue otra distinta”.

capital mediante aportaciones dinerarias. Así el profesor SÁNCHEZ ANDRÉS sostenía que existía identidad de razón entre los aumentos de capital por compensación de créditos y la conversión de obligaciones en acciones, y, en consecuencia, el derecho de suscripción preferente debía considerarse excluido *ex lege* en ambos supuestos⁽²⁸⁾.

Para estos autores, en nuestro ordenamiento existía un “principio general en virtud del cual el ámbito de aplicación del derecho de suscripción preferente seguiría siendo exclusivamente el cubierto por ampliaciones en efectivo, sin abarcar por tanto los aumentos con aportaciones no dinerarias”⁽²⁹⁾.

Este planteamiento coincidiría además con la solución adoptada mayoritariamente en el Derecho comparado⁽³⁰⁾. Así, el artículo 2441 del *Codice Civile* italiano señala expresamente que no ha lugar al derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital contra aportaciones *in natura*. De igual forma, la Sección 565 de la *Companies Act* británica de 2006 restringe el derecho de suscripción preferente a los aumentos de capital cuyo contravalor sea dinero⁽³¹⁾. Idéntica previsión se contienen el artículo 458.1 del *Código das sociedades comerciais* portugués⁽³²⁾ y en el párrafo segundo del artículo L 225-132 del *Code de Commerce* francés⁽³³⁾.

1.2. *La incidencia de la limitación del ámbito objetivo del derecho de suscripción preferente en la protección de los accionistas minoritarios de las sociedades anónimas cerradas*

Nuestro legislador se ha adherido a los postulados de aquellos que abogaban por restringir el ámbito de operatividad del derecho de suscripción preferente y tras la

(28) Contra esta extensión analógica del artículo 159.4 de la LSA se pronuncian ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 110 y ss. y LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., p. 178.

(29) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “La acción y los derechos...”, op. cit., p. 217.

(30) Para un estudio sobre la evolución de la regulación del derecho de suscripción preferente en el Derecho comparado, véase VÁZQUEZ ALBERT, D.: “El derecho de suscripción preferente en Europa”, *RdS*, núm. 11 (1999), pp. 79 y ss.

(31) El texto de la Sección 565 de la *Companies Act* de 2006 es el siguiente: “Section 561(1) (existing shareholders’ right of pre-emption) does not apply to a particular allotment of equity securities if these are, or are to be, wholly or partly paid up otherwise than in cash”.

(32) Artículo 458 del *Código das sociedades comerciais*: “Direito de preferencia. 1. Em cada aumento de capital por entradas em dinheiro, as pessoas que, à data da deliberação de aumento de capital, forem accionistas podem subscrever as novas acções, com preferência relativamente a quem não for accionista”.

(33) Artículo L 225-132 del *Code de Commerce*: “(...) Les actionnaires ont, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions de numéraire émises pour réaliser une augmentation de capital”. Ya con anterioridad el artículo 183 de Loi núm. 66-537 du 24 juillet 1966 sur les Sociétés Commerciales, limitaba el derecho de suscripción preferente a los aumentos de capital por aportaciones dinerarias.

entrada en vigor de la LME, este derecho ha quedado circunscrito, sin lugar a dudas, exclusivamente a los aumentos de capital con aportaciones dinerarias al indicar el artículo 158.1 de la LSA que los antiguos accionistas tendrán derecho de suscripción preferente “en los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, con cargo a aportaciones dinerarias”. Huelga decir que en nada afecta esta modificación al derecho de asignación gratuita de acciones del que gozan los accionistas en los aumentos de capital con cargo a reservas, puesto que se trata de un derecho de distinta naturaleza ⁽³⁴⁾.

El cambio normativo es particularmente relevante, pues hasta la reforma los accionistas tenían reconocido el derecho de suscripción preferente en cualquier aumento de capital. Este derecho sólo se suprimía en dos grupos de casos. Automáticamente en los supuestos previstos en el artículo 159.4 de la LSA, donde las nuevas acciones tenían unos destinatarios predeterminados por exigencias de la propia naturaleza de las operaciones de base que daban origen al aumento de capital. Y, por acuerdo de la junta, o en el caso de las sociedades cotizadas, incluso por decisión de los administradores, conforme a lo previsto en el artículo 159.1 y 2 de la LSA.

Ahora el derecho de suscripción no existe fuera de los aumentos de capital con aportaciones dinerarias, por lo que incluso cabría plantearse la posible supresión del apartado 4 del artículo 159 de la LSA, al haber devenido innecesario. Puesto que la contraprestación del aumento de capital derivado de la absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad, es una contraprestación no dineraria y lo mismo sucede en el aumento que tiene por finalidad atender a la conversión de obligaciones, ya no existe derecho de suscripción de los antiguos accionistas en tales aumentos. En consecuencia, no es necesario suprimir por Ley un derecho que ya no existe.

La reforma constituye un nuevo exponente de la tendencia a la flexibilización y limitación de la operatividad del derecho de suscripción preferente. Viene a facilitar las operaciones de aumento de capital con aportaciones no dinerarias o mediante compensación de créditos, simplificando el procedimiento para ponerlas en marcha, al no ser necesaria la adopción de acuerdo alguno de exclusión.

El cambio normativo puede calificarse de positivo en relación con la sociedad anónima abierta con capital disperso que cotiza en los mercados secundarios, pues en ella el derecho de suscripción preferente carece de la relevancia institucional y econó-

⁽³⁴⁾ Sobre este derecho y sus diferencias con el derecho de suscripción preferente, véase SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “La acción y los derechos...”, op. cit., pp. 242-246; LARA GONZÁLEZ, R.: “Artículo 158. Derecho de suscripción preferente”, op. cit., pp. 340-343 o MARTÍN ARESTI, P.: *La participación de los socios en los aumentos nominales de capital. Sobre el denominado Derecho de Asignación Gratuita*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pp. 31 a 33. Resulta también muy ilustrativa la STS (Sección 1) de 6 de octubre de 2006 (Id Cendoj: 28079110012006101023).

mica que, conserva, por el contrario, en las sociedades cerradas⁽³⁵⁾. Es más en la sociedad cotizada con capital disperso, el mantenimiento del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas puede resultar perjudicial para los intereses de la sociedad incluso en los aumentos de capital con aportaciones dinerarias, por dificultar en ocasiones la obtención de financiación. La vigencia del derecho de suscripción preferente impide la utilización de las modernas técnicas de distribución de valores en los mercados (p. ej. colocaciones con prospección previa de la demanda —*bookbuilding*—, colocaciones privadas aceleradas, etc.) y obliga al emisor a ofrecer las nuevas acciones con un importante descuento respecto a su valor de mercado para garantizar que la suscripción de las acciones resulte atractiva para los accionistas, con lo que se obstaculiza la adecuada financiación de la sociedad⁽³⁶⁾. De ahí que, en la práctica sea frecuente que los aumentos de capital de las sociedades bursátiles vayan acompañados de un acuerdo de exclusión del derecho de suscripción preferente. Por eso, las medidas legales tendentes a facilitar la exclusión del derecho de suscripción preferente, como las adoptadas en las reformas de 1998 y 2002, e incluso la supresión de este derecho en los aumentos cuya contraprestación no sea numerario, deben ser calificadas de positivas en relación con la gran sociedad anónima abierta que cotiza en el mercado secundario.

En cambio, en las sociedades cerradas, e incluso en las sociedades cotizadas de pequeño tamaño, con escasa liquidez e importante concentración del capital, el derecho de suscripción preferente mantiene vigente su valor como instrumento de protección de la cuota de participación política y económica del socio, por lo que la reforma reduce la protección del accionista y en particular, del minoritario. La restricción del derecho de suscripción preferente a los aumentos de capital por aportaciones dinerarias, puede favorecer conductas de abuso de la mayoría sobre la minoría en las sociedades anónimas cerradas de impronta más personalista.

Es cierto que, con carácter general, la propia naturaleza de los aumentos de capital con aportaciones no dinerarias o por compensación de créditos, exige en muchos

(35) Sobre la distinta relevancia institucional y económica que presenta el derecho de suscripción preferente en las sociedades abiertas y cerradas, véase GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: *Sociedades cotizadas, aumentos de capital y derecho de suscripción preferente. Una consideración económica*, Thomson-Civitas, Madrid, 2003, pp. 23-43. En las sociedades cerradas, la entrada de nuevos accionistas degrada el porcentaje de participación política de los antiguos accionistas de manera prácticamente irreversible, pues debido a la inexistencia de un mercado para estas acciones, los afectados carecen de posibilidades reales para reconstruir su nivel de influencia en la sociedad mediante la compra de nuevas acciones. Al mismo tiempo, la ausencia de un derecho de suscripción acentúa el peligro de dilución económica. En cambio, en las sociedades cotizadas con capital disperso, la existencia o no de un derecho de suscripción preferente no es trascendental para el accionista. La minoración de la fracción de capital que ostentan en la sociedad, como consecuencia de un aumento de capital, no les afecta sustancialmente por varias razones, entre las que destacan, la propia insignificancia de su cuota de capital y la escasa importancia que otorgan a las prerrogativas de carácter político, cuando se trata de accionistas dispersos y la posibilidad de recomponer su cuota de participación mediante el recurso al mercado, cuando se trata de accionistas de control.

(36) Véase al respecto, GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: *Sociedades cotizadas, aumentos de capital...*, op. cit., pp. 45 a 115.

supuestos la supresión del derecho de suscripción preferente. Pero son concebibles en la práctica aumentos de capital con aportaciones *in natura* genéricas o de fácil adquisición, que podrían ser aportadas por los antiguos socios y que, objetivamente, no justificarían la inexistencia del derecho de suscripción en estos aumentos⁽³⁷⁾. Incluso en los aumentos de capital por compensación de créditos, tal y como reconoce el TS en Sentencia de 23 de mayo de 2008, no cabe descartar que el derecho de suscripción preferente pueda tener efectividad mediante el pago por los socios de los créditos que ostentan los terceros acreedores. De esta forma, los socios se subrogarían así en la posición de los acreedores para recibir las nuevas acciones correspondientes, evitando la minoración del porcentaje de su participación en el capital social, con la consiguiente pérdida de poder político y económico que comporta.

El no reconocimiento del derecho de suscripción preferente en estas modalidades de aumento de capital se traduce en una mayor desprotección del accionista en las sociedades cerradas e incluso en sociedades cotizadas con escasa liquidez. La regulación anterior garantizaba que el interés individual del accionista en mantener su posición relativa en el capital sólo fuese sacrificado en aras del interés social, puesto que su derecho sólo podría ser excluido mediante acuerdo de la junta cuando lo exigiese dicho interés. Además, esa exclusión venía rodeada de una serie de garantías que minimizaban los riesgos para los antiguos accionistas, como la obligación de elaborar informes justificativos y la exigencia de correspondencia entre el valor nominal de las acciones a emitir, más, en su caso, la prima y el valor razonable de las acciones preexistentes. Con la nueva regulación, esos mecanismos de protección desaparecen. En los aumentos de capital por compensación de créditos o cuyo contravalor sean aportaciones no dinerarias es suficiente con que el valor de las aportaciones cubra el importe nominal de las acciones (que puede ser muy inferior a su valor razonable), lo que puede generar en sociedades saneadas un trasvase de la sustancia y del contenido patrimonial de las acciones viejas hacia las nuevas que se van a beneficiar de las reservas existentes, sufriendo los antiguos socios un claro perjuicio en el valor de su inversión.

Incluso cabe pensar en supuestos en que se recurra a un aumento de capital de este tipo para, mediante la decisión de la mayoría, diluir el peso económico y sobre todo político de la minoría en la sociedad⁽³⁸⁾. Si el acuerdo no lesiona los intereses de la sociedad, no podrá ser impugnado, aun cuando haya sido adoptado exclusivamente para beneficio de uno o varios accionistas mayoritarios. Al no existir derecho de suscripción preferente en los aumentos cuyo contravalor no sea dinerario, el acuerdo sólo resulta impugnable por ser anulable si es perjudicial para los intereses de la sociedad al tiempo que beneficia a uno o varios accionistas o a terceros, mientras que con el anterior sistema que requería la supresión del derecho por la junta, el acuerdo

(37) Así lo hace notar VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente...”, op. cit., p. 550.

(38) De este riesgo ya alertaba ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., p. 117.

era nulo, si la supresión del derecho de suscripción no venía exigida por el interés de la sociedad.

Ello supone una rebaja sustancial en la protección del accionista, puesto que con el anterior sistema el derecho de suscripción que le reconocía la Ley sólo podía ser suprimido válidamente ante la concurrencia del interés social, que prevalecía sobre el individual de los socios. La existencia de un interés social que justificase la exclusión era presupuesto ineludible para la válida adopción del acuerdo. En cambio, con la vigente regulación, el acuerdo de aumento por compensación de créditos o con aportaciones no dinerarias adoptado torticeramente por la mayoría en su beneficio, sólo tiene como límite el perjuicio a los intereses sociales. Si los bienes o créditos aportados como contraprestación se han valorado adecuadamente, difícilmente se podrá considerar que la operación lesiona los intereses sociales, pues se está incrementando el capital y los activos de la sociedad, por lo que no podrá ser impugnado el acuerdo, aun cuando el aumento del capital no venga exigido por el interés de la sociedad. En mi opinión, el sistema anterior permitía, vía exclusión del derecho de suscripción preferente por acuerdo de la junta, llevar a cabo este tipo de operaciones cuando fuese necesario atendido el interés de la sociedad, pero garantizando, al mismo tiempo y en mayor medida, el respeto de los intereses individuales de los socios. Hoy los intereses de los socios minoritarios pueden sacrificarse, sin que tal sacrificio sea necesario para la buena marcha de la sociedad.

1.3. *El derecho de suscripción preferente y los aumentos de capital mixtos*

Otro problema que plantea la constricción por la LME del ámbito objetivo del derecho de suscripción preferente a los aumentos con aportaciones dinerarias es cómo opera este derecho en los aumentos de capital mixtos cuyo contravalor venga constituido, en parte, por aportaciones dinerarias y, en parte, por aportaciones no dinerarias o por créditos a compensar⁽³⁹⁾. No entraremos en este trabajo a analizar la controvertida cuestión de la admisibilidad de los aumentos de capital mixtos cuyo contravalor procede simultáneamente de aportaciones dinerarias y reservas, puesto que la reforma del artículo 158 de la LSA no incide en este problema⁽⁴⁰⁾.

⁽³⁹⁾ La RDGRN de 11 de octubre de 1993 (RJ 1993\7972) declaró admisibles los aumentos de capital mixtos con contravalor dinerario y compensación de créditos. Aunque no son muy frecuentes en la práctica es posible encontrar ejemplos. Así recientemente, la sociedad matriz del Grupo AFIRMA realizó un aumento de capital de este tipo con la finalidad de obtener financiación y sanear su balance. Véase el documento AFIRMA, *Nota sobre las acciones relativas al aumento de capital con derechos de suscripción preferente mediante aportaciones dinerarias y compensación de créditos*, de 13 de enero de 2009, que puede descargarse de su página web (<http://www.grupoafirma.es/es/index.asp?MP=32&MS=102&MN=3&TR=A&IDR=1&iddocumento=501>).

⁽⁴⁰⁾ La concurrencia en esta clase de aumentos de capital de un derecho de suscripción preferente y un derecho de asignación gratuita, de distinta naturaleza y características, hace imposible que ambos puedan respetarse en su integridad, por lo que la solución pasa por la subsunción del derecho de asignación gratuita en el derecho de suscripción preferente. Para un sector importante de la doctrina, los

Hasta la promulgación de la LME era evidente que en los aumentos de capital con aportaciones en parte dinerarias y en parte no dinerarias existía derecho de suscripción preferente. En el supuesto en que los titulares de los créditos o los futuros aportantes no fuesen socios era necesario proceder a la exclusión del derecho de suscripción preferente, al menos parcialmente, para poder llevar a cabo la operación. Con la nueva regulación se plantea la duda de si en esta clase de aumentos existe o no derecho de suscripción preferente y caso de ser la respuesta afirmativa cómo se llevarán a cabo estas operaciones societarias.

En mi opinión, el derecho de suscripción preferente existe siempre que el aumento de capital se lleve a cabo con cargo a aportaciones dinerarias, aun cuando éstas no constituyan la totalidad de la contraprestación del aumento. El artículo 158.1 de la LSA en su actual redacción, no exige para el nacimiento de tal prerrogativa que la totalidad de la contraprestación sea dineraria. Es suficiente con que el aumento de capital se haga “con cargo a aportaciones dinerarias”, aunque sólo sea en parte.

El problema estriba en que las aportaciones no dinerarias no dan lugar al surgimiento de la preferencia en la suscripción. Una solución sencilla consiste en articular la operación mediante los denominados aumentos dobles o escalonados, en los que la operación se desdobra en dos tramos. De esta forma, en el tramo dinerario, los accionistas gozarán de su derecho de suscripción preferente, salvo que sea excluido en aras del interés social conforme a lo prevenido en el artículo 159 de la LSA, mientras que el tramo no dinerario o cuyo contravalor sean créditos a compensar podrá tener como destinatarios a los sujetos designados por la junta, sin necesidad de adoptar ningún acuerdo de exclusión del derecho de suscripción preferente que, por imperativo legal, ya no existe en esta clase de aumentos.

aumentos mixtos cuyo contravalor procede en parte de aportaciones dinerarias y en parte de reservas no son admisibles, puesto que desvirtúan la naturaleza del aumento con cargo a reservas y atentan contra el derecho de asignación gratuita. Otros autores, en cambio, se pronuncian a favor de su admisión en nuestro ordenamiento, partiendo de una interpretación *a contrario* del artículo 152.2 de la LSA, que impone la unanimidad para adoptar un acuerdo de aumento de capital mediante la elevación del valor nominal de las acciones, excepto cuando se realice íntegramente con cargo a reservas o beneficios. Al referirse a acuerdos que se realicen íntegramente con cargo a reservas, el precepto está admitiendo implícitamente que son posibles los acuerdos que sólo en parte se realicen con cargo a reservas, correspondiendo el resto de la contraprestación a aportaciones dinerarias o de otro tipo. Además y como argumento fundamental, estiman que la protección directa de la cuota de participación del socio ante un aumento de capital, que otorga el derecho de asignación gratuita, es intercambiable por la protección indirecta del valor de dicha cuota que confiere el derecho de suscripción preferente, especialmente si se tiene en cuenta que ambos derechos son susceptibles de transmisión. Sin embargo, estos argumentos son fácilmente rebatibles en relación con las sociedades cerradas, donde la negociabilidad de los derechos de suscripción preferente o de asignación gratuita de acciones es meramente formal, pero no real, al no existir un mercado para ellos. En torno al debate doctrinal sobre la licitud de los aumentos de capital mixtos cuya contraprestación consiste en dinero y reservas, véase MARTÍN ARESTI, P.: *La participación de los socios...*, op. cit., pp. 96 a 105. Pese a las dudas doctrinales sobre su admisibilidad, en la práctica se llevan a cabo aumentos de este tipo, puesto que tanto el TS, en Sentencia de 28 de mayo de 1990, como la DGRN en su Resolución de 4 de febrero de 2003 (RJ 2003\ 2604) se han pronunciado a favor de su licitud.

Si el aumento no se escalona y cada acción debe ser desembolsada en parte con aportaciones dinerarias y en parte con aportaciones no dinerarias, nacerá el derecho de suscripción preferente y serán los antiguos socios (o las personas a las que éstos transmitan su derecho de suscripción preferente) los únicos potenciales suscriptores de las nuevas acciones, por lo que la operación sólo será viable si son ellos los titulares de los créditos a compensar o tienen posibilidades efectivas de aportar los bienes que se desea constituyan en parte el contravalor del aumento⁽⁴¹⁾. Si se pretende que el aportante sea un tercero o que se compensen créditos de personas que no son socios, será imprescindible proceder a la exclusión del derecho de suscripción preferente, conforme a lo dispuesto en el artículo 159 de la LSA.

1.4. *La divergencia con la regulación del derecho de asunción preferente en las sociedades limitadas*

A la vista de la nueva regulación cabe plantearse por qué no se ha modificado también el artículo 75 de la LSRL, para limitar el derecho de preferencia de los antiguos socios a los aumentos de capital con cargo a aportaciones dinerarias. ¿Se trata de un simple olvido? O por el contrario ¿el legislador desea que el régimen jurídico de la sociedad limitada sea distinto en este punto al de la sociedad anónima? Pensemos que ya es diverso en otros aspectos de esta misma institución, como por ejemplo en relación con los quóruns y mayorías para decidir sobre la supresión del derecho de suscripción preferente, que son los mismos que para adoptar el acuerdo de aumento de capital en el caso de la SA (artículo 103.1 de la LSA) y, en cambio, son más reforzados para suprimir el derecho de preferencia, que para adoptar el acuerdo de aumento, en el caso de la SL⁽⁴²⁾.

En mi opinión, es muy probable que la diferencia de régimen jurídico no sea querida y se deba exclusivamente a la premura y escasa reflexión con que se introdujo la modificación en el texto de la LME, estando ya tramitándose la norma en el Senado y, por lo tanto, sin apenas discusión parlamentaria. No obstante, al no haberse modificado el artículo 75 de la LSRL, habrá de admitirse que en las SL subsiste el derecho de preferencia de los antiguos socios en los aumentos de capital con creación de nuevas participaciones, cuyo contravalor sean aportaciones no dinerarias o créditos a compen-

⁽⁴¹⁾ En la práctica es evidente que una operación de este tipo sólo es viable en una sociedad anónima cerrada con pocos socios.

⁽⁴²⁾ El artículo 53.2 de la LSRL requiere el voto favorable de más de la mitad de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social para adoptar válidamente un acuerdo de aumento del capital y, en cambio, exige el voto favorable de, al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social, para adoptar la decisión de suprimir o limitar el derecho de suscripción preferente.

sar⁽⁴³⁾ y, por lo tanto, este derecho sólo podrá ser excluido si expresamente la junta adopta un acuerdo al respecto con el voto favorable de, al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social.

Estimo razonable esta diferencia de régimen jurídico, pues al tratarse de una sociedad esencialmente cerrada, el interés del socio por mantener intacta su cuota de participación en el capital y con ella su poder económico y político, es particularmente elevado. De ahí, que sólo quepa excluir el derecho de asunción preferente cuando así lo justifique el interés de la sociedad, que deberá ser apreciado por expreso acuerdo de la junta adoptado con una mayoría particularmente reforzada.

2. La supresión del derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles

2.1. *La polémica en torno al otorgamiento a los titulares de obligaciones convertibles de un derecho de suscripción preferente de acciones u obligaciones convertibles de nueva emisión con anterioridad a la promulgación de la LME*

La LSA de 1951 sólo reconocía el derecho de suscripción preferente a los antiguos accionistas⁽⁴⁴⁾. Al hilo de los trabajos previos a la promulgación del TRLSA de 1989 se suscitó una viva polémica doctrinal sobre la conveniencia de ampliar el ámbito subjetivo del derecho de suscripción preferente a los titulares de obligaciones con-

(43) La falta de una referencia legal expresa que limite el derecho de asunción preferente de nuevas participaciones a los aumentos de capital cuya contraprestación sea dineraria, lleva a la doctrina a concluir que este derecho existe también en aumentos cuyo contravalor lo constituyan aportaciones *in natura* o créditos a compensar. Véase ALONSO LEDESMA, C.: “Aumento del capital. Derecho de asunción preferente de nuevas participaciones” en *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada* (dir. RODRÍGUEZ ARTIGAS y otros), t. II, McGraw-Hill, Madrid, 1996, p. 819 o ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.: “El aumento de capital de la sociedad de responsabilidad limitada” en *Tratando de la Sociedad Limitada* (coord. PAZ-ARES, C.), Madrid, 1997, pp. 829-830. Esta imprevisión es criticada, puesto que en muchos casos, el derecho de preferencia no podrá operar por la propia naturaleza de las cosas (p. ej. cuando la concreta aportación sólo pueda provenir de un sujeto determinado). Sin embargo, dado que no es un supuesto de exclusión legal, la conclusión a la que llegan los autores es que el derecho existe y tendrá que ser excluido adoptando el oportuno acuerdo al respecto. Véase en este sentido, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A.: “Modificación del capital social: aumento del capital” en *La Sociedad de Responsabilidad Limitada*, 2.^a ed., Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, p. 617. No obstante, otros autores como SASTRE PAPIOL, S.: “El derecho de asunción preferente...”, op. cit., p. 3570, aplicando a las sociedades limitadas los argumentos del profesor SÁNCHEZ ANDRÉS, que hemos expuesto en el apartado III.1.1, estiman que el derecho de asunción preferente sólo existe en los aumentos de capital con aportaciones dinerarias, al resultar incompatible con la propia naturaleza de los aumentos cuyo contravalor sean bienes, distintos del dinero, o derechos de crédito.

(44) La LSA de 1951 prestaba escasa atención a las obligaciones convertibles, a las que apenas dedicaba una pequeña referencia en su artículo 95 dentro de las normas que regulaban la ampliación de capital. Sobre la evolución del Derecho y de la práctica española en materia de obligaciones convertibles, véase TORRES ESCÁMEZ, S.: *La emisión de obligaciones...*, op. cit., pp. 234 a 239.

vertibles, en tanto que socios en potencia⁽⁴⁵⁾. Finalmente, el texto definitivo del artículo 158 de la LSA, siguiendo el modelo italiano, optó por conceder el derecho de suscripción preferente tanto a los antiguos accionistas, como a los titulares de obligaciones convertibles cuando se produjese un aumento de capital con emisión de nuevas acciones. De igual forma, el artículo 293, apartados 1 y 2 de la LSA atribuyó a ambas categorías de sujetos, el derecho de suscripción preferente en las emisiones de obligaciones convertibles. Este derecho se extendería incluso a los tenedores de obligaciones convertibles emitidas antes de la entrada en vigor de la LSA, en relación con los aumentos de capital llevados a cabo a partir del 1 de enero de 1990⁽⁴⁶⁾.

La atribución del derecho de suscripción preferente a los obligacionistas con posibilidad de conversión fue valorada muy positivamente por un relevante sector de nuestra doctrina, al estimar que este derecho constituía un instrumento para la tutela de los derechos de los titulares de obligaciones convertibles, en su condición de socios *in fieri*, dado que evitaba el riesgo de agudamiento del valor real de las acciones que les corresponderían al ejercitar la conversión, garantizando así que su eventual nivel de participación social no se viese alterado por un aumento de capital llevado a cabo en el período que media entre la emisión de las obligaciones y su conversión en acciones. Ciertamente, estos aumentos de capital repercuten negativamente en el valor de conversión de las obligaciones previamente emitidas, puesto que cuando se produce la conversión, las acciones que reciben los obligacionistas, necesariamente serán representativas de una cuota en el capital y en el patrimonio de la sociedad inferior a la prevista en el momento de emisión de las obligaciones. La concesión de un derecho de suscripción preferente proporcional al valor nominal de las acciones que les corresponderían de ejercitar en ese momento la facultad de conversión, evita la dilución de su derecho de conversión. Con la atribución de un derecho de suscripción preferente se evita que un aumento de capital con emisión de nuevas acciones merme el contenido

(45) Se mostraron proclives a una extensión del derecho de suscripción preferente a los titulares de obligaciones convertibles emitidas antes del aumento de capital DE LA CUESTA RUTE, J.M.³: “El aumento y la reducción de capital social”, op. cit., p. 191 y GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Las obligaciones convertibles en acciones ante la reforma del Derecho de sociedades”, *RDM*, julio-diciembre (1987), pp. 293-294. En cambio, otros autores no estimaban oportuno situar en pie de igualdad a los accionistas y a los titulares de obligaciones convertibles. Ya en fechas tempranas, SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Civitas, Madrid, 1973, p. 335, había sostenido que no había razón para negar la preferencia a los accionistas en la emisión de obligaciones convertibles, puesto que la prestación del socio y la del tercero son perfectamente intercambiables. Por contra, no estimaba conveniente la extensión del derecho de suscripción preferente a los titulares de obligaciones convertibles, ya que ello supondría que se desvirtuase el derecho en cuestión. También era de esta opinión GARCÍA VILLAVERDE, R.: “La constitución y el capital de las sociedades en la CEE (Primer y Segunda directrices)” en *Tratado de Derecho Comunitario europeo. Estudio sistemático desde el Derecho español* (dir. García de Enterría, GONZÁLEZ CAMPOS y MUÑOZ MACHADO) vol. III, Madrid, 1986, pp. 255 y ss.

(46) Éste fue el criterio sostenido por la CNMV en sede de verificación de los documentos que debían presentar las sociedades cotizadas antes de llevar a cabo una Oferta pública de suscripción de nuevas acciones o de nuevas obligaciones convertibles. Esa extensión fue calificada de incorrecta e injustificada por GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J.: “El derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertible...”, op. cit., p. 1088.

del derecho de conversión y altere las bases que fueron consideradas por los obligacionistas en el momento de suscribir los valores⁽⁴⁷⁾.

Sin embargo, otros autores criticaron con acierto estos postulados.

En primer lugar, frente a los argumentos que hemos reseñado replicaban que el riesgo de dilución de la futura participación en la sociedad sólo existía si las obligaciones convertibles se habían emitido sobre una base de conversión fija, pero no si se trataba de obligaciones convertibles a tipo variable⁽⁴⁸⁾, puesto que, en este último caso, el menor valor de las acciones en el momento de la conversión sería compensado con la atribución de un mayor número de acciones⁽⁴⁹⁾.

Además, tratándose de obligaciones convertibles a tipo fijo, el riesgo de dilución que comporta un aumento de capital intermedio puede conculcarse mediante una revisión de la relación de cambio, tal y como prevé expresamente el artículo 294.2 de la LSA para los supuestos de aumento de capital con cargo a reservas. Si bien es cierto, que esta solución supone *de facto* la desaparición de las obligaciones convertibles a tipo fijo puras, puesto que cualquier aumento de capital intermedio hará variar el tipo de conversión, por lo que en la práctica el obligacionista no podrá conocer con total

(47) Véase en este sentido ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 9 y 10, y LARA GONZÁLEZ, R.: "Artículo 158. Derecho de suscripción preferente", op. cit., pp. 298-299 y 316-318. También resaltan el carácter de auténtica cláusula antidilución que presenta la atribución del derecho de suscripción preferente a los titulares de obligaciones convertibles, TAPIA HERMIDA, A.J.: "Las obligaciones convertibles en el Derecho español", *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 2, Civitas, Madrid, 1994, pp. 1160-1161, opinión mantenida posteriormente en su trabajo "Las obligaciones convertibles", *RdS*, núm. 13 (1999-2) pp. 119-120 y p. 131; URÍA, R.; MÉNENDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: *Curso de Derecho Mercantil*, t. I, 2.ª ed., Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006, pp. 1084-1085 y ALONSO ESPINOSA, F.J.: "Notas a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción...", op. cit., p. 141.

(48) En las obligaciones convertibles a tipo de conversión fijo, la conversión se realiza a un precio prefijado en las condiciones de la emisión, mientras que en las obligaciones convertibles a tipo de conversión variable, el precio no se fija específicamente en las condiciones de la emisión, sino que simplemente se determina el método para su fijación que va a depender de un parámetro variable, generalmente el valor medio de cotización de las acciones en un determinado período, al que cabe aplicar o no un determinado descuento. Sobre la diferencia entre obligaciones convertibles con relación de conversión fija y con relación de conversión variable, véase CACHÓN BLANCO, J.E.: "Las obligaciones convertibles: régimen jurídico", *CD y Com.* núm. 8 (1990), p. 116; TAPIA HERMIDA, A.J.: "Las obligaciones convertibles en el Derecho español", op. cit., pp. 1109 a 1112 o ALONSO ESPINOSA, F.J.: *Régimen jurídico de la emisión de obligaciones (comentario a los artículos 282 a 310 de la Ley de Sociedades Anónimas y al artículo 30 ter de la Ley 24/1988 del mercado de valores)*, Monografías RMV, núm. 3, La Ley, Madrid, 2008, pp. 188-189.

(49) Así lo había advertido ya GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J.: "Las obligaciones convertibles en acciones ante la reforma...", op. cit., pp. 286-287, antes de la promulgación de la LSA de 1989 y lo reiteraría con posterioridad en otros trabajos. Así, véase del mismo autor: "El derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles...", p. 1089 y la "Voz: Obligación convertible", op. cit., p. 4515. En el mismo sentido se manifiestan, VELASCO SAN PEDRO, L.: "El derecho de suscripción preferente", op. cit., pp. 528-529 y ALONSO ESPINOSA, F.J.: *Régimen jurídico de la emisión de obligaciones...*, op. cit., pp. 196-197.

certeza al suscribir la emisión, el número exacto de acciones que le corresponderán en el momento de la conversión.

Además, la atribución del derecho de suscripción a los titulares de obligaciones convertibles perjudica a los accionistas de la sociedad, que inevitablemente verán diluida su cuota de participación, siempre que concurran al aumento de capital los titulares de obligaciones convertibles. El ejercicio del derecho de suscripción preferente por parte de quienes aún no son accionistas, genera una merma en el poder político y económico de quienes sí ostentan ya plenamente esa condición⁽⁵⁰⁾. No parece justo que, en aras de la protección de los intereses de aquellos que pudieran (o no) llegar a ser socios, se perjudiquen los intereses de los actuales accionistas.

La STJCE de 18 de diciembre de 2008 viene añadir un argumento más en pro de la supresión del derecho de suscripción preferente de los obligacionistas, al considerar que los arts. 158.1 y 293.2 de la LSA contrarían lo dispuesto en el artículo 29, apartados 1 y 6 de la Segunda Directiva, por las razones que ya hemos expuesto en el segundo epígrafe de este trabajo. No obstante, ha de resaltarse que el acatamiento de la sentencia no exigía en puridad la supresión de este derecho, sino tan sólo la eliminación de su carácter simultáneo con el derecho de suscripción preferente que ostentan los accionistas, tal y como plantea la propia STJCE en sus considerandos 38 a 40. Según el Tribunal de Justicia Europeo, la Directiva exige que las nuevas acciones emitidas en un aumento de capital con aportaciones dinerarias y las obligaciones convertibles de nueva emisión se ofrezcan siempre con preferencia a los antiguos accionistas. Por lo tanto, hubiese sido conforme con la Directiva, el otorgamiento de un derecho subsidiario de suscripción a los titulares de obligaciones convertibles, por ejemplo, para supuestos en que no se completase la suscripción por parte de los accionistas. Sería admisible dar un trato preferente a los titulares de obligaciones convertibles con relación a terceros ajenos a la sociedad, pero no situarles en pie de igualdad con los antiguos accionistas. Hubiese sido admisible una regulación del ejercicio del derecho de suscripción preferente en dos o más vueltas, siempre que el primer ofrecimiento de suscripción se haga en exclusiva a los accionistas, pudiendo ofrecerse con posterioridad las acciones no suscritas a los obligacionistas y sólo cuando éstos no hagan uso de su derecho, el ofrecimiento se haría a favor de terceros ajenos a la sociedad.

Sin embargo, estimo que una solución de este tipo resultaría muy problemática. En primer lugar, la atribución de un derecho de suscripción preferente subsidiario debería tener carácter alternativo a la posible revisión de la relación de conversión, puesto que la atribución simultánea del derecho de suscripción y el derecho a la revisión de la relación de conversión conduciría a una sobreprotección injustificada de los obligacionistas en claro perjuicio de los accionistas. En segundo lugar, la atribución de

(50) No obstante, algunos autores como VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente”, op cit., pp. 529-530 y p. 570, estiman que no ha de exagerarse este riesgo, en tanto que los accionistas tienen reconocido el derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles, por lo que pueden evitar los perjuicios eventuales de una futura suscripción de acciones por parte de los obligacionistas, suscribiendo ellos mismos las obligaciones convertibles.

un derecho de suscripción preferente en segunda vuelta, originaría situaciones en las que al quedar pocas acciones para el ofrecimiento a los obligacionistas, el ejercicio del derecho de suscripción preferente no compensase suficientemente la eventual merma que los obligacionistas sufrirían en su derecho de conversión como consecuencia del aumento de capital. En tales casos sería necesario que, una vez finalizado el proceso de suscripción, se procediese a revisar en un segundo momento la relación de conversión, tomando en consideración el valor de las acciones ya ofrecidas a la suscripción de los titulares de obligaciones convertibles. Evidentemente resulta más sencillo articular exclusivamente la protección de los obligacionistas sobre la revisión de la relación de conversión, siempre que se pretenda aumentar el capital o incluso emitir nuevas obligaciones con un período de conversión que finalice antes de que puedan ser convertidas las obligaciones emitidas con anterioridad.

2.2. *La falta de coordinación de la supresión del derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles con el resto de normas que articulan la protección de los obligacionistas con facultad de conversión y la consiguiente desprotección de los titulares de obligaciones convertibles a tipo fijo*

La LME ha suprimido, mediante la nueva redacción de los arts. 158.1 y 293 de la LSA, el derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles, tanto en los aumentos de capital con contraprestación en dinero, como en las emisiones de nuevas obligaciones convertibles. Tras la reforma, el derecho de suscripción preferente queda reservado en exclusiva a los antiguos accionistas, que lo ostentarán tanto en los aumentos de capital con aportaciones dinerarias (artículo 158.1 de la LSA), como en la emisión de obligaciones convertibles (artículo 293.1 de la LSA). Con ello el legislador aleja las obligaciones convertibles del régimen jurídico de las acciones para incardinarlas con nitidez en el de las obligaciones. Ya no es posible hoy propugnar una cierta asimilación siquiera objetiva y parcial entre acciones y obligaciones convertibles, como defendieron algunos autores en el pasado sobre la base de la atribución de derechos comunes (sustancialmente, el derecho de suscripción preferente) por parte de ambas categorías de valores⁽⁵¹⁾.

Sin embargo, el legislador parece no haber reparado en la existencia de otros preceptos que también conformaban el régimen jurídico del derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles, como el artículo 159.3 de la LSA; o que constituirían un mecanismo alternativo de protección de los obligacionistas ante aumentos de capital llevados a cabo durante la pendencia de su derecho de conversión, como el artículo 294 de la LSA. Como ya nos tiene acostumbrados en los

(51) En este sentido TAPIA HERMIDA, A.J.: “Las obligaciones convertibles”, op. cit., p. 99, defendía que desde un punto de vista objetivo o de los valores implicados se establecía “una asimilación entre las obligaciones convertibles y las acciones, que, si bien con carácter parcial, por cuanto abarca únicamente ciertos aspectos del régimen jurídico de las primeras (v. gr. derecho de suscripción preferente), opera de manera inmediata (desde el momento de la emisión de aquéllas) e incondicionada (respecto a la existencia o no de una posterior conversión)”.

últimos años, el legislador modifica preceptos de forma puntual, sin tener en cuenta cómo va a afectar a otras normas que regulan la misma institución, generando graves problemas de interpretación y viéndose obligado a realizar nuevas modificaciones legales en breves períodos de tiempo, con la consiguiente inseguridad jurídica que este continuo retocar las normas genera.

El artículo 159.3 de la LSA no ha sido derogado expresamente, ni modificado por la LME, pero en mi opinión ha devenido inaplicable, puesto que al suprimirse el derecho de suscripción preferente de los obligacionistas, ya no cabe la exclusión por la junta de un derecho que no existe y, por lo tanto, ya no resulta de aplicación la medida de protección que para tales supuestos prevé el precepto y que consiste en la obligación de establecer una fórmula de ajuste de la relación de conversión fija que compense la eventual dilución del valor del derecho de conversión.

Por otro lado, estimamos que la protección que el artículo 294.2 de la LSA otorga a los obligacionistas en los supuestos de aumento de capital con cargo a reservas debería haberse ampliado a cualesquiera supuestos de ampliación de capital, tras la modificación sufrida por los arts. 158 y 293 de la LSA. Según este precepto, en tanto la conversión sea posible, “si se produce un aumento de capital con cargo a reservas o se reduce el capital por pérdidas, deberá modificarse la relación de cambio de las obligaciones por acciones, en proporción a la cuantía del aumento o de la reducción de forma que afecte de igual manera a los accionistas y a los obligacionistas”. Antes de las modificaciones introducidas por la LME, era razonable que el artículo 294.2 de la LSA se refiriese tan sólo a los aumentos de capital con cargo a reservas, puesto que se trataba del único supuesto de aumento en que los titulares de obligaciones convertibles no gozaban de derecho de suscripción preferente, ya que en esta clase de aumentos las acciones de nueva creación obligatoriamente han de asignarse originariamente a los antiguos accionistas en proporción a su participación en el capital ⁽⁵²⁾, sin perjuicio de

(52) La doctrina es unánime al considerar que sólo los antiguos socios ostentan un derecho de asignación gratuita de acciones en los aumentos de capital con cargo a reservas, si bien el fundamento de su posición varía. Para un sector de la doctrina, el derecho de asignación gratuita de acciones en los aumentos de capital con cargo a reservas ha de corresponder en exclusiva a los socios, porque las reservas que son objeto de capitalización en esta operación proceden necesariamente de primas de emisión desembolsadas por los accionistas, de beneficios retenidos y no distribuidos o de fondos patrimoniales que se han hecho explícitos con motivo de la revalorización del balance, esto es, son fruto del esfuerzo inversor de los antiguos accionistas. Puesto que el contravalor del aumento de capital tiene su origen en fondos patrimoniales resultado de las aportaciones de los antiguos socios y de su eficaz gestión que ha generado su incremento, sólo a los socios ha de corresponder el derecho de asignación gratuita. Véase en este sentido, MARTÍNEZ NADAL, A.: *El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios de la sociedad anónima*, McGraw-Hill, Madrid, 1996, pp. 222 y ss.; TAPIA HERMIDA, A.J.: “Las obligaciones convertibles”, *RdS*, núm. 13 (1999-2) p. 129 o MARTÍN ARESTI, P.: *La participación de los socios...*, op. cit., pp. 46 a 52. Para otros autores, la razón estriba en que el derecho de asignación gratuita es una manifestación del derecho latente de todo socio a la participación en las reservas y beneficios que forman parte del patrimonio social. Los obligacionistas, como tales, son simples acreedores que no ostentan derecho alguno al reparto del haber social, por lo que carecen de derecho de asignación gratuita. Ésta es la tesis de VEGA PÉREZ, F.: “Aumento de capital con cargo a reserva” en *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 1, Civitas, Madrid, 1994, pp. 499-501.

la posible transmisión de su derecho tal y como prevé el artículo 158.3 de la LSA. Para paliar el agudamiento de su derecho de conversión, el artículo 294.2 de la LSA obligaba a que se modificase la relación de conversión. La protección ante otras modalidades de ampliación de capital venía de la mano de la atribución del derecho de suscripción preferente. Si la junta decidía la exclusión de tal derecho entraba en juego el artículo 159.3 de la LSA obligando de nuevo a ajustar la relación de cambio para compensar la dilución que el aumento de capital comportaba. Se trataba, por tanto, de un sistema de protección completo y articulado⁽⁵³⁾. Al tocar uno de sus elementos, todo el sistema, cual castillo de naipes, se ha venido abajo dejando desprotegidos a los titulares de obligaciones convertibles a tipo fijo.

Suprimido el derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles, la protección que durante la pendencia de su derecho de conversión les otorga el artículo 294 de la LSA, debiera haberse extendido a todos los aumentos de capital. La eliminación legal de este derecho de suscripción preferente que actuaba como instrumento de protección de los titulares de obligaciones convertibles de tipo fijo, debió ser compensada con una ampliación del ámbito objetivo de la cláusula legal antidilución.

La actual regulación perjudica gravemente a los titulares de obligaciones convertibles de tipo fijo, que constituyen, en la actualidad, la modalidad más utilizada en nuestra práctica financiera⁽⁵⁴⁾. Si el tipo de conversión es variable, el obligacionista no

(53) Para un estudio más detallado del sistema de protección de los titulares de obligaciones convertibles ante los aumentos de capital realizados durante el período de conversión, véase TAPIA HERMIDA, A.J.: “Las obligaciones convertibles”, op. cit., pp. 127 a 131 y ALONSO ESPINOSA, F.J.: *Régimen jurídico de la emisión de obligaciones...*, op. cit., pp. 196-200.

(54) La práctica financiera española anterior a la promulgación de la LSA de 1989 se decantó por la emisión de obligaciones convertibles con tipo de conversión variable, fijando habitualmente la valoración de las acciones con respecto a la cotización media de un último período y añadiendo frecuentemente un descuento. Esta tendencia se mantendría hasta finales de la década de los 90. A partir de los años 98 y 99 comienza a observarse un incremento del número de emisiones de obligaciones convertibles a tipo fijo en detrimento de las emisiones a tipo variable. Véase al respecto los datos y ejemplos ofrecidos por TAPIA HERMIDA, A.J.: “Las obligaciones convertibles en el Derecho español”, op. cit., pp. 1130-1133 y posteriormente en su trabajo “Las obligaciones convertibles”, op. cit., pp. 110-111. En los últimos años, un análisis de los anuncios de emisión de obligaciones convertibles publicados en el BORME demuestra que es claro el predominio de las emisiones de obligaciones convertibles a tipo fijo, en las que o bien se fija exactamente la relación de conversión (muy frecuentemente una acción por cada obligación) o bien dicha relación se refiere al precio medio de cotización de las acciones de la sociedad emisora en un momento cercano a la fecha de emisión. Ejemplos de la primera variante los encontramos en los anuncios de las emisiones de obligaciones convertibles llevadas a cabo por AVANZIT, SA (BORME núm. 16, 26-01-2009), Constructora Calpense, SA (BORME núm. 18, 28-01-2009), Más Móvil Telecom 3.0, SA (BORME núm. 56, 24-03-2009) o el Banco Santander, SA (BORME núm. 202, 19-10-2007). Constituye un ejemplo de la segunda variante la emisión de obligaciones del Banco Sabadell, SA (BORME núm. 130, 13-07-2009). Más difícil resulta encontrar en la práctica financiera reciente, ejemplos de emisiones de obligaciones convertibles con tipo de conversión variable indiciado al valor de la cotización de la acción en el período inmediatamente anterior al ejercicio del derecho de conversión. Para encontrarlos hemos de remontarnos a varios años atrás. Tal es el caso de las emisiones de obligaciones convertibles de Dogi Internacional Fabrics, SA (BORME núm. 4, 05-01-2006) o La Seda de Barcelona, SA (BORME núm. 136, 18-07-2005).

resulta perjudicado, puesto que la posible dilución de los derechos económicos y políticos fruto del aumento de capital, se verá compensada con la entrega en el momento de la conversión de un mayor número de acciones, o del mismo número, pero con un valor nominal superior. Una relación de conversión variable protege a los obligacionistas frente a cualesquiera maniobras de la sociedad consistentes en la modificación de su cifra de capital⁽⁵⁵⁾.

Para paliar la situación de desprotección que para los titulares de obligaciones con tipo de conversión fijo genera la nueva regulación, conviene que en las bases de su emisión se incluyan cláusulas antidilución. Estas medidas indudablemente comportan una cierta flexibilización del tipo de conversión, para garantizar al obligacionista que el valor relativo de la participación accionarial a que tiene derecho en caso de conversión se mantenga inalterado. Así, por ejemplo, en las bases de la reciente emisión de Obligaciones subordinadas necesariamente convertibles I/2009, a tipo fijo, realizada por el Banco de Sabadell, al tiempo que se hace constar que los titulares de obligaciones convertibles no tendrán por mandato de la LME, derecho de suscripción alguno en futuros aumentos de capital o emisiones de obligaciones; se contempla una detallada cláusula antidilución como instrumento de protección de los obligacionistas, en la que se prevé la modificación del tipo de conversión en supuestos de ampliación de capital y también ante otras operaciones societarias que pudieran repercutir negativamente en el valor relativo de la conversión, como son la distribución de dividendos en forma de acciones liberadas, la distribución de dividendos extraordinarios, las operaciones de *split* y *contrasplit* o la emisión en favor de los accionistas del Banco de cualesquiera derechos a adquirir acciones o derechos de suscripción de warrants y otros valores que den derecho a adquirir acciones por vía de compraventa, suscripción, conversión o canje⁽⁵⁶⁾.

Sin embargo, la inclusión de una cláusula de este tipo no es obligatoria, por lo que serían factibles emisiones de obligaciones que no contuvieran en sus bases una cláusula antidilución. A falta de cláusula expresa en el acuerdo de emisión, postulamos la aplicación por analogía del artículo 294.2 de la LSA, en coherencia con la orientación general de protección de los titulares de obligaciones convertibles que expresa la LSA. En consecuencia, la realización de un aumento de capital entre la emisión y la conversión de obligaciones convertibles a tipo fijo, implicará una modificación de las bases de conversión, comportando o bien la entrega de un mayor número de acciones o bien el mismo número, pero con un valor nominal superior al inicialmente previsto en el acuerdo de emisión, para evitar así la dilución de su derecho de conversión. Por lo tanto, la reforma va a significar la muerte de las obligaciones convertibles con relación

(55) Véase, CACHÓN BLANCO, J.E.: “Las obligaciones convertibles: régimen jurídico”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, diciembre (1990) pp. 112 y ss., y GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J.: “El derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertible...”, op. cit., p. 1088.

(56) Véase al respecto el apartado 4.6.3.D) de la *Nota de valores relativa a la emisión de obligaciones subordinadas necesariamente convertibles I/2009 de Banco de Sabadell, SA*, de 25 de junio de 2009. Puede accederse a ella a través del registro de emisiones de la CNMV (www.cnmv.es).

de conversión fija puras, puesto que siempre será posible alterar las bases de conversión en caso de un aumento de capital.

2.3. *Consecuencias de la supresión legal del derecho de suscripción preferente para los titulares de obligaciones convertibles emitidas con anterioridad a la entrada en vigor de la LME*

Finalmente, la reforma nos lleva a preguntarnos si los titulares de obligaciones convertibles a tipo fijo emitidas con anterioridad a la entrada en vigor de la LME, ostentan un derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital o en las emisiones de obligaciones que se produzcan tras dicha entrada en vigor. En mi opinión, carecen de derecho de suscripción preferente, puesto que el derecho de suscripción preferente es una prerrogativa *ex lege* y su nacimiento efectivo no se produce hasta la adopción del acuerdo de aumento de capital o de emisión de las nuevas obligaciones convertibles⁽⁵⁷⁾. Al eliminar el legislador el derecho de preferencia en favor de los obligacionistas, tras la entrada en vigor de la LME ya no nacerá derecho de suscripción alguno en favor de los titulares de obligaciones suscritas antes o después de la promulgación de la LME, cuando se produzca un aumento de capital o una nueva emisión de obligaciones convertibles. La LME no impide el ejercicio de derechos de suscripción ya existentes, sino que ha eliminado uno de los presupuestos para el válido nacimiento del derecho de preferencia, que consistía en ostentar la condición de titular de obligaciones convertibles.

Cabría plantearse si en este supuesto es posible la aplicación del artículo 159.3 de la LSA, siquiera de forma analógica. En mi opinión no es posible, pues el artículo 159.3 de la LSA aporta una solución para un supuesto en que por decisión de la junta se excluye un derecho que de otra forma hubiese nacido con el aumento de capital. Sin embargo, tras la entrada en vigor de la LME, con la nueva redacción de los arts. 158 y 293 de la LSA, los aumentos de capital no generan derecho de suscripción alguno en favor de los obligacionistas.

Esta situación ha dejado en posición de particular indefensión a los titulares de obligaciones convertibles a tipo fijo emitidas antes de la entrada en vigor de la LME. El problema es de fácil resolución, si la escritura de emisión contiene cláusulas antidilución. Pero en la práctica existen emisiones de obligaciones convertibles a tipo fijo, realizadas antes de la entrada en vigor de la LME y que no han sido todavía amortiza-

(57) Tal y como señala nuestra mejor doctrina, no debe confundirse la investidura legal del derecho de suscripción con su nacimiento efectivo. No existe un derecho de suscripción en abstracto. El nacimiento real de la preferencia no se produce por declaración de la Ley, sino que requiere de la adopción de un acuerdo de aumento de capital o de emisión de obligaciones convertibles. Véase GIRÓN TENA, J.: *Derecho de sociedades anónimas (Según la Ley de 17 de julio de 1951)*, Valladolid, 1952, p. 494; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *El derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 222-223 y posteriormente en “La acción y los derechos...”, op. cit., pp. 219-220; LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción...”, op. cit., p. 621; VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente”, op. cit., pp. 530 a 532 y 579 a 584, o LARA GONZÁLEZ, R.: “Artículo 158. Derecho de suscripción preferente”, op. cit., pp. 302-303.

das, en las que tal cláusula no existe, estando los obligacionistas desprotegidos frente a eventuales aumentos de capital futuros, dado que ya no disfrutarán de derecho de suscripción preferente ⁽⁵⁸⁾.

La solución, tal y como apuntábamos en el apartado anterior, pasa por una aplicación analógica del artículo 294.2 de la LSA, de tal forma que si se produce un aumento de capital con nuevas aportaciones dinerarias o no, la sociedad vendrá obligada a modificar la relación de cambio de las obligaciones por acciones.

En todo caso, hubiese sido deseable que una disposición transitoria contemplase expresamente la situación en que quedaban los titulares de obligaciones convertibles que todavía no hubiesen sido efectivamente convertidas a la entrada en vigor de la LME, frente a potenciales aumentos de capital llevados a cabo con posterioridad al 4 de julio de 2009.

3. La supresión por acuerdo de la junta del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas en supuestos de emisión de nuevas obligaciones convertibles

3.1. *El reconocimiento legal expreso en el nuevo artículo 292.2 de la LSA de la facultad de supresión del derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles de nueva emisión*

La regulación del régimen del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles de nueva emisión anterior a la entrada en vigor de la LME, suscitaba dudas en torno a la posibilidad de excluir este derecho, puesto que la redacción inicial del artículo 293.3 de la LSA remitía al artículo 158 de la LSA, pero no contenía ninguna referencia al artículo 159 de la LSA. Inicialmente, un sector minoritario de la doctrina apoyándose en la literalidad del precepto entendió que no cabía tal exclusión y en consecuencia, el derecho de suscripción preferente era de imposible supresión por decisión de la junta en la emisión de obligaciones convertibles ⁽⁵⁹⁾.

Sin embargo, la doctrina mayoritaria siempre consideró posible tal supresión, alegando que la remisión del artículo 293.1 de la LSA al artículo 158 de la LSA tenía

⁽⁵⁸⁾ Así por ejemplo en las emisiones de obligaciones convertibles a tipo fijo de AVANZIT, SA (BORME núm. 16, 26-01-2009), Constructora Calpense, SA (BORME núm. 18, 28-01-2009) o Más Móvil Telecom 3.0, SA (BORME núm. 56, 24-03-2009), no se contemplan cláusulas antidilución.

⁽⁵⁹⁾ Esta postura fue sostenida básicamente por PRADA GONZÁLEZ, J.M.³ de: “Problemas que plantea la nueva regulación de las obligaciones convertibles”, AAMN, t. XXX-1 (1991), pp. 392-393 y VICENT CHULIÁ, F.: *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, t. I, vol. 2, Barcelona, 1991, p. 800. No obstante, el profesor VICENT CHULIÁ cambiaría con posterioridad su posición inicial y así en su *Introducción al Derecho mercantil*, 18.^a ed., Valencia, 2005, p. 951, sostiene con toda claridad que “Aunque el artículo 293 sólo remite al artículo 158, una interpretación sistemática y finalista de la Ley y de conformidad con la Segunda Directiva obliga a reconocer que este derecho puede ser excluido en aplicación del artículo 159 de la LSA”.

como finalidad que la disciplina general del derecho de suscripción en su conjunto se aplicase a la regulación del derecho de suscripción en las emisiones de obligaciones convertibles, mediante una remisión al precepto de cabecera de dicha regulación general⁽⁶⁰⁾. Por lo tanto, mediante una remisión al precepto principal se pretendía una remisión al completo régimen jurídico del derecho de suscripción, incluida la regulación de su supresión, puesto que las razones que justificaban la exclusión del derecho de suscripción preferente de nuevas acciones eran predicables de la exclusión de este mismo derecho en la emisión de obligaciones convertibles⁽⁶¹⁾. Además se aducía que la regulación del derecho de suscripción preferente debía interpretarse de conformidad con la Segunda Directiva en materia de sociedades y, por lo tanto, la única interpretación que amparaba la norma comunitaria era la que conducía a la posible supresión por acuerdo de la junta del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles⁽⁶²⁾.

No obstante, al entender el TJCE en su Sentencia de 18 de diciembre de 2008, que era necesaria una referencia explícita a la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles, el legislador español venía obligado a modificar la redacción del artículo 293 de la LSA. Podría haberse optado por extender al artículo 159 de la LSA la remisión del artículo 293.1 de la LSA, pero el legislador ha preferido una regulación separada y completa de la exclusión del derecho

(60) Véase al respecto IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho...”, op. cit., pp. 5 a 6.

(61) El fundamento de la atribución del derecho de suscripción preferente es contrarrestar el riesgo de dilución del poder económico y político del socio ante un aumento de capital, protección que también se extiende a la emisión de obligaciones convertibles, si bien en este supuesto el riesgo es meramente potencial, ya que la merma de la posición económica y política de los antiguos socios sólo se materializará si finalmente se produce la conversión. Por lo tanto, si el legislador admite la exclusión del derecho de suscripción en situaciones de riesgo real de aguamiento de la acción, siempre y cuando así lo exija el interés social, es razonable que lo admita en situaciones en que el riesgo es sólo potencial. La exclusión del derecho de suscripción preferente presenta menos peligros para los accionistas en las emisiones de obligaciones convertibles, que en los aumentos de capital con nuevas aportaciones. Véase en este sentido, VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente”, op. cit., pp. 553 a 554; ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., p. 121; ALFARO ÁGUILA-REAL, J.: *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid, 1995, pp. 118-119, e IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho...”, op. cit., pp. 6 a 8.

(62) Esta era la opinión de CUESTA RUTE, J.M.³ de la: “El aumento y reducción del capital social”, *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, p. 193; TAPIA HERMIDA, A.: “Algunos problemas sobre la emisión de pagarés de empresa de obligaciones convertibles y de obligaciones hipotecarias”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1993, pp. 1351 ss. y posteriormente en “Las obligaciones convertibles en el Derecho español”, *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 2, Civitas, Madrid, 1994, p. 1163; ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., p. 121; LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., pp. 124-125; VICENT CHULIÁ, F.: *Introducción al Derecho mercantil*, 18.^a ed., Valencia, 2005, p. 951 e IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho...”, op. cit., pp. 10-13.

de suscripción en la emisión de obligaciones convertibles, dando nueva redacción al artículo 293.2 de la LSA.

Quizás con ello se haya pretendido eludir los principales problemas que planteaba la aplicación directa del artículo 159 de la LSA en sede de obligaciones convertibles, a saber: la imposibilidad de que los antiguos titulares de obligaciones convertibles interviniesen en la adopción del acuerdo de exclusión o lo pudiesen impugnar en caso de ser anulable⁽⁶³⁾ y la aplicación del apartado c) del artículo 159.1 de la LSA a la emisión de obligaciones en aras a garantizar que los antiguos accionistas no viesen diluida su participación económica en la sociedad cuando se produjese la conversión.

El primero de estos problemas ha desaparecido con la restricción del ámbito subjetivo del derecho de suscripción preferente a los antiguos accionistas. Efectivamente, puesto que con la vigente regulación, los titulares de obligaciones convertibles en circulación en el momento de la emisión carecen de derecho de suscripción preferente, es evidente que la exclusión del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas en una nueva emisión de obligaciones, en nada les afecta. Dado que la exclusión no lesiona, ni merma, los derechos de los antiguos obligacionistas no es necesaria la intervención del sindicato en la adopción de la decisión; intervención que por otro lado, ya rechazaba la doctrina con la anterior regulación⁽⁶⁴⁾.

En cuanto a la aplicación del apartado c) del artículo 159.1 de la LSA, la doctrina entendía que el precio de emisión de las obligaciones, atendidas las condiciones de conversión, debía corresponderse con el valor razonable de las acciones susceptibles de ser suscritas en el momento de la conversión en el caso de las sociedades no cotizadas, pudiendo en cambio emitirse a un precio inferior en las sociedades cotizadas, siempre que, en todo caso, dicho precio de emisión fuese superior al valor neto patrimonial. No obstante, se reconocía la dificultad de realizar un cálculo exacto del tipo de emisión, ante la imposibilidad de anticipar con exactitud la dilución que puede ocasionar un hecho futuro e incierto como es la conversión⁽⁶⁵⁾. Incluso se apuntaba que no podría producirse la conversión cuando el precio de emisión de las obligacio-

(63) Sobre este problema, véase TAPIA HERMIDA, A.J.: “Las obligaciones convertibles”, op. cit., pp. 121-122, e IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho...”, op. cit., pp. 24-29.

(64) En esta línea, IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho...”, op. cit., pp. 27 y 28, negaban que fuese necesaria la aprobación de la exclusión por parte del sindicato de obligacionistas con títulos convertibles en circulación, con base en varios argumentos. En primer lugar, consideraban que la medida no lesionaba los intereses de una clase de acciones (las obligaciones convertibles no son acciones). Además, el derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles no integraba las condiciones de emisión, por lo que la exclusión no comportaba una modificación unilateral de las condiciones del préstamo. Finalmente, estimaban que la participación del sindicato de obligacionistas en la decisión, supondría atribuir competencia a los terceros para valorar el interés social, que para estos autores coincide con el interés común de los socios.

(65) Véase IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho...”, op. cit., pp. 19-20.

nes fuese inferior al valor razonable de las acciones que se fuesen a entregar a cambio⁽⁶⁶⁾.

La nueva regulación contenida en el artículo 293.2 de la LSA coincide en parte con la prevista para la supresión del derecho de suscripción preferente de nuevas acciones en el artículo 159 de la LSA, en particular en lo relativo a la concurrencia del interés social como presupuesto legitimador del acuerdo y a las exigencias de información previas a la adopción de éste (constancia expresa de la propuesta en la convocatoria de la junta, justificación de la propuesta de supresión en el informe de los administradores y juicio técnico de los auditores sobre la razonabilidad de los datos y la idoneidad de la relación de conversión o, en su caso, de las fórmulas de ajuste)⁽⁶⁷⁾. De igual forma, el artículo 159 de la LSA y el artículo 293.2 de la LSA coinciden en admitir la supresión total o parcial del derecho de suscripción.

Sin embargo, difieren en otros aspectos sustanciales. Así, en relación con la supresión del derecho de suscripción preferente en sede de emisión de obligaciones, el legislador dispensa el mismo tratamiento a las sociedades cotizadas y a las no cotizadas, a diferencia de lo que sucede en sede de aumento de capital, donde el tratamiento es diverso, fundamentalmente en relación con la determinación del tipo de emisión, que ha de ser coincidente con el valor razonable de la acción en las sociedades no cotizadas, mientras se permite la emisión a cualquier precio en las sociedades cotizadas, siempre que éste sea superior al valor neto patrimonial; excepto en los supuestos en que se haya delegado en el órgano de administración la facultad de aumentar el capital y suprimir el derecho de suscripción preferente, pues entonces el valor nominal de las acciones a emitir, más, en su caso, el importe de la prima de emisión debe corresponderse en todo caso con el valor razonable que resulte del informe del auditor de cuentas (artículo 159.2 de la LSA).

Además, en relación con la emisión de obligaciones no se admite en ningún caso la delegación en el órgano de administración de la decisión de suprimir el derecho de suscripción preferente, delegación que sí se permite para las sociedades cotizadas en sede de aumento de capital, cuando se hubiese delegado también en dicho órgano la facultad de aumentar el capital.

Finalmente y como veremos con más detalle en el apartado siguiente, no se exige que la relación de conversión compense efectivamente la eventual dilución de la participación económica de los antiguos accionistas, bastando con un pronunciamiento en

⁽⁶⁶⁾ Véase ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 122-124. La autora se refiere al valor real de las acciones, puesto que su obra es anterior a la reforma de 1998.

⁽⁶⁷⁾ La similitud entre ambas regulaciones es querida por el legislador. Así, en la justificación de la enmienda núm. 22, presentada en el Senado por el Grupo Parlamentario Socialista, que está en el origen de la nueva regulación, se hace constar expresamente que con la nueva regulación se pretende garantizar unas condiciones tuitivas similares a las que establece el artículo 159 de la LSA para la supresión de esta prerrogativa en los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones. Véanse las Enmiendas al Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales publicadas en el BOCG Senado, Serie II, núm. 9.c) de 18 de febrero de 2009.

el informe de los auditores sobre la idoneidad de tal relación para compensar el eventual aguamiente de su cuota de participación en el patrimonio social que pueda generar la suscripción de las acciones al ejercitar los obligacionistas su derecho de conversión [artículo 293.2.c) de la LSA]. Se separa así de lo previsto en el artículo 159.1.c) de la LSA donde sí se exige correspondencia entre el tipo de emisión (valor nominal más prima) de las nuevas acciones y el valor razonable de las antiguas o, al menos, tratándose de sociedades cotizadas entre el tipo de emisión y el valor neto patrimonial. De nuevo aquí se observa otra manifestación más de la tendencia a la flexibilización del derecho de suscripción preferente.

A continuación estudiaremos con detalle el nuevo régimen jurídico de la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles.

3.2. *Régimen jurídico-positivo de la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles de nueva emisión por decisión de la junta general*

3.2.1. La competencia exclusiva de la junta general para decidir sobre la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles

La competencia para la exclusión del derecho de suscripción corresponde a la junta general, que deberá adoptar el acuerdo de exclusión junto con la decisión de emitir las obligaciones convertibles. En virtud de la remisión que el artículo 293.2 de la LSA hace al artículo 144 de la LSA, el acuerdo de exclusión deberá adoptarse con los quórum y mayorías reforzadas previstos en el artículo 103 de la LSA, esto es, con la concurrencia en primera convocatoria, de accionistas presentes o representados que posean al menos, el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho a voto. En segunda convocatoria será suficiente con la concurrencia del veinticinco por ciento de dicho capital. El acuerdo se adoptará en ambos casos por mayoría absoluta, excepto si la junta se celebra en segunda convocatoria y los accionistas concurrentes representan menos del cincuenta por ciento del capital social, pues entonces el acuerdo sólo podrá adoptarse válidamente con el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta.

Estos quórum y mayorías reforzadas resultan de aplicación a la adopción del acuerdo de supresión o limitación del derecho de suscripción preferente en sede de emisión de obligaciones convertibles, aunque el propio artículo 103 de la LSA no lo prevea expresamente, puesto que sólo se refiere expresamente a los acuerdos de supresión o limitación del derecho de suscripción preferente de nuevas acciones. Es lamentable que sólo se haya incluido una mención a la supresión de la preferencia en sede de aumento de capital y no en relación con la emisión de obligaciones convertibles en la nueva redacción dada al apartado 1 del artículo 103 de la LSA, por el apartado Quince de la disposición final primera de la LME, cuya finalidad era precisamente explicitar que la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente requería de quórum de asistencia y mayorías reforzadas. No obstante, el lapso del legislador se salva con la remisión que el artículo 293.2 de la LSA hace al artículo 144 del mismo texto

legal, cuyo apartado 1 en su letra c), remite a su vez al artículo 103 de la LSA. Indudablemente, en aras de la claridad y la seguridad jurídica, hubiese sido preferible una mención expresa en el artículo 103 de la LSA, en lugar de una doble remisión.

Puesto que la decisión de emitir obligaciones convertibles puede delegarse en el órgano de administración, tal y como prevé el artículo 319 del RRM, se nos plantea la cuestión de si cabe delegar también la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente de los accionistas.

Antes de la reforma operada por la LME y sobre la base de entender comprendido el artículo 159 de la LSA en la remisión que realizaba el artículo 293.1 de la LSA en su anterior redacción, podía sostenerse que tal delegación era admisible tratándose de sociedades cotizadas. El artículo 159.2 de la LSA admitía que la junta general de las sociedades cotizadas, al delegar en los administradores la facultad de aumentar el capital, les atribuyese también la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en relación a las emisiones de acciones que fuesen objeto de delegación, cuando el interés de la sociedad así lo exigiera. Este planteamiento era perfectamente trasladable a la emisión de obligaciones convertibles⁽⁶⁸⁾.

Sin embargo, tras la reforma, la facultad de suprimir el derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles, se atribuye en exclusiva a la Junta general, por lo que, en mi opinión, no cabe tal delegación en el órgano de administración. Hubiese sido deseable la inclusión de una previsión similar a la contenida en el artículo 159.2 de la LSA, para permitir la delegación en el órgano de administración de la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente cuando se le delegue la facultad de emitir obligaciones convertibles, al menos en relación con las sociedades cotizadas.

3.2.2. El interés social como presupuesto legitimador del acuerdo de la junta

La facultad de la junta para decidir la supresión del derecho de suscripción preferente en relación con la emisión de obligaciones convertibles no es discrecional, más bien al contrario, tiene como presupuesto para su legítimo ejercicio que la supresión venga exigida por el interés social, tal y como prevé el inciso inicial del artículo 293.2 de la LSA. El interés social actúa así como presupuesto material para la válida supresión del derecho de suscripción preferente, cuya concurrencia es susceptible de control judicial; al igual que sucede en sede de aumento de capital.

(68) Ésta es la opinión de IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho...”, op. cit., p. 18. De hecho, en la práctica podemos encontrar ejemplos de delegación de la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles. Así, por poner algunos ejemplos recientes, en la convocatoria de la junta general de Urbas Guadalupe, SA, publicada en el BORME núm. 95 de 22 de mayo de 2009, se proponía en el punto undécimo la delegación en el órgano de administración tanto de la decisión de emitir obligaciones convertibles como de la facultad para hacerlo excluyendo el derecho de suscripción preferente. Igual propuesta encontramos en la convocatoria de junta general de Banco popular Español, SA (BORME núm. 94 de 21 de mayo de 2009), en la convocatoria de junta general ordinario del Banco Santander SA (BORME núm. 88 de 12 de mayo de 2009) o en la convocatoria de junta general de Renta Corporación Real State, SA (BORME núm. 85 de 7 de mayo de 2009), entre otras muchas.

Dado que la redacción del artículo 293.2 de la LSA coincide exactamente en este punto con la prevista en el artículo 159.1 de la LSA, son susceptibles de traslación los criterios interpretativos que de esta cláusula ha hecho nuestra mejor doctrina⁽⁶⁹⁾. La supresión del derecho de suscripción preferente sólo estará justificada cuando el sacrificio que se impone a los accionistas resulte compensado por los beneficios que obtiene la sociedad al emitir obligaciones convertibles sin respetar la preferencia en la suscripción de los socios. La supresión debe estimarse como una medida idónea para alcanzar el fin que se persigue en el caso concreto con el ofrecimiento de las obligaciones convertibles de nueva emisión a sujetos distintos de los antiguos accionistas. Debe además ser una medida necesaria, y no meramente conveniente u oportuna, en el sentido de que el mismo fin no pueda obtenerse mediante mecanismos menos gravosos⁽⁷⁰⁾. Y, finalmente, debe existir una relación equilibrada o razonable entre la gravedad del medio utilizado (la supresión del derecho de suscripción) y la utilidad que reportará a la sociedad el fin pretendido.

En la práctica no resulta difícil encontrar grupos de casos en que la supresión puede estar justificada. Así, por ejemplo, las circunstancias concretas de una determinada emisión de obligaciones convertibles pueden hacer necesario el uso de técnicas de colocación con prospección de la demanda —*bookbuilding*—, como instrumento para colocar las obligaciones a un precio de emisión más elevado, permitiendo así a la sociedad allegar mayores recursos con la operación. El recurso a estos mecanismos de colocación exige, por su propia naturaleza, la supresión del derecho de suscripción preferente⁽⁷¹⁾.

(69) La interpretación de la cláusula del interés social ha sido muy controvertida en nuestra doctrina, con pronunciamientos a favor y en contra de su instauración como presupuesto material para la válida exclusión del derecho de suscripción preferente, y con distintas interpretaciones de su contenido desde las mayoritarias posiciones contractualistas, que consideran el interés social como interés común de los socios hasta posiciones institucionalistas, que propugnan la toma en consideración de los intereses de otros sujetos afectados por la marcha de la sociedad (inversores, trabajadores, etc.), si no con carácter general, sí al menos en relación a la sociedad abierta. En general para un análisis en profundidad del concepto de interés social, véase ALONSO LEDESMA, C.: “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente”, AA.VV.: *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, pp. 29 y ss., y posteriormente, *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., *passim*, LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., pp. 136-145. Más específicamente en relación con la exclusión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones, véase IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho...”, op. cit., pp. 21-23.

(70) Véase en este sentido y con mayor profundidad, LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., pp. 140 a 145.

(71) Sobre las ventajas que reporta la colocación de valores mediante procedimientos de *bookbuilding* y la necesidad para llevarlos a cabo de suprimir el derecho de suscripción preferente, véase GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: *Sociedades cotizadas, aumentos de capital...*, op. cit., pp. 69 y ss., si bien en relación con la colocación de acciones. No obstante, estimo que el planteamiento del autor es perfectamente extrapolable a la colocación de obligaciones convertibles.

De igual forma, la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles puede resultar beneficiosa para sociedades que deseen colocar sus valores convertibles en mercados internacionales, no sólo como mecanismo que facilita la obtención de financiación, al ampliarse el círculo de potenciales suscriptores, sino también por la mayor visibilidad que la sociedad puede obtener con estas operaciones.

3.2.3. Requisitos formales para la válida adopción del acuerdo de supresión del derecho de suscripción preferente

Dada la particular trascendencia que para los antiguos accionistas tiene la supresión de su derecho de suscripción preferente es necesario que se les suministre, con carácter previo a la celebración de la junta en que ha de adoptarse tal decisión, información adecuada, cualitativa y cuantitativamente, sobre la proyectada supresión de su derecho y las razones que la justifican. La adecuada información de los accionistas está garantizada con los requisitos formales impuestos por el artículo 293.2 de la LSA para la válida adopción del acuerdo de supresión, concretándose en la exigencia de constancia expresa de la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente en la convocatoria de la Junta y en la inclusión de información y valoraciones técnicas sobre tal propuesta en los informes previos de administradores y auditores sobre las bases y modalidades de conversión, previstos en el artículo 292.2 de la LSA.

Esencialmente, el artículo 293.2 de la LSA ha seguido el mismo modelo tuitivo centrado en la transparencia utilizado en el artículo 159 de la LSA en sede de aumento de capital⁽⁷²⁾, si bien y para evitar duplicidad de informes, las exigencias informativas se han acompasado con las propias de la emisión de obligaciones. Así, no se exige un informe específico de los administradores y otro de los auditores, justificando la supresión del derecho de suscripción, como sucedía con la anterior regulación⁽⁷³⁾, sino que estas valoraciones se van a incluir en los informes que administradores y auditores

(72) En general sobre los requisitos para la validez de la supresión del derecho de suscripción preferente en las ampliaciones de capital, véase por todos, LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., pp. 145 a 176.

(73) Antes de las modificaciones introducidas por la LME, la emisión de obligaciones convertibles con supresión del derecho de suscripción preferente requería de la elaboración de cuatro informes: los dos previstos en el artículo 292.2 de la LSA explicando las bases y modalidades de conversión y los dos previstos en el artículo 159.1.b) de la LSA justificando la exclusión del derecho de suscripción preferente. A este respecto, el apartado 5 del Anexo de la Resolución de 23 de octubre de 1991, del Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial en el supuesto establecido en el artículo 292 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, establecía que “Si, de acuerdo con la condición de la emisión, se suspenden de alguna forma los derechos de suscripción preferente de los accionistas y/o obligacionistas pertenecientes a emisiones anteriores en la proporción que les corresponda según las bases de la conversión, el auditor de cuentas deberá emitir un Informe Especial, con aplicación de la Norma Técnica de Auditoría referente a la supresión del derecho de suscripción preferente”. De ahí se deducía sin lugar a dudas, que era necesaria la elaboración de dos informes. Con la actual regulación es evidente que la Norma Técnica deberá ser reformada, pues es contraria a las previsiones del nuevo artículo 293.2 de la LSA.

deben elaborar en toda emisión de obligaciones convertibles para explicar y justificar las bases y modalidades de conversión, por imperativo del artículo 292.2 de la LSA. Bastará, por lo tanto, con la elaboración de dos informes: uno de los administradores y otro de un auditor de cuentas distinto del auditor de las cuentas de la sociedad. Con la nueva regulación se logra una simplificación del procedimiento de emisión de obligaciones y un abaratamiento de los costes, que debe valorarse muy positivamente.

Siguiendo la secuencia temporal en que deben cumplirse los requisitos para la válida adopción del acuerdo social de exclusión del derecho de suscripción en la emisión de obligaciones, el proceso ha de comenzar con la elaboración de los informes de los administradores y de un auditor de cuentas distinto al auditor de la sociedad. Al igual que en sede de aumento de capital, la regulación española es más rigurosa que la comunitaria, puesto que el artículo 29.4 de la Segunda Directiva sólo requiere para la válida exclusión del derecho de suscripción de la formulación de un único informe por parte de los administradores. Con la intervención de un auditor se logra un reforzamiento de la tutela informativa de los accionistas, garantizando una valoración por expertos de la información ofrecida por los administradores.

En primer lugar, habrá de elaborarse el informe de los administradores explicando las bases y modalidades de conversión previstas para la emisión de obligaciones convertibles cuya aprobación se va a proponer a la junta y justificando detalladamente la propuesta adyacente de supresión del derecho de suscripción en esa concreta emisión. El informe debe contener todos los datos necesarios para que los accionistas puedan valorar adecuadamente, tanto la propuesta de emisión de obligaciones, como la correlativa supresión de su derecho de preferencia. Los administradores deben explicar, aportando los datos pertinentes, las razones, generalmente de índole económica, que justifican el sacrificio que se solicita aprueben los accionistas, poniendo en conexión el interés de la sociedad y la supresión, conexión definida en términos de necesidad y no simplemente de mera oportunidad o conveniencia⁽⁷⁴⁾. A diferencia de lo que sucede en relación con la supresión de la preferencia en los aumentos de capital, no es necesario indicar quiénes serán los destinatarios de las obligaciones convertibles de nueva emisión⁽⁷⁵⁾.

A continuación, deberá solicitarse al Registrador mercantil del domicilio social, que designe a un auditor de cuentas para la elaboración del informe previsto en el

(74) Véase al respecto si bien en relación con los aumentos de capital, LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., pp. 150-151.

(75) De hecho la doctrina había criticado esta previsión en sede de aumento de capital, alegando que resultaba de imposible cumplimiento cuando se pretendiese ofrecer públicamente la suscripción de las acciones a un colectivo amplio de inversores. Una interpretación literal de la exigencia de determinación de los destinatarios contenida en el artículo 159.1.b) de la LSA habría constituido un obstáculo para la puesta en marcha de una OPS, por lo que se propugnaba una interpretación flexible, estimando que era suficiente con que los destinatarios fueran determinables, aun cuando no estuviesen determinados exactamente en un primer momento. Véase al respecto ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 85-89 y LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998...)”, op. cit., pp. 152-153.

artículo 292.2 de la LSA. Dicho auditor deberá ser distinto del auditor de las cuentas sociales. El auditor en su informe deberá emitir un juicio técnico sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores y sobre la idoneidad de la relación de conversión y, en su caso, de las fórmulas de ajuste, para compensar una eventual dilución de la participación económica de los accionistas. Los auditores deberán pronunciarse sobre la suficiencia de la información que contiene el informe de los administradores de tal manera que pueda ser interpretada y comprendida por sus destinatarios. En particular, deberán asegurarse de que el informe de los administradores muestra las razones que justifican la supresión del derecho preferente de los accionistas a la suscripción de las obligaciones convertibles que se van a emitir. También deberán verificar los cálculos de los métodos de valoración utilizados por los Administradores en la determinación de las bases y modalidades de la conversión y pronunciarse acerca de la razonabilidad de los datos que han servido de base para realizar esos cálculos. Finalmente, los auditores deben pronunciarse acerca de la idoneidad de la relación de conversión propuesta y, si se han previsto, de las fórmulas de ajuste de dicha relación, para compensar la dilución de la cuota de participación económica de los accionistas que se producirá en el momento en que los obligacionistas ejerciten su facultad de conversión, esto es, si el precio de emisión de cada obligación (valor nominal más en su caso, la prima) se corresponde con el valor razonable de las acciones en las que podrá convertirse dicha obligación, evitando de esta forma que los antiguos accionistas vean menoscabados sus derechos de participación económica en la sociedad. Es ésta una novedad del nuevo régimen jurídico de la exclusión del derecho de preferencia en la emisión de obligaciones convertibles ⁽⁷⁶⁾.

En todo caso, ambos informes deben estar listos antes de la publicación de la convocatoria de la junta, puesto que la remisión que los arts. 292.2 y 293.2 de la LSA hacen al artículo 144 de la LSA implica que ambos informes deben quedar a disposición de los accionistas en el domicilio social desde el momento en que se efectúe la convocatoria de la junta general. Finalmente, ambos documentos deberán incorporarse a la escritura o documento de emisión a los efectos de su inscripción en el Registro Mercantil (artículo 318.2 del RRM).

En la convocatoria de la junta debe constar expresamente la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente. En virtud de la remisión que el artículo 293.2 de la LSA hace al artículo 144 de la LSA, también debe constar en la convocatoria el derecho que asiste a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro de las condiciones de la emisión propuesta con supresión del derecho de preferencia y los informes de los administradores y del auditor de cuentas designado por el Registrador mercantil explicando las bases y modalidades de conversión propuestas y justificando la exclusión del derecho de preferencia. De igual forma se debe

⁽⁷⁶⁾ Conforme al punto 7, del Anexo de la Resolución de 23 de octubre de 1991, del Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial en el supuesto establecido en el artículo 292 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas; la normativa anterior no requería que el Auditor expresase su opinión sobre la razonabilidad del precio al que las obligaciones habían de ser emitidas.

poner de manifiesto expresamente el derecho que tienen los accionistas a pedir la entrega o el envío gratuito de tales documentos.

3.2.4. Libertad de fijación del tipo de emisión

La letra c) del artículo 159.1 de la LSA exige, con carácter general, como presupuesto material para la válida supresión del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas que el valor nominal de las acciones a emitir, más, en su caso, el importe de la prima de emisión, se corresponda con el valor razonable que resulte del informe de los auditores de cuentas. Con esta medida se pretende compensar, al menos en parte, el perjuicio que la entrada de nuevos socios causa a los antiguos, garantizando a éstos que no se produzca una dilución de sus derechos, al menos en el plano económico.

No existe una previsión similar en el artículo 293.2 de la LSA que regula la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles. En esta sede, el legislador se limita a exigir al auditor de cuentas que emita un juicio técnico sobre “la idoneidad de la relación de conversión, y en su caso, de sus fórmulas de ajuste, para compensar una eventual dilución de la participación económica”. En ningún momento, se requiere como requisito material para la válida supresión del derecho de suscripción preferente que efectivamente la relación de conversión garantice que el precio de emisión se corresponde con el valor razonable de las acciones que efectivamente se suscriban al ejercitar el derecho de conversión. Nada impide que se adopte válidamente un acuerdo de supresión del derecho de suscripción preferente con relación a una emisión de obligaciones en que la relación de conversión no garantice la correspondencia entre el precio de emisión y el valor razonable de las acciones, siempre y cuando así se refleje en el informe de los administradores y se alerte de ello en el informe del auditor. El único límite al precio de emisión vendría determinado por la prohibición contenida en el artículo 292.3 de la LSA que impide que sea inferior al valor nominal de las acciones que podrían recibirse al ejercitar la facultad de conversión.

No se alcanza a comprender el porqué de esta diferencia de régimen jurídico, que quizás sólo pueda explicarse por la falta de reflexión y el apresuramiento en acometer la reforma de una institución compleja como es el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles de nueva emisión.

Dado el tenor del artículo 293.2 de la LSA, la reforma aboca a una paradójica situación en la que aquello que está prohibido en un aumento de capital con supresión del derecho de suscripción preferente, a saber, emitir acciones por debajo de su valor razonable, salvo que se trate de sociedades cotizadas; puede lograrse mediante una emisión de obligaciones convertibles a tipo variable, siendo que esta operación puede constituir desde una perspectiva económica y financiera un mecanismo sustitutivo del

aumento de capital⁽⁷⁷⁾. La emisión de obligaciones convertibles con relación variable de conversión tiene los mismos efectos que un aumento de capital cuya ejecución quede diferida en el tiempo. Sin embargo, la supresión del derecho de suscripción preferente al adoptar la decisión de aumentar el capital hace necesario que el tipo de emisión (nominal más en su caso, la prima) se corresponda con el valor razonable de la acción. En cambio, si la supresión del derecho se produce al adoptar el acuerdo de emisión de obligaciones, el tipo de emisión podrá ser sustancialmente inferior al valor razonable de las acciones que cada obligación da derecho a suscribir mediante la conversión, con el único límite del respeto a su valor nominal, garantizando así la salvaguarda del principio de integridad del capital. Téngase en cuenta además que la libertad de fijación del tipo de emisión con el único límite del respeto al valor nominal de las acciones a suscribir por conversión *ex* artículo 292.3 de la LSA, es predicable de cualesquiera sociedades, cotizadas o no, a diferencia de lo que sucede en relación con los aumentos de capital, donde sólo se admite la flexibilización del tipo de emisión para las sociedades cotizadas y con el límite, en todo caso, del valor neto patrimonial de las acciones, que generalmente será ostensiblemente superior a su valor nominal. Se permite así una clara expropiación de los derechos de los antiguos accionistas que no es admisible en sede de aumento de capital.

IV. CONCLUSIONES

La reforma en la regulación del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas articulada por la LME ha tenido como finalidad primordial acatar la STJCE de 18 de diciembre de 2008, en la que se declaraba la falta de conformidad de nuestra regulación con la Segunda Directiva. El efecto de los cambios introducidos comporta una limitación del ámbito operativo de este derecho, tanto desde la perspectiva objetiva, al constreñirlo a los aumentos de capital con aportaciones dinerarias y simplificar su régimen de supresión en la emisión de obligaciones convertibles; como desde la perspectiva subjetiva, pues ya sólo lo ostentarán los antiguos accionistas. La reforma quedaría así enmarcada en la corriente de flexibilización del derecho de suscripción preferente que ha caracterizado las modificaciones que desde 1998 han sufrido los artículos 158 y 159 de la LSA. Las medidas adoptadas en las Leyes 37/1998, 50/1998 y 44/2002, dirigidas a facilitar el régimen de supresión del derecho de suscripción preferente se completan ahora con un endurecimiento de los requisitos para su reconocimiento, que se va a traducir en una mayor facilidad para obtener financiación y nuevos recursos por parte de las sociedades anónimas. Pero la reducción del campo de operatividad del derecho de suscripción preferente también conlleva efectos negativos para la tutela de los legítimos intereses de los accionistas, en particular de los minoritarios, que quedan expuestos en mayor medida a prácticas abusivas de la

(77) Sobre la equivalencia desde una óptica económica y financiera, entre emisión de obligaciones convertibles con relación variable de conversión y aumento de capital de ejecución diferida, véase TAPIA HERMIDA, A. J.: “Las obligaciones convertibles”, *op. cit.*, pp. 100-101, y TORRES ESCÁMEZ, S.: *La emisión de obligaciones...*, *op. cit.*, pp. 244-245.

mayoría tendentes a erosionar su cuota de participación económica y política en la sociedad.

Por otra parte, lo apresurado de la reforma, por vía de enmienda presentada en el Senado, ha propiciado que el legislador no fuese consciente del impacto que la supresión incondicionada del derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles iba a tener en la tutela de los obligacionistas con derecho de conversión a tipo fijo. El delicado equilibrio existente entre los distintos instrumentos de protección del derecho de conversión que la LSA brindaba a los titulares de obligaciones convertibles a tipo fijo ante operaciones de aumento del capital social llevadas a cabo entre la emisión y el fin del período de conversión, se ha roto al suprimir por imperativo legal su derecho de suscripción preferente en tales aumentos; sin que se haya ampliado, como contrapartida, el ámbito de operatividad de la cláusula legal antidilución contenida en el artículo 294.2 de la LSA, que sigue restringida a los aumentos de capital con cargo a reservas. El riesgo es particularmente elevado para los titulares de obligaciones convertibles a tipo fijo emitidas antes de la reforma, cuyas condiciones de emisión no contuviesen cláusulas de revisión de la relación de cambio ante nuevas ampliaciones de capital. Al carecer de derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital que se lleven a cabo tras la entrada en vigor de las modificaciones introducidas por la LME y carecer de la posibilidad de exigir una revisión del tipo de cambio, una ampliación de capital ejecutada antes de que puedan convertir sus obligaciones supondrá una dilución del valor real de las acciones que recibirán si finalmente deciden ejercitar su derecho de conversión, alterando las bases que fueron tomadas en consideración por los obligacionistas en el momento de suscribir los valores convertibles.

Finalmente, la nueva redacción del artículo 293.2 de la LSA ha abordado la necesaria regulación de la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles, siguiendo de cerca el régimen jurídico previsto para la supresión del tal derecho en los aumentos de capital por aportaciones dinerarias en el artículo 159 de la LSA. No obstante, se han introducido algunas divergencias entre ambas regulaciones que, a mi juicio, carecen de fundamento. En mi opinión, no hay razón que justifique la imposibilidad de delegar en el órgano de administración la decisión de excluir el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles de nueva emisión, para el caso en que se le haya delegado la decisión de emisión, cuando sí es admisible que se le delegue la misma decisión en relación con los aumentos de capital autorizados. La exclusión del derecho de suscripción entraña más peligro para los antiguos accionistas en la emisión de nuevas acciones, que en la emisión de nuevas obligaciones convertibles, pues el daño a su cuota de participación económica y política sólo se materializará para el antiguo accionista si finalmente los obligacionistas usan su facultad de convertir. Luego no se alcanza a comprender por qué puede dejarse en manos de los administradores la decisión cuando el riesgo es mayor y no cuando es menor.

De igual forma, es rechazable la libertad de fijación del tipo de emisión en conexión con la relación de conversión, con el único límite del valor nominal de las acciones en que se materializará la conversión, cuando se suprime la preferencia de los

antiguos accionistas en la emisión de obligaciones convertibles; al tiempo que se exige en el artículo 159.1.c) de la LSA la emisión a valor razonable, o tratándose de sociedades cotizadas, a un valor superior al neto contable, cuando se suprime este mismo derecho en sede de aumento de capital.

Estas y otras cuestiones que hemos mencionado deberían ser objeto de reflexión con vistas a la futura redacción de la Ley de sociedades de capital.

V. BIBLIOGRAFÍA

ALFARO ÁGUILA-REAL, J.: *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas, Madrid, 1995.

ALONSO ESPINOSA, F.J.: “*Régimen jurídico de la emisión de obligaciones (Comentario a los artículos 282 a 310 de la Ley de sociedades anónimas y al artículo 30 ter de la Ley 24/1988, del Mercado de valores)*”, *Monografías RMV*, núm. 3, La Ley, Madrid, 2008.

— “Notas a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de titulares de obligaciones convertibles en acciones”, *RdS* núm. 32 (2009-1), pp. 133-150.

ALONSO LEDESMA, C.: “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente”, AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991, pp. 29 y ss.

— *La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades anónimas*, McGraw-Hill, Madrid, 1995.

— “Aumento del capital. Derecho de asunción preferente de nuevas participaciones” en *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada* (dir. RODRÍGUEZ ARTIGAS y otros), t. II, McGraw-Hill, Madrid, 1996, pp. 789 y ss.

— “Disposición adicional novena: La reforma del régimen del derecho de suscripción preferente” en *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero* (coords. SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.) Aranzadi, Pamplona, 2003, pp. 709-732.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A.: “Modificación del capital social: aumento del capital” en *La Sociedad de Responsabilidad Limitada*, 2.ª ed., Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pp. 583 y ss.

CACHÓN BLANCO, J.E.: “Las obligaciones convertibles: régimen jurídico”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 8, diciembre (1990), pp. 105 y ss.

CUESTA RUTE, J.M.^a de la: “El aumento y reducción del capital social” *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Civitas, Madrid, 1987.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J.: “Las obligaciones convertibles en acciones ante la reforma del Derecho de sociedades”, *RDM*, núm. 185-186 (1987), pp. 263 y ss.

— “El derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles en los aumentos de capital. Consideraciones de derecho transitorio”, *La Ley*, vol. 4 (1991) pp. 1086 y ss.

— “Voz: Obligación convertible”, *Enciclopedia jurídica Básica*, vol. III, Civitas, Madrid, 1995, pp. 4513-4516.

IGLESIAS PRADA, J.L. y PAZ-ARES, C.: “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, *In Dret. Revista para el análisis del Derecho*, núm. 1 (2007), pp. 2 y ss.

LARA GONZÁLEZ, R.: “Artículo 158. Derecho de suscripción preferente”, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (dirs. URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA), t. VII, Modificación de estatutos en la sociedad anónima, aumento y reducción del capital, vol. 2.^o, El aumento del capital (artículos 151 a 162 de la Ley de sociedades Anónimas), Thomson Civitas, Cizur Menor, 2006, pp. 295-343.

LARGO GIL, R.: “La exclusión del derecho de suscripción preferente”, *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 1, Civitas, Madrid, 1994, pp. 603-700.

— “La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista (Situación después de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores)”, *RdS*, núm. 14 (2000-1), pp. 109-196.

MARTÍN ARESTI, P.: *La participación de los socios en los aumentos nominales de capital. Sobre el denominado Derecho de Asignación Gratuita*, Thomson-Aranza-di, Cizur Menor, 2006.

MARTÍNEZ NADAL, A.: *El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios de la sociedad anónima*, McGraw-Hill, Madrid, 1996.

MUÑOZ PÉREZ, A.F.: “La Segunda Directiva comunitaria sobre el capital de la sociedad anónima y el derecho de suscripción preferente en la LSA”, *RdS*, núm. 32 (2009-1), pp. 151-167.

PRADA GONZÁLEZ, J.M.^a de: “Problemas que plantea la nueva regulación de las obligaciones convertibles”, *AAMN*, t. XXX-1 (1991), pp. 375 y ss.

RETORTILLO ATIENZA, O.: “Aumento de capital mixto, en parte con cargo a reservas y en parte mediante nuevas aportaciones. (A propósito de la RDGRN de 4 de febrero de 2003 [RJ 2003, 2604])”, *RdS*, núm. 22 (2004-1), pp. 293 y ss.

ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.: “El aumento de capital de la sociedad de responsabilidad limitada” en *Tratando de la Sociedad Limitada* (coord. PAZ-ARES, C.), Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 1997, pp. 807 y ss.

RUIZ PERIS, J.I.: “Supuestos de no nacimiento del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital”, *DN*, núms. 45-46 (1994), pp. 5 y ss.

— “La suspensión del derecho de suscripción preferente de nuevas acciones”, *Cuadernos de la Revista de Derecho bancario y bursátil*, núm. 1, Edersa, 1995, pp. 7 y ss.

SALINAS ADELANTADO, C.: “Cambios en el derecho de suscripción preferente”, *La(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas* (coord. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.), Tecnos, Madrid, 2000, pp. 169-184.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Civitas, Madrid, 1973.

— “La acción y los derechos del accionista”, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (dirs. URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA), tomo IV, vol. 1.^o, Civitas, Madrid, 1994, pp. 197 a 246.

— *Sociedad anónima modelo 1998. reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*. Mc Graw-Hill, Madrid, 1999.

SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C.: “La acción como fundamento de la condición de socio y como conjunto de derechos”, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Trivium, Madrid, 1990, pp. 277 y ss.

SANZ GARCÍA, J.: “Emisión de obligaciones convertibles”, *RdS*, núm. 8 (1997), pp. 272 y ss.

SASTRE PAPIOL, S.: “El derecho de asunción preferente en la Ley de sociedades de responsabilidad limitada”, *Derecho de sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, McGraw Hill, Madrid, 2002, pp. 3559 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.: “Algunos problemas sobre la emisión de pagarés de empresa de obligaciones convertibles y de obligaciones hipotecarias”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* (1993), pp. 1351 y ss.

— “Las obligaciones convertibles en el Derecho español”, *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 2, Civitas, Madrid, 1994, pp. 1095 y ss.

— “Las obligaciones convertibles”, *RdS*, núm. 13 (1999-2) pp. 95-140.

TORRES ESCÁMEZ, S.: *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas (Estudios de la legislación mercantil y del mercado de valores)*, Civitas, Madrid, 1992.

VÁZQUEZ ALBERT, D.: “El derecho de suscripción preferente en Europa”, *RdS*, núm. 11 (1999), pp. 79 y ss.

VEGA PÉREZ, F.: “Aumento de capital con cargo a reserva”, *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 1, Civitas, Madrid, 1994, pp. 425 y ss.

VELASCO SAN PEDRO, L.: “El derecho de suscripción preferente”, *Derecho de sociedades anónimas*, t. III (Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones), vol. 1, Civitas, Madrid, 1994, pp. 517 y ss.

YANES YANES, P.: “Exclusión del derecho de suscripción y tutela del accionista”, *Cuadernos de la Revista de Derecho bancario y bursátil*, núm. 1, Edersa, 1995, pp. 93 y ss.

CRÓNICA

PRÁCTICA Y CRÍTICA DE LAS OBLIGACIONES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO RESPECTO DE SUS CLIENTES EN PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITAL

M.^a ISABEL HUERTA VIESCA

*Catedrática de Derecho mercantil E.U.
Universidad de Oviedo*

RESUMEN

El trabajo analiza el notable incremento de las obligaciones que se imponen a las entidades de crédito de identificación de sus clientes, que supone una alteración sustancial de las relaciones entre las entidades de crédito y su clientela y de la propia operativa de las primeras. También se analizan algunas de las dificultades de las entidades de crédito para cooperar activamente en la prevención o en la evitación del blanqueo de capitales.

Palabras clave: *Blanqueo de capitales, obligaciones de las entidades de crédito, identificación de los clientes, indagación de la actividad de los clientes, prevención o evitación del blanqueo de capitales.*

ABSTRACT

This paper refers to the remarkable increase of the obligations of credit institutions to the identification of customers, posed a substantial alteration of relations between credit institutions and their clientele and operational itself of the first. Also refers to some of the difficulties of credit institutions to cooperate actively in the prevention or avoidance of laundering of capital.

Key words: *Money-laundering, obligations of the credit institutions, identification of clients, investigation of the activity of the clients, prevention or avoidance of laundering of capital.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN. LAS ENTIDADES DE CRÉDITO COMO ENTIDADES OBLIGADAS A COOPERAR ACTIVAMENTE EN LA EVITACIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITAL.
- II. LA DIFÍCIL OBLIGACIÓN DE IDENTIFICAR A LOS CLIENTES
 1. ¿Quién es el cliente?
 2. Excepciones y reforzamiento a la obligación de identificación de la clientela.
 3. Determinación del momento de la identificación.
 4. El contenido de la obligación de identificar.
 5. Particularidades de la identificación del cliente en la banca electrónica.

- III. LA MÁS DIFÍCIL AÚN OBLIGACIÓN DE INDAGACIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LOS CLIENTES. OBLIGACIÓN DE CONOCIMIENTO.
 - IV. APRECIACIÓN CRÍTICA DE CONJUNTO.
-

I. INTRODUCCIÓN. LAS ENTIDADES DE CRÉDITO COMO ENTIDADES OBLIGADAS A COOPERAR ACTIVAMENTE EN LA EVITACIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES

Las entidades de crédito se pueden considerar ya clásicas destinatarias de las obligaciones impuestas por la cambiante legislación comunitaria y española en materia de prevención de blanqueo de capitales. Utilizo aquí el concepto legal de prevención de blanqueo de capitales, aunque a mi juicio sería mejor hablar de evitación de blanqueo de capitales, dado que la finalidad última de las medidas que voy a analizar es directamente no tanto la de prevenir cuanto la de evitar el blanqueo de capitales, con el objetivo último de evitar la comisión de los delitos que generan los capitales negros que luego los delincuentes pretenden blanquear⁽¹⁾.

Para determinar quiénes están sujetos a la obligación de cooperar en la evitación del blanqueo hay que estar actualmente a la aplicación del artículo 2.1.a) del Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, que aprueba el Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre de 1993, que establece determinadas medidas de prevención de blanqueo de capitales, en la redacción dada por el Real Decreto 54/2005, de 21 de enero, que lo modificó (en adelante, para abreviar, me referiré a la normativa actualmente vigente, texto de 1995 reformado en 2005, bajo el nombre genérico de Reglamento de blanqueo). Dicho precepto reglamentario enumera, como el primero de los sujetos obligados al cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Reglamento de blanqueo, a las entidades de crédito. Las entidades de crédito, además de identificarse por ser sujetos obligados clásicos y primeros de esta legislación, deben hacerlo también por englobarse dentro de los que se han denominado en la doctrina como sujetos obligados generales, por oposición a los especiales o especialísimos, entre los que se citan, por ejemplo, a los abogados, que además de no haber sido destinatarios originarios de esta normativa están sujetos a un régimen jurídico obligacional especial respecto del origi-

(1) Para tomar conciencia de la relevancia práctica de la prevención del blanqueo de capitales basta citar las estadísticas aportadas por el Servicio Ejecutivo de Prevención de Blanqueo de Capitales correspondientes a 2005, año en el que se realizaron 1.554 actuaciones y 17 inspecciones, se impusieron sanciones por importe de 5 millones de euros y se atendió a un total de 2.312 comunicaciones de operaciones sospechosas (vid. diario *Cinco Días*, 30 de marzo de 2006, consultado en su versión electrónica en www.cincodias.com).

nario previsto para las entidades de crédito, plasmado en particular en el artículo 16 del Reglamento de blanqueo⁽²⁾.

Mi objetivo en este breve trabajo es analizar, desde una perspectiva práctica y crítica, el notable incremento de las reglamentariamente denominadas obligaciones de identificación, que en 2005, con la antes citada Reforma del Reglamento de blanqueo, se impusieron a las entidades de crédito, y que supusieron, como ya lo ha entendido la doctrina especializada, el aspecto más importante de la reforma⁽³⁾, alterando de forma sustancial las relaciones entre las entidades de crédito y su clientela y la propia operativa de las primeras. Y es que resulta fácil comprender tal importancia, tanto desde la perspectiva de la propia entidad de crédito, por el esfuerzo que le supone cumplir el incremento de nuevas obligaciones, como desde la perspectiva de la clientela, que deberá ser aún más transparente para sus entidades de crédito. Fruto de esta reforma es que la información personal y económica que de sus clientes deben tener las entidades de crédito es mucho más completa⁽⁴⁾ y aún lo será más en el futuro próximo, a la vista especialmente de las denominadas medidas reforzadas de diligencia debida con respecto a determinados clientes que realicen operaciones que presenten un riesgo más elevado de blanqueo de capitales; estas últimas son las medidas reforzadas, susceptibles a su vez de refuerzo, contempladas en el artículo 12 de la Directiva 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de octubre de 2005, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo⁽⁵⁾ —nótese la expansión del objetivo de las medidas que aquí se analizan, dirigidas ya no sólo a impedir el blanqueo de capitales sino también la financiación del terrorismo, cuya transposición, conforme a su artículo 45, tiene como fecha límite el 15 de diciembre de 2007—, que muy resumidamente contemplan tres supuestos:

(2) Recojo la clasificación de sujetos obligados que hace MILANS DEL BOSCH Y JORDÁN DE URRIES, S.: “El abogado como sujeto obligado de la normativa sobre medidas preventivas del blanqueo de capitales y del secreto profesional”, *La Ley Penal*, núm. 20, octubre de 2005, http://authn.laley.net/re:penac/r20p_2005_es3.html.

(3) Así, ARRANZ PUMAR, G.: “Reforma del Reglamento de la Ley de prevención del blanqueo de capitales”, *DN*, núm. 174, marzo de 2005, p. 77.

(4) Ya antes de la reforma advertía ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del Mercado financiero*, 2.^a ed., Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2000, p. 349, al estudiar el secreto bancario, que las entidades financieras disponen de una completa información profesional y económica de sus clientes; en similar sentido, ÁLVAREZ-SALA WALTHER, J.: *El blanqueo de capitales y las profesiones jurídicas*, Consejo General del Notariado, Madrid, 2004, p. 47, a la hora de analizar el clásico análisis bancario del historial o *track record* de su clientela.

(5) Para una visión general, en primera aproximación, sobre esta nueva Directiva, vid. GOMÁRIZ, M. y CAGÜE, E.: “La nueva Directiva sobre blanqueo de capitales”, *E&J*, septiembre de 2005, pp. 17-19 y MILANS DEL BOSCH Y JORDÁN DE URRIES, S.: “El abogado...”, op. cit., este último sólo para destacar que la nueva Directiva incorpora nuevas y más precisas medidas en esta materia. En cuanto a la posibilidad de que los Estados miembros, en sus disposiciones de transposición, refuercen las medidas antiblanqueo y antifinanciación del terrorismo previstas en la propia Directiva, vid. el artículo 5 de la repetida Directiva 2005/60/CE.

- contratación con cliente que no está presente físicamente, en cuanto que situación que aumenta el incremento del riesgo de defectuosa identificación. En este caso, para compensar el citado incremento del riesgo, se habrán de exigir cumulativa o alternativamente documentos, datos o información adicionales de identificación del cliente o medidas complementarias de comprobación o certificación de los documentos facilitados para su identificación o una certificación de confirmación expedida por una entidad o institución sujeta a la Directiva 2005/60/CE, o, por último, que el primer pago de la operación se efectúe a través de una cuenta abierta a nombre del cliente en una entidad de crédito;
- relaciones de corresponsalía bancaria transfronteriza con entidades de crédito de otros Estados miembros o de terceros países⁽⁶⁾. En este supuesto se habrá de: reunir información suficiente sobre el banco cliente para comprender cabalmente la naturaleza de sus actividades y determinar, a partir de información de dominio público, la reputación de la entidad y su calidad de supervisión; evaluar los controles contra el blanqueo de capitales y de financiación del terrorismo de que disponga la entidad cliente; obtener autorización de la dirección antes de establecer nuevas relaciones de corresponsalía; documentar las responsabilidades respectivas de cada entidad; y con respecto a las cuentas de paso tener garantías de que la entidad de crédito cliente ha comprobado la identidad y aplicado en todo momento medidas de diligencia debida a los clientes que tienen acceso directo a cuentas del banco corresponsal y de que, a instancias de la entidad corresponsal, pueden facilitarse los datos de un cliente que sean necesarios a efectos de diligencia debida;
- contratación con personas políticamente expuestas o del medio político, entendiendo por tales aquellas personas que ocupen o hayan ocupado cargos públicos importantes, especialmente cuando procedan de países en los que esté extendida la corrupción⁽⁷⁾, incluyendo a sus familiares más próximos y a otras personas reconocidas como allegados⁽⁸⁾. En este último supuesto habrá que identificar si el cliente es una persona políticamente expuesta y entiendo que seguidamente obtener autorización de la dirección para establecer relaciones de negocio con dichos clientes y adoptar medidas razonables para determinar el origen de su patrimonio y de los fondos o exigir una supervisión permanente de la relación de negocios.

⁽⁶⁾ Sobre el concepto y significado de las relaciones de corresponsalía, vid. NOVAL PATO, J.: *Las transferencias bancarias indirectas. La actuación de Bancos intermediarios y sistemas de pagos en la tramitación*, Comares, Granada, 2002, pp. 137-138: “en virtud de ellos (los contratos de corresponsalía), los bancos se comprometen a prestarse mutuamente una serie de servicios, entre los que se incluye la ejecución de transferencias”, para concluir con la remisión de su regulación a la prevista para los contratos de mandato y comisión.

⁽⁷⁾ Vid. el considerando vigésimo cuarto de la Directiva 2005/60/CE.

⁽⁸⁾ Conforme también a la definición que de “personas del medio político” se aporta por el artículo 3.8 de la Directiva 2005/60/CE.

En fin, dejo a un lado el análisis de cuestiones más generales, algunas de ellas reformadas en 2005 y otras no, atinentes a la propia concepción del blanqueo de capitales y su vinculación con determinadas conductas delictivas⁽⁹⁾, así como a la importante obligación de comunicación, en cuya base está la obligación de identificación del cliente y de sus actividades⁽¹⁰⁾.

II. LA DIFÍCIL OBLIGACIÓN DE IDENTIFICAR A LOS CLIENTES

1. ¿Quién es el cliente?

Dando por supuesto el concepto de entidad de crédito a estos efectos, que debe ser el operativo en nuestro ordenamiento jurídico, comprensivo en este ámbito de Bancos, Cajas de Ahorros, Cooperativas de Crédito y entidades de dinero electrónico⁽¹¹⁾, en cuanto que intervinientes en operaciones de pasivo que son las que interesan a efectos de prevención de blanqueo, considero de interés estudiar con algo de detenimiento el objeto de la obligación de identificación, el cliente. Así y todo, un inciso a propósito de las entidades de dinero electrónico ya que su inclusión deriva también del artículo 1 de la Directiva 2001/97 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de diciembre de 2001, por la que se modifica la Directiva 91/308/CEE del Consejo, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales, que ya remitió la definición de las entidades de crédito al artículo 1.1 de la Directiva 2000/12/CE, posteriormente modificada por la Directiva 2000/28/CE, que ya incluye expresamente a las entidades de dinero electrónico; tal inclusión tiene relativa importancia práctica, en la medida en que si bien se considera que es tradición que el dinero electrónico no sea un vehículo ideal para su uso fraudulento al objeto de blanquear capital, también es cierto que su escaso importe es un obstáculo para que la cuantía blanqueada pueda ser relevante, a salvo de aquellos casos en que se combine con una tarjeta centralizadora utilizable de forma anónima⁽¹²⁾.

⁽⁹⁾ En general, en materia de blanqueo de capitales, es interesante la consulta del actualizado trabajo del Notario FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: "Blanqueo de capitales: especial consideración de las obligaciones de los profesionales y empresarios que intervienen en el sector inmobiliario", *LN*, segunda época, núm. 16, abril de 2005, pp. 137-176, al que también haré referencia seguidamente en el presente.

⁽¹⁰⁾ Con BLANCO CORDERO, I.: *Responsabilidad penal de los empleados de banca por el blanqueo de capitales (estudio particular de la omisión de la comunicación de las operaciones sospechosas de estar vinculadas al blanqueo de capitales)*, Comares, Granada, 1999, p. 34 y la doctrina que allí refiere.

⁽¹¹⁾ Sobre el concepto de entidad de crédito y sus clases, por ejemplo CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., en URÍA-MENÉNDEZ: *Curso de Derecho Mercantil*, tomo II, Civitas, Madrid, 2001; p. 481, TAPIA HERMIDA, A.J.: *Derecho bancario*, Cálamo, Barcelona, 2002, pp. 29-34 y BROSETA PONT, M. y MARTÍNEZ SANZ, F.: *Manual de Derecho Mercantil*, volumen II, undécima edición, Tecnos, Madrid, 2003, pp. 213-214. En este ámbito en concreto, vid. también PARMA HERRERA, J.M.: *Los delitos de blanqueo de capitales*, Edersa, Madrid, 2000, pp. 61-62.

⁽¹²⁾ En particular sobre este tema de la comisión de delitos amparada en el uso indebido del dinero electrónico, vid. PASTOR SEMPÉR, M.^a del C.: *Dinero electrónico*, Edersa, Madrid, 2003, pp. 221-224.

El artículo 3 del Reglamento de blanqueo lleva por título justamente el de “identificación de los clientes”, plasmación de lo que doctrinalmente se ha venido ya a denominar como aplicación del principio “conozca a su cliente”⁽¹³⁾, habiendo sido modificado en 2005 su apartado 4, y adicionados en esa misma reforma de 2005 sus apartados 5, 6 y 7.

Lo primero que llama la atención al abordar esta materia, en una norma reglamentaria como la que vengo a estudiar, es que no se define qué se entiende por cliente. El legislador reglamentario da por supuesta esa definición, cuando en aras de la necesaria seguridad jurídica, y máxime tratándose de una norma reglamentaria, debería haberse ocupado de aportar tal concepto. Pero el artículo 3.1 del Reglamento de blanqueo comienza por diferenciar los clientes en habituales o no⁽¹⁴⁾, olvidándose de definir qué se entiende por cliente. Ahora bien, tal diferencia entre clientes habituales o no permite entender, de mano, que el Reglamento no atiende sólo a quien mantiene relaciones duraderas con una entidad de crédito mediando algún vínculo contractual⁽¹⁵⁾.

Por tanto, es preciso integrar la laguna reglamentaria, pudiendo definir el cliente, sobre la base de los propios datos que indirectamente proporciona el mismo Reglamento de blanqueo, como toda aquella persona física o jurídica que entabla relaciones de negocio o efectúa cualesquiera operaciones con las entidades de crédito. Pero esa definición que se puede extraer del Reglamento de blanqueo no me convence, porque conforme a ella, por ejemplo, el arrendador de una oficina a una entidad bancaria podría ser calificado como cliente, cuando es obvio que no lo es. Por ello, considero que la definición de cliente a estos efectos debe alcanzarse al margen de los mimbres que proporciona el Reglamento de blanqueo, de modo que el cliente es toda persona física o jurídica que concierda con las entidades de crédito contratos integrados en el ámbito de las operaciones propias de ésta, esto es, operaciones bancarias, o lo que es lo mismo que concierda contratos bancarios⁽¹⁶⁾, independientemente, en principio, de

(13) Así, GONZÁLEZ-CUÉLLAR SERRANO, N.: “Blanqueo de capitales y secreto profesional del Abogado”, *AJA*, núm. 546-547, 2002, consultado en su versión electrónica en www.westlaw.es y COBO DEL ROSAL, M. y ZABALA GÓMEZ-LÓPEZ, C.: *Blanqueo de capitales. Abogados, procuradores y notarios, inversores, bancarios y empresas (Repercusión en las Leyes españolas de las nuevas Directivas de la Comunidad Europea)*, Cesej, Madrid, 2005, p. 24.

(14) En la doctrina, PARMA HERRERA, J.M.: *Los delitos...*, op. cit., p. 68, defendió el concepto “otras personas” frente al de “clientes no habituales”, que se empleaba en el artículo 3.1 de la Ley 19/1993.

(15) En este sentido, AZAUSTRE FERNÁNDEZ, M.^a J.: *El secreto bancario*, J.M. Bosch Editor, Barcelona, 2001, p. 37, nota 14, ya a la hora de analizar el artículo 3.1 de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, que establece determinadas medidas de persecución del blanqueo de capitales.

(16) Recuerdo el concepto de operaciones bancarias aportado por el maestro GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Contratos bancarios*, 2.^a ed., revisada, corregida y puesta al día por S. MOLL, Madrid, 1975, p. 28, “(...) desde un punto de vista jurídico, la operación bancaria se concibe como negocio jurídico, como contrato concluido por el Banco en el desenvolvimiento de su actividad profesional y para la consecución de sus propios fines económicos”, quien más adelante, loc. ult. cit., p. 31, coherentemente, sostiene, que “el contrato bancario es el esquema jurídico de la operación bancaria” o “la vestidura jurídica de la operación bancaria”.

cuál sea su posición en ellos y de que sea o no consumidor o usuario ⁽¹⁷⁾; es, así pues, el mismo cliente que, por ejemplo, es sujeto pasivo de la defensa frente a la entidad de crédito por el “Defensor del Cliente” ⁽¹⁸⁾.

Partiendo de la premisa subjetiva que acabo de sentar es preciso recordar que la obligación de identificación del cliente hace abstracción de que éste sea la primera vez que contrata con la entidad de crédito (nuevo cliente) o ya haya concertado anteriores contratos con ella (cliente habitual). A ambos debe identificar la entidad de crédito.

En otra dimensión, como se comprenderá mejor al analizar más adelante cuándo debe la entidad de crédito cumplir con su obligación de identificación, conviene tener en cuenta que aquí la noción de cliente comprende tanto el cliente en sentido estricto, esto es, el que concierta un contrato, como el cliente en sentido amplio, o cliente potencial que entabla relaciones precontractuales con la entidad de crédito aunque luego no llegue a concertar ningún contrato con ella ⁽¹⁹⁾.

2. Excepciones y reforzamiento a la obligación de identificación de la clientela

La siguiente cuestión que hay que delimitar es si la entidad de crédito siempre debe identificar a su cliente ⁽²⁰⁾. La respuesta que en este punto proporciona el Reglamento de blanqueo es negativa; así se desprende con claridad del inciso final de su artículo 3.1. Además, el artículo 4 del Reglamento de blanqueo enumera una serie de excepciones, propiamente dichas ⁽²¹⁾, a la obligación de identificar al cliente, una de naturaleza subjetiva, otras de índole objetiva y subjetiva a la vez ⁽²²⁾.

⁽¹⁷⁾ Sobre la diferencia entre el cliente bancario consumidor y no, por ejemplo BONET SÁNCHEZ, J.I.: “El contrato bancario”, *Contratos bancarios y parabancarios*, (dir. NIETO CAROL, U.), Lex Nova, Valladolid, 1998, p. 93.

⁽¹⁸⁾ Al respecto del Defensor del Cliente, por ejemplo, vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.: “La contratación bancaria y la protección de los consumidores. El defensor del cliente y el Servicio de Reclamaciones del Banco de España”, *Contratos bancarios*, R. GARCÍA VILLAYERDE (dir.), Civitas, Madrid, 1992, esp. pp. 958-959.

⁽¹⁹⁾ Tomo los conceptos de cliente en sentido estricto y de cliente potencial de FERRANDO VILLALBA, M.^a de L., *La información de las entidades de crédito. Estudio especial de los informes comerciales bancarios*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2000, p. 56.

⁽²⁰⁾ Para realizar un informe comercial sí que es requisito indispensable identificar al cliente, como en su momento ya destacó FERRANDO VILLALBA, M.^a de L.: *La información...*, op. cit., p. 192.

⁽²¹⁾ Según destaca FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: “Blanqueo de capitales...”, op. cit., p. 150, para diferenciar tales excepciones del régimen especial de identificación del cliente de Banca electrónica.

⁽²²⁾ Pese a ello la práctica bancaria que conozco extiende la obligación de identificación mediante sus manuales internos de actuación, en los que se prohíbe tajantemente la apertura de cuentas anónimas o con nombres ficticios, una previsión que la Directiva 2005/60/CE pasa a contemplar expresamente en su artículo 6, al disponer que “Los Estados miembros prohibirán a sus entidades de crédito...

Así, subjetivamente, quedan exceptuados de la obligación de ser identificados los clientes que sean instituciones financieras domiciliadas en el ámbito de la Unión Europea o en aquellos terceros Estados que, por establecer requisitos equivalentes a los de la legislación española, determine la Comisión de prevención de blanqueo de capitales e infracciones monetarias (artículo 4.1 del Reglamento de blanqueo). En este caso no hay obligación de identificar, sea tal institución financiera un cliente habitual o no de la entidad de crédito, así como con independencia del tipo de contrato bancario que concierte con la entidad de crédito, encontrándose justificada tal no necesidad de identificación en que dichas instituciones financieras están sujetas a un régimen de supervisión por parte de las autoridades monetarias⁽²³⁾.

Por otro lado, objetiva y subjetivamente, las entidades de crédito no tienen obligación de identificar a sus clientes cuando se den cumulativamente las siguientes circunstancias:

1. Que el cliente de que se trate sea no habitual, esto es, que se trate de un cliente esporádico⁽²⁴⁾. Luego a los clientes habituales hay obligación de identificarlos siempre, salvo en la excepción subjetiva antes referida. El problema práctico en este punto estriba en determinar qué se entiende por cliente habitual, ya que el Reglamento de blanqueo tampoco se ha preocupado de definirlo. Entiendo que la habitualidad debe definirse aquí en base a dos parámetros, el número de operaciones y la frecuencia de éstas. De esta forma, por ejemplo, entiendo que no podrá calificarse de cliente habitual aquel que tras haber concertado un contrato con una entidad de crédito (póngase por caso un depósito) y no haber operado más con ella o incluso cuando habiendo operado durante un tiempo después hubiese interrumpido sus operaciones, llega al cabo de varios años a la misma entidad de crédito a operar con dicho depósito o a concertar otra operación bancaria. Son, por tanto clientes habituales los que conciertan operaciones financieras con cierta permanencia, tales como mantenimiento, activo, añadido por

mantener cuentas anónimas, libretas de ahorro anónimas”, y es que como advirtió PARMA HERRERA, J.M.: *Los delitos...*, op. cit., p. 67, el anonimato siempre ha sido un clásico instrumento para facilitar el blanqueo. De hecho, no sólo se prohíbe el anonimato para el futuro sino que también se trata de poner coto al ya existente, pues el inciso final del referido artículo 6 de la Directiva 2005/60/CE, dice que “No obstante lo dispuesto en el artículo 9, apartado 8, los Estados miembros exigirán sin excepciones de ningún tipo que los titulares o beneficiarios de cuentas anónimas o libretas de ahorro anónimas queden sujetos cuanto antes a las medidas de diligencia debida con respecto al cliente y, en cualquier caso, antes de que se haga uso de dichas cuentas o libretas de ahorros”.

⁽²³⁾ En este sentido, ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *La prevención del blanqueo de capitales*, Aranzadi, Pamplona, 1998, p. 114, al tiempo que echaban en falta la previsión, que hoy ya sí se contiene en el Reglamento de blanqueo, relativa a la supresión de la obligación de identificar a las instituciones financieras domiciliadas en Estados no integrados en la Unión Europea pero que tienen sistemas iguales o más rigurosos que los de la Unión Europea en materia de prevención de blanqueo de capitales.

Cara al futuro es de referir la ampliación de posibles sujetos respecto de los que se podrá dispensar por los Estados miembros el cumplimiento de las medidas de prevención del blanqueo, que se contempla en el artículo 11.2 de la Directiva 2005/60/CE.

⁽²⁴⁾ Vid. la utilización doctrinal del concepto de cliente esporádico a estos efectos, por ejemplo en ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *La prevención...*, op. cit., p. 170.

mi parte, de cuentas o libretas, en tanto que son esporádicos los que realizan operaciones bancarias de forma aislada, tales como cambio de moneda, adquisición de medios de pago o realización de transferencia sin habitualidad⁽²⁵⁾.

2. Que el importe de la operación bancaria no supere los tres mil euros o su contravalor en divisas⁽²⁶⁾. Por tanto, se establece un límite cuantitativo que comprende hasta tres mil euros, incluida dicha cantidad. La obligación de identificación se exige a partir de tres mil un euros. Si se observa que el cliente fracciona las operaciones para evitar su identificación, se sumará el importe de todas las operaciones fraccionadas al objeto de determinar su importe global, como si fuese una sola operación, jugando en ese caso el límite de los tres mil euros sobre la suma del total de las operaciones fraccionadas.

3. Que la operación no consista en una transferencia. Todas las transferencias, abstracción hecha de cuál sea su importe, exigen la identificación del cliente⁽²⁷⁾.

4. Que no existan indicios de que las operaciones puedan estar relacionadas con el blanqueo de capitales. Esta última circunstancia ha llevado a que en la doctrina ya se haya recomendado que, para evitar las posibles graves responsabilidades previstas en el propio Reglamento de blanqueo⁽²⁸⁾, los sujetos obligados por este último asuman voluntariamente la obligación de identificación de su clientela en todas las operaciones⁽²⁹⁾. El coste de la asunción de esta recomendación en el caso de las entidades de crédito considero que es lo suficientemente importante, en función de la abundancia de operaciones pequeñas que la práctica bancaria muestra, como para entender que no será acogida por las entidades de crédito, guiadas en su actuación profesional por el fin de lucro y por una gestión diligente de sus órganos de administración que les debe decidir a no adoptar tan costosa medida de autoprotección. Por otro lado entiendo que tampoco va a ser tan fácil para la Administración determinar el que *a priori* concurran los antes citados indicios de incursión de las operaciones de los clientes en blanqueo de capitales.

(25) Sigo en este punto la disección entre clientes habituales y esporádicos que a efectos de prevención de blanqueo ya realizaron ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *La prevención...*, op. cit., p. 112.

(26) El artículo 7.b) de la Directiva 2005/60/CE contempla la obligación de identificación respecto de transacciones ocasionales por un valor igual o superior a quince mil euros.

(27) Destaca ARRANZ PUMAR, G.: "Reforma...", op. cit., p. 77, la dureza de esta medida, no prevista además en la normativa comunitaria transpuesta.

(28) Que podrían trascender incluso de él, si se admitiese la comisión de un delito imprudente de blanqueo de capitales; en contra de la admisión de este delito, *cfr.* COBO DEL ROSAL, M.: "El extravagante delito de blanqueo de capitales imprudente", *E&J*, septiembre de 2005, pp. 52-57 y MUÑOZ CUESTA, J.: "Blanqueo de capitales imprudente: una figura más que discutible. Comentario a la STS, Sala 2.^a, de 14 de septiembre de 2005 (*RJ* 2005, 7053)", *RJA*, núm. 28, 2006, pp. 15-19 y a favor MILANS DEL BOSCH Y JORDÁN DE URRIES, S.: "El abogado...", op. cit.

(29) Es la recomendación de FERNÁNDEZ LOZANO, J. L.: "Blanqueo de capitales...", op. cit., p. 151.

Por otro lado, se enumeran en las letras b), c) y d) del artículo 4.2 del Reglamento de blanqueo una serie de casos muy particulares en los que tampoco es precisa la identificación del cliente ⁽³⁰⁾:

- los planes de pensiones o contratos de seguro de vida suscritos en virtud de una relación de trabajo o de la actividad profesional del asegurado, siempre que no se contenga en tales contratos cláusula de rescate ni puedan servir de garantía para un préstamo. Son operaciones en las que se supone que ya se conoce el cliente, amén de que resultan no idóneas para blanquear ⁽³¹⁾, siendo, por el contrario, idóneas para el blanqueo cuando se constituyen en garantía de un préstamo, ya que la garantía se constituía con dinero procedente de un delito y luego lo que hacía el blanqueador era invertir el dinero del préstamo, no pagar y hacer que la entidad de crédito se quedase con la garantía, con lo que había convertido el dinero procedente del delito en una inversión blanca fruto de la inversión realizada con el capital prestado ⁽³²⁾;
- los contratos de seguros de vida y complementarios cuando el importe de la prima o de las primas periódicas a pagar no exceda de 1.000 euros anuales o cuando no exceda de 2.500 euros si se tratase de una prima única, así como los planes de pensiones individuales en los que la aportación anual no supere los 1.000 euros. Nuevamente se trata de operaciones de escasa cuantía y en las que lo normal es el conocimiento previo del cliente, de modo que resultan manifiestamente no idóneas para blanquear ⁽³³⁾;
- y, por último, los seguros de vida, complementarios y planes de pensiones en los que se haya establecido que el importe de sus contraprestaciones deba ser adeudado en la cuenta abierta a nombre del cliente en una entidad de crédito sujeta a la obligación de identificar al cliente conforme al artículo 3 del Reglamento de blanqueo. Justamente la apertura de dicha cuenta ya ha permitido la identificación del cliente, por lo que no tiene sentido exigir una identificación adicional que nada añadiría, salvo nuevos costes ⁽³⁴⁾.

⁽³⁰⁾ Coinciden con los previstos en el artículo 11.3 de la Directiva 2005/60/CE, salvo en la adición que este último realiza, en su apartado d), al dinero electrónico, conforme al artículo 1 de la Directiva 2000/46/CE, condicionado a que: si el soporte electrónico no puede ser recargado su importe máximo no exceda de 150 euros; y si el soporte electrónico puede ser recargado, el importe total disponible en un año natural esté limitado a 2.500 euros, a menos que el portador solicite el reembolso de una cantidad igual o superior a 1.000 euros en el curso de ese mismo año natural.

⁽³¹⁾ Vid. ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *La prevención...*, op. cit., p. 172 y de nuevo los mismos ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *Manual de prevención del blanqueo de capitales*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2007, p. 188.

⁽³²⁾ PARMA HERRERA, J.M., *Los delitos...*, op. cit., pp. 76-77.

⁽³³⁾ ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *La prevención...*, op. cit., p. 172.

⁽³⁴⁾ ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *La prevención...*, op. cit., p. 172 y de nuevo los mismos ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *Manual...*, op. cit., p. 188.

Por último, hay que destacar que el artículo 3.5 del Reglamento de blanqueo enumera una serie de operaciones bancarias en las que obliga a aplicar medidas adicionales de identificación y conocimiento del cliente. Tales operaciones se enumeran de forma abierta, para incluir: banca privada, banca de corresponsales, banca a distancia, cambio de moneda, transferencia de fondos con el exterior (donde es de especial relevancia la actuación de las remesadoras al exterior, uno de los sectores más sensibles al blanqueo de capitales) o cualesquiera otras que determine la Comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias.

Esta última regulación resulta, a mi juicio, muy oscura. Si el propio Reglamento obliga a identificar al cliente no entiendo que pueda haber una especie de mayor identificación frente a otra especie de identificación a medias; o se le identifica o no se le identifica. Por ello no entiendo cuáles pueden ser esas no concretadas medidas adicionales de identificación.

3. Determinación del momento de la identificación

El artículo 3.1 del Reglamento de blanqueo dispone que la identificación de los clientes debe hacerse en el momento de entablar las relaciones de negocio⁽³⁵⁾ o de efectuar cualesquiera operaciones.

A mi juicio la obligación de identificación opera materialmente con carácter previo a la concertación del contrato con la entidad de crédito, al objeto de que en el momento que se concierte el cliente ya esté debidamente identificado. Esto es, la entidad de crédito debe primero identificar y luego, en su caso, contratar. Y es que considero que la expresión reglamentaria “entablar relaciones de negocio”, una expresión que no es técnica en términos jurídicos, comprende las relaciones precontractuales dirigidas a la concertación del contrato bancario⁽³⁶⁾, de modo que comparto la afirmación doctrinal de que la relación financiera comienza con la identificación del cliente, que en ese momento ya existe como tal, y de su situación económica⁽³⁷⁾, matizando esta última afirmación en el sentido de que hoy no es ya que la relación

(35) Establecer relación de negocios, pasa a decir el artículo 7.a) de la Directiva 2005/60/CE.

(36) Por este motivo no veo la diferencia que parece apreciar FERNÁNDEZ LOZANO, J.L., “Blanqueo de capitales...”, op. cit., p. 149, esp. nota 46, entre la legislación vigente en España y la Proposición de Tercera Directiva Comunitaria del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y la prevención del terrorismo, al hacer hincapié en que ésta exige el cumplimiento de “la obligación de identificación del cliente ANTES de que se establezca una relación de negocios o se realice una transacción”.

(37) ARRANZ PUMAR, G.: “Reforma...”, op. cit., p. 349 y ya anteriormente GUILLÉN FERRER, M.³J.: *El secreto bancario y sus límites legales*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1996, p. 99, al reconocer la existencia de responsabilidad extracontractual de la entidad bancaria por infracción del deber de secreto profesional respecto de su cliente en el marco de la relación jurídica precontractual, con ocasión de los tratos o negociaciones preliminares que no desembocan finalmente en la concertación de un contrato, y FERRANDO VILLALBA, M.³ de L.: *La información...*, op. cit., pp. 58-62, al referirse a esa información precontractual de la que dispone la entidad de crédito respecto de su cliente potencial como posible objeto de los informes comerciales de las citadas entidades.

financiera comience con esa identificación sino que, en la mayoría de las ocasiones como se analiza en este trabajo, debe comenzar con tal identificación, ya convertida en obligación.

Así pues, lo que históricamente vino interesando a la entidad de crédito por cuestiones de riesgo (conocer a su cliente por motivos de dotarse de una cobertura adecuada de riesgos, principalmente) hoy se ha convertido en un deber por cuestiones de interés público. Este dato objetivo no debe ser dejado de lado por las entidades de crédito, las cuales, al objeto de reducir costes, bien pueden servirse de sus análisis de solvencia de sus clientes en las operaciones de activo para proyectarlo sobre su identificación en las operaciones de pasivo.

De hecho, considero que, por ejemplo, cuando el cliente es una persona jurídica el momento ideal para su identificación es el de la realización del clásico “bastanteo” de poderes de sus representantes.

Cara al futuro inmediato, simplemente apuntar que el artículo 9 de la Directiva 2005/60/CE tiende, en parte, a potenciar esa identificación previa del cliente, pues en su apartado 1 previene que los Estados miembros deban exigir la comprobación de la identidad del cliente y del titular real “antes de que se establezca una relación de negocios o de que se realice una transacción”. Ahora bien, tal regla general contempla las siguientes excepciones:

- que tales identificaciones concluyan en el momento de establecerse una relación de negocios, si ello es imprescindible para no interrumpir el desarrollo normal de la operación y el riesgo de blanqueo o de financiación del terrorismo es escaso;
- que se trate de aperturas de cuentas bancarias en las que se garantice que ni el cliente ni ninguna otra persona en su nombre van a poder efectuar operaciones antes de que se haya completado la identificación.

4. El contenido de la obligación de identificar

El cómo se ha de identificar al cliente se estructura en atención a que el mismo sea una persona física o una persona jurídica, si bien en ambos casos es preciso destacar, de antemano, que se trata de un régimen de identificación documental, esto es, basado en el análisis de documentos que, además, la entidad de crédito habrá de conservar durante el plazo de seis años, computados conforme establece el artículo 6 del Reglamento de blanqueo. Es importante, por tanto, que se conecten los artículos 3.2 y 6 del Reglamento de blanqueo, ya que la comprobación documental y la conservación de las

copias⁽³⁸⁾ de los documentos comprobados que sirvieron para identificar al cliente son los dos instrumentos que permiten asegurar la prueba del cumplimiento de sus obligaciones de identificación por parte de la entidad de crédito⁽³⁹⁾.

El cliente persona física se identifica, conforme al artículo 3.2 del Reglamento de blanqueo, según su nacionalidad: a través de su Documento Nacional de Identidad (en el futuro debe entenderse que también a través del DNI electrónico), cuando se trate de nacionales españoles; mediante la aportación de su permiso de residencia, número de identificación de extranjeros, pasaporte o documento de identificación válido en el país de procedencia que incorpore fotografía de su titular, cuando se trate de extranjeros, amén de mediante la aportación del NIF o del NIE, si se trata de extranjeros. Es decisiva, por tanto, una identificación visual del cliente, comprobando que su identidad física corresponde con la fotografía de los documentos que se acaban de referir. Por tanto, el personal de la oficina de la entidad de crédito deberá cuidar tanto de comprobar que el documento de identificación no es falso, como en particular de que su fotografía no ha sido alterada así como, por último, de que la persona de la fotografía es la persona que va a ser cliente de la entidad bancaria; no sólo en este ámbito concreto sino en el general de la prevención del blanqueo es de resaltar la importancia que tiene la actuación del personal de las entidades de crédito, y de ahí el que estime muy oportuno que lo antes posible se desarrolle en España la previsión contenida en el artículo 27 de la Directiva 2005/50/CE, a propósito de la adopción por parte de los Estados miembros de todas las medidas apropiadas dirigidas a proteger a dicho personal frente a toda amenaza o acción hostil, debiendo incluirse en este último ámbito, a mi juicio, las discriminaciones o los acosos laborales. Por último, en cuanto al cliente persona física, si éste mismo actúa a través de apoderado se deben acreditar los poderes de la persona que actúe en su nombre, esto es, se deben bastantear esos poderes, adicionalmente, entiendo, a la identificación del cliente ya antes exigida.

Los clientes personas jurídicas se deben identificar a través del documento fehaciente acreditativo de su denominación, forma jurídica, domicilio y objeto social, debiendo asimismo acreditarse los poderes de las personas que actúen en su nombre y debiendo entenderse que habrán de aportar también su NIF (artículo 3.3 del Reglamento de blanqueo). En este punto entiendo que el cliente persona jurídica deberá aportar originales de las escrituras públicas de constitución o, en su caso, de los documentos privados, en los que consten los datos antes referidos. En el caso de las personas jurídicas inscritas en Registros públicos, considero que es bastante la aportación de las certificaciones extendidas por los correspondientes Registros acreditativas de dichas circunstancias.

(38) Vid. FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: "Blanqueo de capitales...", op. cit., p. 153, donde destaca la diferencia entre la conservación de los documentos de identificación del cliente y la conservación de los documentos con fuerza probatoria, esto es, originales, que acreditan las relaciones con los clientes y la realización de operaciones.

(39) Vid. BLANCO CORDERO, I.: *Responsabilidad penal...*, op. cit., p. 86.

Tanto si se trata de personas físicas como si se trata de personas jurídicas, el artículo 3.4 del Reglamento de blanqueo exige que la identificación alcance a las personas por cuenta de las que actúen sus aparentes clientes⁽⁴⁰⁾, siempre que, lógicamente, haya indicios o certeza de que se produce tal actuación por cuenta de otro. Son los casos típicos de actuación de testaferros, prestanombres u hombres de paja, empleados como personas interpuestas para blanquear⁽⁴¹⁾, respecto de los que debe entenderse que las entidades de crédito han de actuar con diligencia profesional al objeto de determinar su existencia para así actuar en consecuencia identificando al cliente oculto pero, en el fondo, real o efectivo de la entidad de crédito. Las entidades de crédito deben, por tanto, proceder a una identificación material o de fondo que les lleve a conocer a su verdadero cliente⁽⁴²⁾. Se trata, evidentemente, de una situación que es especialmente complicada para las entidades de crédito dado que los testaferros no acuden a ellas haciéndoles saber tal condición, de modo que lo más normal será que tales entidades hayan de actuar apoyadas en indicios, tales como, por ejemplo, la realización de ingresos en cuentas propias de transferencias procedentes de terceros, siendo, claramente, más compleja la posible identificación de las personas por cuenta de las que se actúe en aquellos casos en los que se realicen ingresos en efectivo⁽⁴³⁾.

Una novedad importante en este punto del contenido de la identificación de la clientela, introducida por la reforma de 2005, es la exigencia que ahora contiene el artículo 3.4.2 del Reglamento de blanqueo, relativa a la necesidad de adoptar “medidas razonables” para determinar la estructura accionarial⁽⁴⁴⁾ o de control de los clientes personas jurídicas.

Una primera cuestión a destacar de esta nueva previsión reglamentaria es que en este punto el Reglamento de blanqueo no exige que tal determinación deba ser necesariamente documental. Y es que el artículo 3.4.2 del Reglamento de blanqueo, al regular concretamente esta nueva obligación, no impone la aportación de documentos por parte del cliente, mientras que luego el artículo 6 del mismo texto reglamentario, al regular el deber de conservación de documentos, al no haber sido reformado en 2005 cuando se introdujo la previsión del artículo 3.4.2 reglamentario antes mencionado, no hace mención a que hayan de conservarse documentos exigidos para la determinación de la estructura accionarial o de control del cliente persona jurídica.

Hecha esta aclaración, una primera crítica que me sugiere el citado precepto reglamentario es la de su ubicación sistemática. Recuerdo que el artículo 3.3 del Re-

(40) Es la persona que, conforme al artículo 3.6 de la Directiva 2005/50/CE, se viene a denominar “titular real”.

(41) ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *La prevención...*, op. cit., p. 171.

(42) En similar sentido, a propósito de la actuación exigida a los Notarios, ÁLVAREZ-SALA WALTHER, J.: *El blanqueo...*, op. cit., p. 47.

(43) Como bien razona FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: “Blanqueo de capitales...”, op. cit., pp. 149-150, a la hora de analizar la prevención del blanqueo en el mercado inmobiliario.

(44) O estructura de propiedad como dice el artículo 8.1.b) de la Directiva 2005/60/CE.

glamento de blanqueo está dedicado a la identificación de las personas jurídicas, tras haber dedicado el artículo 3.2 a la identificación de las personas físicas y dedicando el primer párrafo del artículo 3.4 a la identificación de los clientes reales ocultos, sean personas físicas o jurídicas. Por ello entiendo que lo lógico sería haber ubicado el párrafo segundo del artículo 3.4 en un párrafo tercero del artículo 3.3. De hecho, la deficiente ubicación del precepto que ahora analizo puede incluso llevar a plantear la duda acerca de si su ámbito de aplicación debiera quedar reducido a los supuestos en que las personas jurídicas sean testaferros de sus accionistas o socios de control, o lo que es lo mismo si pudiera aplicarse esta exigencia sólo en los casos de proyección de una especie de doctrina del levantamiento del velo en este concreto ámbito. Es, en todo caso, una posibilidad interpretativa que descarto, porque considero que el hecho de que exista un punto y aparte que separa los dos párrafos del artículo 3.4 del Reglamento de blanqueo permite concluir que se trata de previsiones reglamentarias independientes entre sí, de modo que el segundo párrafo ni es continuación ni depende del primero.

Por otro lado, se trata de un nuevo deber de información que es preciso analizar con detalle por causa de la complejidad e inconcreción con el que ha venido a ser plasmado por el legislador. Así, el medio de investigación queda reglamentariamente indeterminado, ya que el Reglamento de blanqueo se limita a referirse a la adopción de “medidas razonables”, sin concretar cuáles son. Entiendo que la razonabilidad de las medidas debe venir dada en función de su objetivo, de modo que debe tratarse de medidas que tiendan a obtener el conocimiento antes referido. Por tanto, considero que la razonabilidad no viene dada en función de la sospecha de blanqueo⁽⁴⁵⁾, sino en función de su objeto.

Ante la falta de claridad y detalle de una norma que, para mayor escarnio, es reglamentaria, es preciso apuntar de qué instrumentos de información entiendo podrá valerse la entidad de crédito. En este punto se hace patente, a mi juicio, la incongruencia en la que concurre la Administración, al hacer descargar sobre las entidades de crédito en este caso una función en la que la propia Administración podría colaborar mucho más. Y es que aquí se está ante uno de los problemas que plantea la actual falta de constancia en los registros públicos de la composición de las personas jurídicas, especialmente en aquellos casos en los que dichas personas jurídicas son sujetos de inscripción obligatoria en tales registros. Es evidente que, por ejemplo, respecto de una sociedad cotizada no se puede exigir la constante actualización de sus accionistas, pero es que las sociedades cotizadas no son precisamente las destinatarias de estas normas. Por ello, defiendo que se recupere la inscripción obligatoria de las transmisiones de acciones y participaciones en el Registro Mercantil, como requisito constitutivo de tales transmisiones. Con ello se lograría un útil instrumento público para la identificación de las estructuras accionariales (mejor sería que el Reglamento hubiera dicho en este punto societarias, al objeto de contemplar las acciones y participaciones sociales), a salvo de las titularidades fiduciarias de acciones y participaciones sociales. Y es

⁽⁴⁵⁾ Posición que, entiendo, defiende FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: “Blanqueo de capitales...”, op. cit., p. 150.

que, hoy por hoy, la comprobación registral de la estructura accionarial de una sociedad sólo tendrá utilidad como mucho en el momento de su constitución.

Como en la actualidad falta la citada inscripción obligatoria en el Registro Mercantil de las transmisiones de acciones y participaciones sociales entiendo que la información que pueda ser facilitada por el Registro Mercantil carece de relevancia a estos efectos. De esta forma, considero que el instrumento del que deben valerse las entidades de crédito deberá ser bien la aportación de una certificación del órgano de administración o de representación de la persona jurídica en la que se haga constar la composición de la persona jurídica, acompañada, si existiera, de las escrituras públicas de transmisión de las participaciones en dicha persona jurídica, o bien, en determinados casos de sociedades de capital, mediante la aportación del Libro registro de accionistas o de socios debidamente legalizado y actualizado.

Un problema adicional se presenta por causa de que la referida estructura accionarial o de control es algo mutable, a diferencia de lo que es la identidad de una persona física o de una persona jurídica. A causa de esa mutabilidad y dado que una persona jurídica puede estar constantemente operando con una entidad de crédito en múltiples operaciones bancarias, la cuestión que deja sin resolver el Reglamento de blanqueo es si tal determinación de su estructura accionarial o de control será suficiente con que se haya efectuado la primera vez que se entabló la primera relación de clientela⁽⁴⁶⁾, o si será preciso determinarla cada vez que se concierte una nueva operación o si habrá que revisar tal composición periódicamente⁽⁴⁷⁾. Con la reglamentación ahora vigente considero que la respuesta debe proporcionarse sobre la base de una lectura integrada del artículo 3.4.2 del Reglamento de blanqueo con el artículo 3.3 del mismo texto reglamentario y sistemática en relación con el artículo 3.1, lo que conduce a exigir tal determinación siempre que se entablen relaciones de negocio o se efectúen cualesquiera operaciones. La solución entiendo que no resulta del todo razonable, pero no hay que olvidar que lo que el Reglamento de blanqueo exige es que sean razonables las medidas de comprobación, no el propio hecho de que sea o no necesario adoptar las citadas medidas; esto es, el Reglamento de blanqueo no exige que se determine la estructura accionarial o de control de los clientes personas jurídicas cuando sea razonable sino que sean razonables las medidas establecidas y ejecutadas por la entidad de crédito a tal fin.

(46) De naturaleza contractual para VICENT CHULIÀ, F.: *Compendio crítico de Derecho mercantil*, tomo II, 3.^a edición, José M.^a Bosch, Editor, Barcelona, 1990, p. 429; también FERNÁNDEZ COSTALES, J.: “Aspectos de la responsabilidad del banquero por las informaciones a los clientes y de los clientes”, *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, tomo III, Contratos mercantiles, Derecho concursal y Derecho de la navegación, J.L. IGLESIAS PRADA (coord.), Civitas, Madrid, 1996, p. 3228.

(47) Anteriormente, sobre la posibilidad de imposición periódica de deberes a las entidades de crédito en relación con el blanqueo de capitales, BLANCO CORDERO, I.: *Responsabilidad penal...* op. cit., p. 37.

La situación es realmente complicada en términos prácticos y de ahí que defienda que en caso de los clientes habituales que sean personas jurídicas la determinación de la estructura accionarial o de control se establezca con carácter periódico.

Por último, tampoco queda claro el ámbito subjetivo de los clientes respecto de los que la entidad de crédito debe proceder a esta identificación. Recuerdo que el Reglamento de blanqueo utiliza aquí dos conceptos:

- estructura accionarial;
- y estructura de control.

Por lo que respecta a la expresión “estructura accionarial”, ésta debe entenderse referida no sólo a las personas jurídicas cuyo capital social esté representado por acciones en sentido estricto (S.A. y S.A.L. en concreto), sino también a aquellas cuyo capital social esté representado por participaciones (S.R.L., S.L.N.E.).

Por otra parte, la expresión “estructura de control” implica ampliar el abanico de personas jurídicas a las que se extiende la obligación de identificación. Así, hay que entender comprendidas al resto de sociedades civiles y mercantiles⁽⁴⁸⁾, así como a las fundaciones y asociaciones, que también son objeto de control y que, en determinados casos, también pueden entenderse instrumentos de blanqueo de capitales. Por último, entiendo que también debe comprobarse la estructura de control de las comunidades de bienes.

Ahora bien, ¿qué es la estructura de control? A primera vista podría parecer que lo único que habría que identificar es quién controla a la persona jurídica, lo que si se proyectase además sobre la estructura accionarial podría llevar a entender que sólo hay que identificar a los socios o accionistas de control de la entidad, concepto que tampoco se define en el Reglamento y que engendraría además el problema de dotar de contenido a tal concepto al objeto de integrarlo o, en su caso, diferenciarlo, del de socios o accionistas significativos.

Estos problemas que acabo de referir se solucionan en gran medida si se considera que, en realidad, la estructura de control es lo que el artículo 8.1.b) de la Directiva 2005/50/CE, como antes he anticipado, denomina estructura de propiedad. De esta forma, lo que hay es que identificar a todos los integrantes de la persona jurídica que contrata con la entidad de crédito.

Queda por plantear, por último, una duda adicional que no encuentra tampoco solución expresa en el Reglamento de blanqueo. Se trata del supuesto de personas jurídicas integrantes de otras personas jurídicas. En ese caso la cuestión que dejo planteada es si la obligación de identificación abarca a la estructura accionarial, de control o de propiedad de la persona jurídica integrada en la estructura de la persona

⁽⁴⁸⁾ De esta forma se evita además hacer que las entidades de crédito deban delimitar una cuestión tan debatida en la doctrina científica y en la jurisprudencia como es la del deslinde entre sociedades civiles y sociedades mercantiles, así como en la referente a la existencia o no de sociedades civiles con objeto mercantil.

jurídica cliente. Nótese la relevancia de la cuestión porque cabe la posibilidad de que se encadenase la integración de unas personas jurídicas en otras con lo que la identificación se complica. A mi juicio, desde una perspectiva de una mayor seguridad en la prevención del blanqueo, lo ideal es que la identificación se prolongue en la cadena hasta conocer la identidad de las personas físicas que están en el fondo, a través de personas jurídicas interpuestas, detrás de la persona jurídica cliente, aunque es cierto que tal previsión entiendo que debería contenerse de forma expresa y ello tras la previa ponderación de los costes que tal actuación supondrá sin duda para las entidades de crédito. Hoy por hoy, y a la vista de la normativa reglamentaria vigente, entiendo que la identificación de la estructura accionarial, de control o de propiedad de la persona jurídica cliente debe detenerse en sus directos integrantes.

5. Particularidades de la identificación del cliente en la banca electrónica

El creciente desarrollo de la contratación electrónica en general, proyectado en este caso en particular sobre la banca electrónica, donde se debe incluir la realización de operaciones bancarias a través de medios telefónicos, electrónicos y telemáticos, llevó a la necesidad de establecer un régimen especial de identificación del cliente en este sector particular de la contratación en el que no existe contacto visual directo entre la entidad de crédito y su cliente, situación fáctica que motiva la existencia de especiales problemas de identificación⁽⁴⁹⁾.

A tal efecto, el artículo 3.7 del Reglamento de blanqueo, introducido en 2005, estableció un régimen particular de identificación del cliente que no está físicamente presente y con el que se contrata a través de medios electrónicos, que se caracteriza porque:

1. El cliente debe identificarse de conformidad con la legislación en materia de firma electrónica, esto es, debe emplear su firma electrónica.
2. O el primer ingreso debe proceder de una cuenta a nombre del mismo cliente abierta en España o en países o territorios que no sean de los designados a estos efectos por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda.
3. Las dos identificaciones precedentes son sólo provisionales⁽⁵⁰⁾, pues sólo tienen vigencia por un plazo máximo de un mes. Y es que en ambos casos enumerados bajo los números 1 y 2 anteriores, en el plazo de un mes desde el establecimiento de la relación contractual con la entidad de crédito ésta sigue teniendo la obligación de obtener de su cliente electrónico la documentación de identificación descrita en los apartados 2 y 3 del artículo 3 del Reglamento de blanqueo, a cuyo análisis precedente me remito.
4. Por último, hay una excepción a lo hasta ahora expuesto en materia de identificación de clientela en banca electrónica, que se refiere a aquellos supuestos en los

⁽⁴⁹⁾ Problemas que ya destacaron en su momento ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *La prevención...*, op. cit., p. 168.

⁽⁵⁰⁾ Con ARRANZ PUMAR, G.: “Reforma...”, op. cit., p. 77.

que la entidad de crédito aprecie discrepancias entre los datos facilitados por el cliente al objeto de su identificación y otra información que sea accesible o esté en poder de la entidad de crédito. Es de reseñar la delicada situación en la que se sitúa de nuevo a las entidades de crédito porque no sólo deben contrastar la información que le facilita su cliente electrónico con la información que obre en poder de la propia entidad, sino también con la información que le resulte accesible a dicha entidad, lo que, a mi juicio, comprende aquella información que pueda encontrarse en registros públicos o incluso en registros particulares que aun no siendo exclusivos de la entidad de crédito sí le resulten accesibles. Pues bien, en este caso, las entidades de crédito están obligadas a llevar a cabo la identificación ordinaria prevista en los apartados 1, 2 y 3 del Reglamento de blanqueo, aunque se haya efectuado la previa identificación conforme a lo que hasta ahora se ha expuesto como especialidad respecto de la banca electrónica. Ello supone que en estos casos las dos modalidades de identificación especial referidas bajo los números 1 y 2 precedentes ni siquiera tienen la vigencia provisional mensual antes apuntada, debiendo proceder la entidad de crédito de forma inmediata a la identificación personal y directa del cliente.

III. LA MÁS DIFÍCIL AÚN OBLIGACIÓN DE INDAGACIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LOS CLIENTES. OBLIGACIÓN DE CONOCIMIENTO

El nuevo artículo 3.5 del Reglamento de blanqueo añadió la obligación de que la entidad de crédito haya de conocer, y para ello previamente indagar y comprobar⁽⁵¹⁾, la naturaleza de las actividades profesionales o empresariales de sus clientes; es la que en el título del apartado de este trabajo vengo a identificar como “obligación de conocimiento”. Por ello entiendo que hubiera sido más acorde con el contenido íntegro del precepto que en la reforma de 2005 se hubiera aprovechado para modificar el título del artículo 3 del Reglamento del blanqueo, al objeto de que éste ya no sólo dijese “Identificación de los clientes” sino que dijese “Identificación, indagación, conocimiento y comprobación de la actividad profesional o empresarial de los clientes”.

Con esta nueva obligación que debe ser atendida, entre otros, por las entidades de crédito, se trata, por tanto, de determinar el origen de los ingresos del cliente⁽⁵²⁾, al objeto, a su vez, de eliminar la posibilidad de que tales ingresos tengan origen delictivo, añadido por mi parte. En el futuro este deber se completará con otro, aún más complejo a mi juicio, que es el de informarse sobre el propósito e índole prevista en la relación contractual con ese cliente, que viene a ser contemplada en el artículo 8.1.c) de la Directiva 2005/50/CE; este nuevo deber exigirá, a mi juicio, introducir cláusulas específicas de objetivo del contrato o de la operación bancaria, de modo que el cliente

(51) Indagación que viene presupuesta por el Reglamento de blanqueo, habiendo sido en la doctrina FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: “Blanqueo de capitales...”, op. cit., p. 151, el que ya apreció su existencia, como paso previo al conocimiento, ya que para conocer primero hay que indagar y luego comprobar si lo averiguado se corresponde con la realidad.

(52) Con FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: “Blanqueo de capitales...”, op. cit., p. 151.

las haya de rellenar bien en el propio contrato o bien en los formularios previos de propuesta de la operación. Un apunte más respecto de este deber de futuro es que hago notar que la Directiva sólo hace referencia en este caso a un deber de obtención de información, sin exigir, complementariamente, la comprobación de la veracidad de la información obtenida.

No todos los clientes de las entidades de crédito habrán de ser objeto de esta indagación. Sólo los clientes que sean profesionales o empresarios están sujetos a este deber, de modo que respecto de los consumidores o usuarios nada habrá que indagar. Entiendo que cuando aquí el Reglamento se refiere a empresarios lo hace en un sentido amplio, no jurídico-mercantil, de modo que se comprende no sólo a los empresarios comerciantes en el sentido del clásico debate sobre la condición de empresario en el Derecho mercantil, de manera que también, por ejemplo, agricultores, ganaderos o artesanos quedan incluidos en este ámbito de sujetos cuya actividad es objeto de indagación por parte de las entidades de crédito.

Es preciso plantearse también si respecto de algún cliente que sea empresario o profesional queda exonerada la entidad de crédito de cumplir con la obligación de identificar su actividad empresarial o profesional, al igual que ocurría, según antes se ha visto en este mismo trabajo, a propósito de la obligación de identificación personal. Encuentro que en la doctrina ya se ha defendido que concurren en este caso los mismos supuestos de excepción que antes he analizado a propósito de la señalada obligación de identificación. Es una interpretación que se apoya en que el título del artículo 3 del Reglamento de blanqueo es el de identificación de los clientes y como dicha obligación se exceptiona en determinados casos en el artículo 3.1, tales excepciones operan también respecto de la obligación impuesta en el artículo 3.5⁽⁵³⁾. No comparto esta interpretación. Considero que estamos, en el fondo, antes dos obligaciones diferentes (de identificación del cliente, de un lado, y de averiguación y comprobación de la actividad a que se dedica, de otro, sólo cuando se dedique a una actividad empresarial o profesional) que están sujetas a un régimen jurídico diferente y que no están directamente ligadas entre sí. De hecho, el legislador así lo ha querido porque en 2005 incorporó un nuevo párrafo 5 al artículo 3 del Reglamento de blanqueo sin que, al propio tiempo, vinculase lo allí previsto con los números anteriores del mismo precepto reglamentario.

De otra parte, el hecho de que la obligación de comprobación comprende un ámbito más restringido de clientes que la obligación de identificación justifica también el que las excepciones a una y otra obligación no tengan porqué ser idénticas entre sí ni tengan porqué extenderse analógicamente de un caso a otro.

Es más, esta interpretación que aquí defiendo se sostiene también en el hecho de que cuando el legislador quiso, por el contrario, que las obligaciones de identificación y de conocimiento del cliente tuviesen un mismo régimen así lo previó expresamente. Me estoy refiriendo en concreto a la identificación de las operaciones que exigen la

⁽⁵³⁾ Es la tesis de FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: “Blanqueo de capitales...”, op. cit., p. 152, esp. nota 55.

adopción de medidas adicionales de conocimiento del cliente para controlar el riesgo de blanqueo de capitales, que ya antes he referido en este mismo trabajo. Por tanto, y *a contrario*, como en los supuestos de excepciones a la obligación de identificar no se ha comprendido expresamente que se excepcione la obligación de conocer, mientras que cuando se refuerza la obligación de identificar sí se refuerza también expresamente la obligación de conocer, concluyo que las primeras excepciones no pueden expandirse a la obligación de conocimiento.

El momento de esta indagación difiere del de la identificación de los clientes. Recuerdo que en la identificación de los clientes el artículo 3.1 del Reglamento de blanqueo decía “en el momento de entablar relaciones de negocio o de efectuar cualesquiera operaciones” mientras que ahora el artículo 3.5 del mismo Reglamento dice “en el momento de establecer relaciones de negocio”. Ello me lleva a interpretar que ahora sólo concurre este deber cuando se concierta un nuevo contrato, no cuando se realiza cualquier operación como ejecución de un contrato ya concertado.

Para materializar este deber la entidad de crédito debe pedir al cliente que le manifieste cuál es su actividad profesional o empresarial. A continuación, la entidad de crédito deberá ejecutar, mejor que adoptar, las medidas dirigidas a comprobar razonablemente la veracidad de dicha información. Por tanto, la entidad de crédito debe comprobar que la actividad que ha relatado su cliente empresario o profesional se corresponde con su verdadera actividad empresarial o profesional.

Una vez más se estará ante una comprobación esencialmente documental de la actividad del cliente, a cuyo efecto la entidad de crédito habrá de valerse:

- a) de los propios informes comerciales que normalmente realizan las entidades de crédito y que comprenden un análisis de sus clientes en aspectos relativos a su buena o mala reputación, su actuación comercial ordenada o incluso al enjuiciamiento sobre la conducta de su empresa⁽⁵⁴⁾;
- b) de los análisis de riesgos que realizan cuando se trata de concertar con sus clientes operaciones de activo o riesgo⁽⁵⁵⁾;
- c) de los ya antiguos análisis especiales que las entidades de crédito solían acometer sobre todo en el caso de la apertura de las conocidas como “cuentas espontáneas”, esto es, de aquellas cuentas abiertas por un cliente nuevo sin

(54) GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos...*, op. cit., p. 54 y FERRANDO VILLALBA, M.^a de L., *La información...*, op. cit., p. 193.

(55) Con carácter más general, ya fue puesta de manifiesto por BLANCO CORDERO, I.: *Responsabilidad penal...*, op. cit., pp. 35, 41 y 85, la interconexión entre la que denominaba obligación de examen a efectos de prevención del blanqueo y los clásicos exámenes bancarios de solvencia. Sobre estos últimos, también denominados informes comerciales de solvencia, vid. en extenso FERRANDO VILLALBA, M.^a de L.: *La información...*, op. cit., pp. 165 y ss.

- que la entidad de crédito hubiese acometido una previa labor de captación⁽⁵⁶⁾;
- d) de los documentos fiscales que acrediten la actividad en cuyo epígrafe aparece dado de alta en Hacienda el profesional o el empresario, fundamentalmente me estoy refiriendo al documento de alta o modificación en el censo de obligados tributarios (modelo 036);
 - e) de la licencia de apertura de su negocio⁽⁵⁷⁾;
 - f) de la documentación que pueda ser aportada por otras personas físicas o jurídicas con las que el cliente realice su profesión o empresa⁽⁵⁸⁾;
 - g) de los libros de contabilidad del cliente;
 - h) de la aportación de relaciones de proveedores y clientes con indicación de sus domicilios;
 - i) de los documentos aportados al efecto por Colegios Profesionales o/y organizaciones empresariales a las que pertenezca el cliente por su condición profesional o empresarial;
 - j) cabe, en fin, la posibilidad de que se recupere el uso de las antiguas “firmas de conocimiento”, costumbre bancaria consistente en aceptar a los clientes después de informarse sobre su solvencia, recurriendo a otros clientes que atestiguaban el conocimiento del nuevo⁽⁵⁹⁾.

IV. APRECIACIÓN CRÍTICA DE CONJUNTO

Comparto plenamente la opinión de que el Reglamento de blanqueo es muestra de una policialización de la sociedad⁽⁶⁰⁾. Es más, entiendo que es una muestra de un cierto reconocimiento por parte del Estado de su impotencia para la evitación de determinados delitos que trata indirectamente de impedir a través de la colaboración

(56) Vid. ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *Manual...*, op. cit., p. 181.

(57) FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: “Blanqueo de capitales...”, op. cit., p. 152.

(58) También FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: “Blanqueo de capitales...”, op. cit., p. 152.

(59) Tomo la noción de “firmas de conocimiento” del maestro GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Curso de Derecho Mercantil*, tomo II, 6.^a edición, revisada con la colaboración de F. SÁNCHEZ CALERO, Madrid, 1974, p. 161 y *Contratos...*, op. cit., p. 44.

(60) PARMA HERRERA, J.M.: *Los delitos...*, op. cit., p. 80; FERNÁNDEZ LOZANO, J.L.: “Blanqueo de capitales...”, op. cit., p. 171, y COBO DEL ROSAL, M. y ZABALA GÓMEZ-LÓPEZ, C.: *Blanqueo...*, op. cit., p. 27.

forzosa de determinadas personas y entidades, como plasmación de lo que ha venido en denominarse una muestra más de la solidaridad social⁽⁶¹⁾.

De esta forma se está alterando sustancialmente lo que ha venido siendo a lo largo de la historia el ámbito de las funciones de determinadas personas y empresas, por lo que aquí me interesa en particular, de las entidades de crédito.

El tratamiento de esta materia es ciertamente delicado, porque refleja con absoluta claridad la existencia de una tensión entre la búsqueda de la eficiencia por parte de las entidades de crédito y los daños económicos que para toda la sociedad pueden derivarse de la existencia de operaciones de blanqueo⁽⁶²⁾.

La imposición de nuevas obligaciones a las entidades de crédito en este ámbito supone un importante incremento de costes para su funcionamiento que, sin duda, repercute en toda la sociedad que así, a la vez que paga los impuestos al Estado por garantizarle su seguridad ve como cada vez los servicios bancarios son más costosos, entre otras razones que no vienen al caso, por estas nuevas funciones atribuidas a las entidades de crédito.

Con ser peligrosa la situación que acabo de enunciar, es más peligroso aún que todo ello se establezca en una normativa reglamentaria plagada de conceptos abstractos y dotada de medidas coercitivas consistentes en gravísimas sanciones, en parte de naturaleza económica a través de la imposición de cuantiosas multas.

Todo ello supone un cóctel de elementos que es el caldo de cultivo para que las entidades de crédito puedan adoptar una posición cada vez más de autodefensa que les conduzca incluso a adoptar medidas que excedan de lo razonable para curarse en salud. Y esa situación puede ser perjudicial para la economía y para la sociedad en general porque:

- a) se pueden incrementar los costes generales de las operaciones bancarias, lo que perjudica en general al necesario dinamismo de la economía y el ahorro de costes indirectos⁽⁶³⁾;
- b) se puede conducir al rechazo masivo de clientes respecto de los que exista la más mínima duda acerca de la completa licitud de sus actividades profesionales o empresariales, quedando dichos clientes al margen de una economía cada vez más “bancarizada”. Es más, las entidades de crédito pueden incluso verse a abocadas a hacer frente a la reparación de los perjuicios que tales rechazos injustificados de operaciones puedan acarrear para esos clientes indebidamente considerados presuntos blanqueadores de capitales, sobre la base de la exigencia de la conocida responsabilidad precontractual o *culpa in*

(61) ÁLVAREZ-SALA WALTHER, J.: *El blanqueo...*, op. cit., p. 20.

(62) Tensión ya advertida por BLANCO CORDERO, I.: *Responsabilidad penal...*, op. cit., p. 19.

(63) De hecho, en la doctrina COBO DEL ROSAL, M. y ZABALA GÓMEZ-LÓPEZ, C.: *Blanqueo...*, op. cit., p. 132, ya defendieron que la asunción de los costes de las prácticas para la prevención del blanqueo de capitales debería ser asumida por la Administración.

contrahendo, en cuanto que supuesto de apartamiento injustificado de la concertación de un contrato dentro del *iter* contractual;

- c) se puede hacer quebrar la confianza recíproca que es la base de la relación de clientela (entidad de crédito/cliente)⁽⁶⁴⁾, confianza imprimida por un uso mercantil basado en la buena fe de los contratantes⁽⁶⁵⁾, obligando a que la entidad de crédito haya de ver en cada cliente un blanqueador en potencia⁽⁶⁶⁾.

Frente a estos factores negativos, las entidades de crédito no deben dejar pasar de lado el beneficio económico que pueden obtener de la satisfacción de las obligaciones de información que acabo de analizar y que puede servirles para sufragar, al menos en parte, los indudables costes adicionales que su asunción les acarrea. Me estoy refiriendo fundamentalmente a la utilidad económica indirecta que pueden obtener indirectamente en dos campos:

- a) en la captación de nuevas operaciones concertadas con los clientes objeto de investigación. Es claro que la entidad de crédito obtiene, por el cumplimiento diligente del Reglamento de blanqueo, un importante caudal de información acerca de su clientela, que bien puede servirle para detectar posibles oportunidades de negocio en función de las peculiaridades de cada cliente. De esta forma, valiéndose de la información obtenida de sus propios clientes, la entidad de crédito estará en mejores condiciones para ofrecerles, con mayores posibilidades de éxito, nuevos productos financieros⁽⁶⁷⁾;
- b) y en el de la realización de informes comerciales que, a su vez, pueden servirles para retener o captar a otros clientes.

Todo ello, además, al margen de que toda la normativa que aquí he venido analizando está pensada para dotar de mayor estabilidad y reputación al sistema financiero⁽⁶⁸⁾.

⁽⁶⁴⁾ Como destaca, por ejemplo, FERRANDO VILLALBA, M.^a de L.: *La información...*, op. cit., p. 96 y clásicamente el maestro GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Contratos...*, op. cit., p. 44.

⁽⁶⁵⁾ Como ya explicó el maestro GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Curso...*, op. cit., p. 161 y *Contratos...*, op. cit., p. 44.

⁽⁶⁶⁾ Un aspecto clásico de crítica doctrinal al incremento de deberes de las entidades de crédito en este campo, como ya recordó BLANCO CORDERO, I.: *Responsabilidad penal...*, op. cit., p. 20.

⁽⁶⁷⁾ Vid. también BLANCO CORDERO, I.: *Responsabilidad penal...*, op. cit., p. 37.

⁽⁶⁸⁾ Como explicitan los Considerandos primero y segundo de la Directiva 2005/60/CE.

RESCATE DE ENTIDADES FINANCIERAS Y AYUDAS ESTATALES. UNA NECESARIA RELECTURA DEL CASO *CREDIT LYONNAIS* A LA LUZ DE LA ACTUAL CRISIS MUNDIAL⁽¹⁾

JOSÉ ANTONIO RODRÍGUEZ MIGUEZ⁽²⁾

RESUMEN

El trabajo aborda el análisis de las ayudas otorgadas por los Estados miembros a las entidades financieras en la Unión Europea, en el contexto de la actual crisis financiera mundial. Para evaluar el actual marco normativo establecido por la Comisión Europea desde 2008, y la práctica real, partimos de la Decisión adoptada por Comisión en el caso Crédit Lyonnais de 1995 que, aunque se trataba de un acto individual, ofrecía algunas interesantes consideraciones generales acerca de las ayudas al sector bancario, muchas de las cuales se incluyen hoy en las actuales Comunicaciones adoptadas por la Comisión.

Palabras clave: Ayudas de Estado, crisis financiera, entidades financieras, entidades de crédito, bancos, plan de reestructuración Comisión Europea.

ABSTRACT

This paper refers the analyse of State Aids granted by Members States to financial institutions on the European Union, in the context of current worldwide financial crisis. In order to test the present framework stabilised by European Commission from 2008 and the real practice, we start from the Decision adopted by the European Commission in the 1995 Crédit Lyonnais case, which, even was an individual act, showed some interesting Commission general considerations about State Aid to banking sector, many of them are today included in current Commission Communications.

Key words: State aid, financial crisis, financial institutions, credit institutions, banking institutions, restructuring plan, European Commission.

(1) Trabajo realizado en el marco del Proyecto de Investigación del “Plan Nacional de I+D+i” DER2008-04791/JURI-Nuevos instrumentos de protección de la competencia y de los consumidores, financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación y el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER).

(2) Doctor en Derecho, miembro del Instituto de Derecho Industrial de la Universidad de Santiago de Compostela (IDIUS). Funcionario del Cuerpo Superior de la Xunta de Galicia. Desde 2005, desempeña el puesto de Secretario General y del Pleno del Tribunal Gallego de Defensa de la Competencia. Las opiniones expresadas en el presente artículo son personales del autor y, por lo tanto, de su exclusiva responsabilidad. Agradezco a José Antonio Varela González, Catedrático de Comercialización e Investigación de Mercados, de la Universidad de Santiago de Compostela, sus comentarios a una primera versión de este trabajo y a Pablo Figueroa, Abogado de *Linklaters*, en Madrid, el facilitarme alguno de los artículos más interesantes para elaborar este trabajo, así como algunas reflexiones surgidas al escuchar la brillante conferencia de Robin Griffith, ex Clifford Chance, del 1 de diciembre de 2009, titulada “State aid to the financial sector in the context of the financial crisis”, en el Módulo sobre ayudas estatales que codirige con el Profesor Andrea Biondi (King’s College-London) y José Luis Buendía Sierra (Garrigues) en el *Postgraduate Diploma/Master in EC Competition Law (2009/2010)* organizado anualmente por el Centre of European Law, School of Law, King’s College London [<http://www.kcl.ac.uk/schools/law/research/cel/programmes/competition.html>]. En dicho centro tuve la ocasión de realizar una breve estancia como visiting Scholar a finales de 2009, bajo la dirección del profesor Biondi, al que manifiesto mi más sincero agradecimiento.

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO GENERAL.
 - II. UNA RELECTURA DEL CASO CRÉDIT LYONNAIS.
 - 1. El caso *Crédit Lyonnais*.
 - 2. Una relectura de las “directrices” comunitarias sobre ayudas en el sector bancario de la Decisión *Crédit Lyonnais* de 1995.
 - III. LA CRISIS FINANCIERA ORIGINADA, EN PARTE, POR LAS SUBPRIME: ANÁLISIS DEL MARCO NORMATIVO SOBRE AYUDAS ESTATALES Y SU APLICACIÓN PRÁCTICA.
 - 1. La posición de los Gobiernos y las instituciones europeas frente a la crisis financiera.
 - 1.1. Los iniciales problemas de liquidez del sistema.
 - 1.2. Los problemas de liquidez y/o solvencia de entidades financieras concretas.
 - IV. LA RESPUESTA EUROPEA A UNA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL.
 - 1. Los primeros casos en Europa.
 - 2. La Comisión toma la iniciativa frente a un problema global.
 - 2.1. La Comunicación bancaria.
 - 2.2. La Comunicación sobre recapitalización.
 - 2.3. La Comunicación sobre “activos deteriorados”.
 - 2.4. La Comunicación sobre reestructuración
 - V. ALGUNAS REFLEXIONES, NECESARIAMENTE PROVISIONALES.
-

I. PLANTEAMIENTO GENERAL ⁽³⁾

La presente crisis económica ha hecho temblar los cimientos del sistema financiero a escala mundial, como antes sólo lo hiciera la “Gran Depresión” ⁽⁴⁾, de cuyas consecuencias tanto tiempo se tardó en salir. La actual situación no es menos grave y la desestabilización del sistema financiero ha contagiado la llamada “Economía real” ⁽⁵⁾ hasta límites insospechados y que se consideraba que no podrían volver a producirse ⁽⁶⁾.

En este contexto, las ayudas otorgadas por los Estados miembros de la UE, las denominadas “Ayudas estatales” ⁽⁷⁾, han jugado un papel decisivo ⁽⁸⁾. Por ello, es preciso analizar las soluciones que desde la perspectiva del control comunitario de las

⁽³⁾ Tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa la numeración de los artículos relativos a las ayudas estatales han cambiado de número, conforme a la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DO C 115, de 9 de mayo de 2008, p. 47). De este modo, los artículos 87 a 89 CE son ahora 107 a 109 de dicha versión consolidada. No obstante, por razones prácticas, mantendremos la numeración previa al Tratado de Lisboa).

⁽⁴⁾ Acerca de la crisis de 1929 es un clásico el trabajo de John KENNETH GALBRAITH, publicado en España bajo el título, *El Crash de 1929*, Ariel, 2008. Para una visión histórica de las diferentes crisis de que se tiene noticia, vid. REINHART, C.M. y ROGOFF, K.S.: “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, en *NBER Working Paper*, No. W13882 [http://www.publicpolicy.umd.edu/news/This_Time_Is_Different_04_16_2008%20REISSUE.pdf]; también resulta de interés la amena lectura de las andanzas de John Law, narradas por GLEESON, J.: *The Moneymaker*, London Bantam Press, Londres, 1999.

⁽⁵⁾ Sobre esta cuestión y en este contexto, vid. JENNY, F.: “La crise économique et financière, la régulation et la concurrence”; en *Concurrences*, núm. 2-2009 I, pp. 2 a 11; TRANHOLM-SCHWARZ, B.; OHRLANDER, P.; ZANETTIN, B.; CAMPO, M. y SIOTIS, G.: “The real economy-challenges for competition policy in periods of retrenchment”, en *Competition Policy Newsletter* 2009-1, disponible en la actualidad en: http://ec.europa.eu/competition/publications/cpn/2009_1_2.pdf.

⁽⁶⁾ Por este motivo, una de las preocupaciones de las autoridades financieras nacionales, comunitarias e internacionales ha sido reactivar la economía real. A este respecto, la Comisión adoptó la Comunicación titulada “Marco temporal aplicable a las medidas de ayuda estatal para facilitar el acceso a la financiación en el actual contexto de crisis económica y financiera” (DO C 83, de 7 de abril de 2009, p. 1. Versión consolidada que incluye una modificación posterior al primer texto publicado en el DO C 16, de 22-1-2009, p. 1). Con posterioridad ha sido objeto de algunas modificaciones de carácter técnico por la Comunicación de la Comisión que modifica el marco temporal aplicable a las medidas de ayuda estatal para facilitar el acceso a la financiación en el actual contexto de crisis económica y financiera (DO C 303, de 15 de diciembre de 2009, p. 6). Acerca de la primera versión de este documento, vid. CAMPO, M.: “The new State aid temporary framework”, en *Competition Policy Newsletter* 2009-1, disponible en la actualidad en: http://ec.europa.eu/competition/publications/cpn/2009_1_6.pdf.

⁽⁷⁾ Cfr. artículos 87 a 89 de la CE.

⁽⁸⁾ No debemos olvidar, sin embargo, como señala la Comisaria de Competencia, Neelly Kroes, que las ayudas no son la única posible solución a la crisis. Vid. *EU state aid rules-part of the solution*, European State Aid Law Institu (EStAL) conference, Luxembourg, 5 de diciembre de 2008, Reference: SPEECH/08/679 Date: 05 de diciembre de 2008 (<http://europa.eu/rapid/pressReleases>Action.do?reference=SPEECH/08/679&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>). También debemos citar el relevante papel desempeñado por las fusiones, alguna de ellas no exentas de controversia por haber aprobado, como en el caso de la adquisición de HBOS por Lloyds TSB en 2008,

ayudas estatales han sido adoptadas tanto por los Estados miembros, como por la propia Comisión al supervisarlas, para tratar de paliar sus efectos, dentro y fuera del sector, y reestablecer la estabilidad de la economía.

Desde esa perspectiva abordamos nuestro análisis, al objeto de dar claridad a la aplicación del régimen comunitario sobre ayudas estatales, que tradicionalmente ha despertado un interés minoritario entre los tratadistas pero, como hoy podemos comprobar, tienen una importancia vital. No debemos olvidar que su utilización es objeto de estudio también desde la perspectiva del análisis económico, cuyo valor es cada más relevante en la Política y el Derecho de la Competencia, también en sede de ayudas estatales⁽⁹⁾.

Hace ya algunos años, concretamente en 1998, tuvimos ocasión de reflexionar en esta misma Revista acerca de las entidades de crédito y el control comunitario de las ayudas de Estado⁽¹⁰⁾. Desde entonces, han ocurrido muchas cosas y las crisis bancarias, o de entidades financieras en general⁽¹¹⁾, aunque no muy abundantes, se han ido sucediendo, sin llegar a alcanzar la gravedad y generalidad de la actual. Es preciso reconocer, no obstante, que es, sin duda, el sector financiero el que se ha visto más gravemente castigado en la presente ocasión, en gran medida, por sus propios errores,

gracias a las facultades excepcionales concedidas al Gobierno británico, atendiendo a razones de interés general. Un breve comentario de este caso puede verse en GOMES DA SILVA, A.; SANSOM, M. "Antitrust Implications of the Financial Crisis: A UK and EU View", in *Antitrust*, Vol. 23, No. 2, Spring 2009, pp. 24 a 31, en particular, pp. 24 y 25 (<http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2009/apr09/Spring09-daSilvaC.pdf>).

(9) En este sentido MEROLA, M. e IBÁÑEZ COLOMO, P.: "State Aids in the banking and finance sectors", en *Concurrences*, núm. 1 ("Colloque Banque, Finace & Concurrente"), 2007, pp. 68 a 81, concretamente, p. 70, destacan cómo éste es, precisamente, uno de los aspectos más destacados del "Plan de acción de ayudas estatales-Menos ayudas estatales con unos objetivos mejor definidos: programa de trabajo para la reforma de las ayudas estatales 2005-2009" [SEC (2005) 795/COM/2005/0107 final] con el que inició su mandato la Comisaria de Competencia, Nelíe Kroes. Un análisis crítico del llamado "Enfoque Económico" en materia de ayudas estatales, vid. BUENDÍA SIERRA, J.L.: "Not like this: some Sceptical Remarks on the «Refined Economic Approach» in State Aid", in *European State Aid Law Quarterly (ESTAL)*, Lexxion, 2006, pp. 59 a 64. Para un análisis de la necesidad de la intervención pública en las crisis bancarias desde el punto de vista de la teoría económica (externalidades, fallos de mercado...), vid. MATEUS, A.M.: "The current Financial Crisis and State Aid in the EU", en *European Law Journal*, vol. 5, núm. 1, April, 2009, pp. 1 a 18, en concreto, pp. 2 a 5.

(10) RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: "Las entidades de crédito ante el control comunitario de las ayudas de Estado", en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 69, enero-marzo, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1998, pp. 81 a 124. Un examen muy completo de casos hasta 2007 puede verse en ROSSI, P.P. y SANSONETTI, V.: "Survey of State Aid in the Lending Sector. A Comprehensive Review of Main State Aid Cases", *SSRN Papers*, October, 2007, accesible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=962050.

(11) La Comisión se refiere en sus comunicaciones, tal y como veremos, a los "bancos", con la finalidad de facilitar su redacción, si bien, se aplica, *mutatis mutandis*, cuando proceda, a otras instituciones financieras. En este sentido, vid. Comunicación de la Comisión sobre la recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales, nota 3 (DO C 195, de 19 de agosto de 2009, p. 9).

arrastrando consigo a otros sectores de la economía, muchos de ellos deudores también de sus propias “circunstancias”, y al entorno económico de cada uno de los países afectados.

No debemos desconocer, sin embargo, que las características que tradicionalmente se han atribuido al sector financiero en general, por su fundamental papel en el desarrollo económico internacional, han conferido a éste un carácter casi taumatúrgico, de modo que se considera, casi de manera axiomática, que su crisis o incluso la de algunas entidades en particular, puede tener consecuencias irreversibles para el sistema económico en su conjunto⁽¹²⁾, por lo que la propensión de los Estados a acudir en su auxilio es mayor⁽¹³⁾.

En el presente trabajo no nos proponemos una simple actualización de lo dicho en aquel primer trabajo, sino que, a partir de él, tomándolo como punto de referencia, especialmente lo declarado por la Comisión Europea en su Decisión en el caso *Crédit Lyonnais* de 1995⁽¹⁴⁾ (en adelante “CLD”), analizar la situación presente, centrándonos principalmente en la Unión Europea, profundizando tanto en la casuística producida, como en las medidas adoptadas por la Comisión Europea y los Estados miembros para atajarla.

Los problemas se han ido extendiendo como una mancha de aceite a ambos lados del Atlántico, reflejando las dificultades de liquidez del sistema y de solvencia de algunas entidades concretas, que se ha trasladado inevitablemente a toda la economía mundial, a pesar de los esfuerzos combinados de los grandes bancos centrales y la Reserva Federal de Estados Unidos, la FED.

(12) Respecto a esta cuestión, vid. SCHWARCZ, S.: “Systemic Risk”, en *The Georgetown Law Journal*, Vol. 97, 2008, pp. 193 a 249 y FREIXAS, X.; PARIGI, B. y ROCHET, J. Ch.: “Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank”, en *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, núm. 3, August 2000, 2 part, pp. 181 a 198. Este artículo está disponible en: <http://www.imes.boj.or.jp/cbrc/cbrc-08.pdf>.

(13) La singularidad del sector bancario/financiero, concretamente desde el punto de vista de las ayudas de Estado, es abordada por BERLIN, D.: “La spécificité du secteur bancaire et financier au regard du contrôle des aides d’État” (pp. 2 a 8)] en la presentación a la Mesa redonda sobre “L’application des règles en matière d’aides d’État aux secteurs bancaire et financier”, en el marco del coloquio *Banque, Finances & Concurrente*, publicada junto a las aportaciones de los participantes en *Conurrences*, núm. 1, 2007, pp. 2 a 34. El trabajo de este autor subraya que no existen normas específicas para este sector en materia de ayudas estatales, sino que es la singularidad del propio sector en sí, la que, a su juicio, genera una aplicación especial de éstas, destacando como, en la prácticas, dichas entidades pueden ocupar diversas posiciones en los casos sobre ayudas estatales: como terceros interesados (los bancos competidores, generalmente privados, que no reciben la ayuda), como instrumento público para canalizar la ayuda (piénsese en los diversos casos derivados de la conducta de *Crédit Lyonnais*, ayudando a otras entidades públicas, RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: “Las entidades...”, op. cit., pp. 119 a 122), o, finalmente, como beneficiario directo de las ayudas.

(14) Decisión de la Comisión de 26 de julio de 1995, por la que se aprobaron condicionalmente la ayuda concedida por Francia al Banco *Credit Lyonnais* (DO L 308, de 21 de diciembre de 1995, p. 92).

Tampoco podemos ignorar que este proceso tuvo un inesperado punto de inflexión con la quiebra de la centenaria entidad *Lehman Brothers*⁽¹⁵⁾ y la compra *in extremis*, por uno de sus rivales, de la también estadounidense, *Merrill Lynch*. En ambos casos, —como también tuvimos ya ocasión de apuntar⁽¹⁶⁾—, al menos aparentemente, funcionó el mercado, sin intervención “directa” del Estado, poniendo en duda el que hasta entonces también se había erigido como un axioma sagrado, el llamado *Too-big-to-fall* (“Demasiado grande para caer”)⁽¹⁷⁾, pues las vicisitudes de estas singulares entidades produjo efectivamente un verdadero pánico en el sistema financiero mundial, provocando incluso el abandono de la fórmula de banca de inversiones de alguna de las entidades que de manera más especializada se habían dedicado a ella, a favor del modelo de banca tradicional⁽¹⁸⁾.

Ante la situación creada, las presiones de los Estados miembros sobre la Comisión Europea y, en concreto, sobre la Dirección General de la Competencia, se intensificaron, para que ésta diera con rapidez su *placet*, convalidando la concesión de ingentes ayudas públicas, de acuerdo con las necesidades particulares de cada país.

En esta difícil encrucijada, la Comisión Europea que, no debemos olvidar, asume el ingrato papel de defender los intereses de la Comunidad en su conjunto, tuvo que dar respuesta a las demandas de los Estados miembros, sin abdicar de su independencia y del rigor que tradicionalmente ha presidido su actuación. Para ello, la Comisión ha adoptado una serie de comunicaciones relativas a las posibles ayudas al sector financiero y la ya citada comunicación temporal, para tratar de reactivar la economía europea.

(15) El primer aniversario de esta quiebra, que sobre todo extendió desconfianza e incertidumbre por los mercados mundiales, fue recibida por la prensa, en concreto la española, con numerosos artículos destinados a explicar los “errores”, en que habría incurrido la entidad para tan fatal desenlace. A título ilustrativo, vid. *inter alia*, SEMPRÚN, A.: «Los errores que acabaron con *Lehman Brothers*», en *El Economista*, sábado 12 de septiembre de 2009, pp. 58 y 59; MARTÍNEZ, G. y BADIA, D.: “*Lehman Brothers*, cuando el riesgo salió del escondite”, en *Expansión*, sábado 12 de septiembre de 2009, pp. 18 a 19; el monográfico del Suplemento Negocios, de *El País*, del domingo 13 de septiembre de 2009, con el sugestivo título de “La noche que cambió el mundo. La caída de *Lehman Brothers* desencadenó hace un año la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión” o *El Mundo*, que también dedicó su monográfico económico semanal *Mercados*, con el expresivo título de “Un año después de la mayor quiebra del mundo. *Lehman Brothers*, caso abierto”.

(16) Vid. RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: “*Lehman, Merrill Lynch y el principio «Too Big to Fail»*”, en *La Voz de Galicia*, sección Opinión, del jueves 18 de septiembre de 2008. Este artículo se puede leer en: http://www.lavozdeg Galicia.es/opinion/2008/09/18/0003_7149742.htm que en este caso no funcionó el principio “To-Big-to-Fail”, sino las reglas del Mercado, aunque nadie podía prever las consecuencias que acarrearía. Las noticias recientes, sin embargo, en lo que se refiere a la adquisición de *Merrill Lynch* hacen dudar de que efectivamente jugara el Mercado por sí sólo.

(17) Acerca de este Principio, vid. HEMI, R.L.: “Too Big to Fail: Origins, Consequences, and Outlook”, en *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Richmond, November/December, 1991, pp. 3 a 15. Artículo disponible en: http://www.richmondfed.org/publications/research/economic_review/1991/pdf/er770601.pdf

(18) Vid. “Morgan Stanley y Goldman Sachs obtiene ficha de banca comercial”, en *Cinco Días*, martes 23 de septiembre de 2008, p. 22.

Estas comunicaciones, como ya hemos anticipado, tienen un claro precedente en la aludida Decisión que adoptó la Comisión Europea en 1995 en el caso *Credit Lyonnais*, y en las consideraciones generales que incluyó en ella, casi como *obiter dicta*, por lo que dicha Decisión vuelve a estar, sin duda, de plena actualidad.

II. UNA RELECTURA DEL CASO *CRÉDIT LYONNAIS*

Como afirmaba Cicerón, *Historia magister vitae est* y, por ello, con frecuencia, debemos acudir al pasado para entender el presente. En nuestro caso el tiempo transcurrido ha convertido uno de los casos que examinamos en 1998, la Decisión adoptada por la Comisión en el caso *Crédit Lyonnais*, en un auténtico *leading case*⁽¹⁹⁾.

Esta afirmación se sustenta en un doble motivo. Por una parte, la solución adoptada por la Comisión, que afectaba al que, por aquel entonces, era el primer grupo bancario europeo en volumen total de activos⁽²⁰⁾ y, por otra, porque dicha Decisión incorporaba, de modo excepcional, unas consideraciones generales sobre las ayudas de Estados al sector bancario⁽²¹⁾, más allá de casos concretos. Como veremos, muchas de las consideraciones que se hicieron en aquella ocasión aparecen recogidas hoy en las comunicaciones adoptadas por la Comisión con motivo de la actual crisis financiera. Por ello procede detenernos, aunque sea brevemente, en esta Decisión y efectuar una relectura de su contenido.

1. El caso *Crédit Lyonnais*

El 26 de julio de 1995⁽²²⁾, la Comisión aprobaba condicionalmente las ayudas proyectadas por el Gobierno francés a la entidad financiera pública *Crédit Lyon-*

(19) Esta Decisión aparece citada en numerosas decisiones adoptadas desde 2008 relativas a entidades financieras. A título de ejemplo, vid. *State aid N 602/2008-The Belgian Aid to KBC Group NV*. Bruselas, 18 de diciembre de 2008 [C (2008) 8820 final] o *State Aid NN2/2009-Finland State measure involving arrangements with Kaupthing Bank h.f, Finnish Branco*, Bruselas, 21 de enero de 2009 [C (2009) 427 final].

(20) Las cifras que al respecto ofrece la Comisión son significativas: casi 2 billones de FF, con una plantilla de más de 71.000 empleados. Sus actividades cubrían desde las actividades de banco comercial a las de banco de inversiones, desde las actividades de banco de mercado de capitales a las de gestión de fondos por cuenta ajena, además de la de seguros y otros servicios parabancarios. CL estaba presente no sólo en Francia sino también en el extranjero donde disponía de aproximadamente 900 agencias en Europa y de 800 en el resto del mundo. Cfr. DCL, Parte 1 (“Introducción”), especialmente, párrafos 2 a 4.

(21) Concretamente el Apartado 3 de la Decisión, titulado de forma genérica como: “Aplicación a los bancos de las normas sobre ayudas de Estado”.

(22) Decisión de 26 de julio de 1995, por la que se aprueba condicionalmente la ayuda concedida por Francia al Banco *Credit Lyonnais*, DO L 308, de 21 de diciembre de 1995, p. 92.

nais⁽²³⁾ (en adelante, “DCL”). Se trataba, además, de la mayor ayuda de Estado autorizada hasta la fecha por la Comisión⁽²⁴⁾.

El caso tenía su origen en las medidas adoptadas por las autoridades francesas para hacer frente a la crisis del grupo financiero público galo⁽²⁵⁾, y tenían por objeto su saneamiento financiero y garantizar así su supervivencia.

Dichas medidas consistían en: 1. Un aumento de capital de 4.900 mlls. de FF, realizada en 1994; 2. La asunción por el Estado francés de parte de sus riesgos que pesaban sobre el balance del grupo, transfiriéndolos a una nueva estructura creada específicamente y disociada de la entidad, en el marco de sendas operaciones de separación de activos⁽²⁶⁾, llevadas a cabo entre 1994 y 1995, a través de la sociedad pública *SPBI*.

(23) Según la información suministrada por DUFAU, J. (*Les Entreprises Publiques, L'Actualité Juridique*, Editions du Moniteur, Paris, 1991, p. 86) Crédit Lyonnais fue uno de los bancos nacionalizado por el Gobierno francés, en 1945-1946, tras la II Guerra Mundial. La Comisión señala que a 31 de diciembre de 1993 el accionista mayoritario de CL era el Estado francés, con el 55% del capital y el 76% de los derechos de voto. Los otros titulares de acciones ordinarias eran Thomson-CFS (sociedad del grupo público Thomson, con casi un 20% de los derechos de voto) y la Caisse des Dépôts et Consignations (entidad pública de crédito, con el 4% de los derechos de voto). El resto del capital (22%) se componía de certificados de inversión cotizados en bolsa.

(24) Vid. FELTKAMP, R. y PESARESI, N.: “L’aplications des règles communautaires en matière d’aides d’Etat aux établissements de crédit”, *Servidor de la DG COMP*, 1995 p. 1, disponible en la dirección http://ec.europa.eu/competition/speeches/text/sp1995_045_fr.html.

(25) Resulta muy ilustrativa la lectura de las causas de la crisis que ofrece la Comisión en su Decisión; al señalar que ésta, “[...] parece que tiene su origen, en gran medida, en la agresiva política crediticia y de inversiones que siguió el banco en los años ochenta y principios de los noventa sin un control de los riesgos suficientemente estricto. Entre 1988 y 1993, CL casi duplicó el total de su activo, mientras que el valor de su cartera industrial prácticamente se quintuplicó, hasta alcanzar la cifra de 50.000 M FF. Los compromisos de CL en el mercado inmobiliario superaron los 100.000 M FF, con lo que este banco se convirtió en una de las principales entidades de crédito francesas del sector de crédito a los agentes de la propiedad inmobiliaria, con una cuota muy superior a su posición en el mercado. Además, en su afán de acrecentar sus actividades en Europa y en el resto del mundo, CL adquirió numerosos bancos extranjeros a precios muy elevados”. Cfr. DCL, Parte 1, párrafo 5.

En relación con el pasivo del balance, destaca la Comisión que “en una coyuntura caracterizada por una creciente competencia, CL siguió una política de endeudamiento que condujo a un incremento de sus costes de financiación. (...). Para secundar el crecimiento de CL, el estado francés aportó directa o indirectamente al banco un volumen considerable de recursos (más de 17.000 millones), especialmente en forma de aportaciones de valores de sociedades públicas o de participaciones cruzadas (Rhône-Poullec, Usinor-Sacilor, Aérospatiales, Altus)”; en apreciación de la Comisión, “esta estrategia permitió aumentar los fondos propios a efectos contables, pero mermó los resultados del Grupo como consecuencia de la escasa rentabilidad de estas participaciones y de la consolidación de las pérdidas arrojadas por alguna de estas empresas”. Cfr. DCL, Parte 1, párrafo 6.

(26) Conforme a los datos suministrados por la Comisión (DCL), el primer plan de salvamento llevado a cabo en 1994, limitaba la cobertura del Estado francés a 18.400 millones de FF de un total de 42.000 millones de activos transferidos; sin embargo, en 1995, a raíz de la transferencia de más compromisos, el Estado francés amplió su cobertura con carácter general, asumiendo la totalidad del valor neto

Como tendremos ocasión de comprobar, ambas modalidades de ayuda (recapitalización y segregación de activos), son, junto a las garantías, las modalidades de ayuda que en mayor medida han aplicado los Estados miembros desde 2008 para hacer frente a la crisis financiera.

Con respecto a la ampliación de capital, la Comisión aplicó, una vez más, el denominado *Principio del inversor privado en una economía de mercado* (MEIP, en su acepción anglosajona)⁽²⁷⁾, considerando, de acuerdo a él, que el precio del aumento de capital había estado basado en una estimación “excesivamente alta del valor del banco”⁽²⁸⁾, que un inversor privado no habría aceptado, argumentando:

“En primer lugar, un inversor privado habría exigido una investigación en profundidad y completa de los compromisos y cuentas de CL, así como un plan pormenorizado de saneamiento, antes de decidirse a aportar capital, mientras que (...) (*sic*) cuya misión no incluía el examen de los principales compromisos de CL, basó su evaluación en la información facilitada por el Banco (que, en su mayoría era de dominio público) y no tuvo la posibilidad de comprobarla totalmente. En segundo lugar, el valor de los activos netos se calculó sobre la base de las cuentas de 1993, que no parecen reflejar su valor real, especialmente en el caso de la cartera industrial y los activos bancarios. Por último, un inversor privado hubiera tenido en cuenta que determinados compromisos, particularmente en la cartera industrial, cuyo rendimiento era

de los compromisos transferidos en 1994 y 1995, por un importe de casi 135.000 millones de FF y los intereses sobre el préstamo de 145.000 millones de FF, concedidos por el propio CL a una sociedad pública, denominada SPBI, para financiar el mecanismo de disociación (Cfr. DCL apartado 2). (Descripción General de las Medidas de Ayuda”); párrafo 1.

(27) Este principio se aplica cuando el Estado, en sentido genérico, actúa como operador económico y no como poder público, en cuyo caso se habla simplemente de “ventaja” y no de un comportamiento que no se ajusta al de un inversor privado; si bien apuntan que en el caso de los Servicios de Interés Económico General, donde el poder público actúa como tal, la jurisprudencia ha consagrado un principio equivalente, en la Sentencia *Altmark*, de 2003. En este sentido, vid. DONY, M. y RENARD, F. y SMITS, C.: *Contrôle des aides d'Etat*, 3ème édition revue et corrigée, Commentaire J. Mégret, IEE, Éditions de l'Université de Bruxelles, Bruxelles, 2007, en concreto, p. 94 y nota 386, así como la STPI de 17 de diciembre de 2008, Asunto T-196/04, *Ryanair Ltd., contra Comisión*, apartados 53 a 61. Un comentario de esta sentencia puede verse en FERNÁNDEZ TORRES, I.: “El Caso Charleroi y las Directrices de 2005 a examen tras la Sentencia del TPI de 17 de diciembre de 2008: El Problema del Principio del Inversor Privado”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, núm. 22, febrero 2009, pp. 1 a 34, en especial, pp. 23 a 28 [http://eprints.ucm.es/8569/2/DT_El_caso_Charleroi.pdf]. Para una visión general del principio, vid. ABBAMONTE, Giuseppe B. “Market Economy Investors principle: A Legal Analysis of an Economic Problem”, *European Competition Law Review*, núm. 4, 1996, pp. 258 a 268; RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: *La participación en el capital social como modalidad de ayuda pública a las empresas*, Escola Galega de Administración Pública, Colección Monografías núm. 24, Santiago de Compostela, 2002, pp. 355 a 443; KHAN, N. y BORCHARDT, K.D.: “The PrivateMarket Investor Principle: Reality Check or Distorting Mirror” en VARIOS: *EC State Aid Law. Le droit des Aides d'Etat dans la CE. Liber Amicorum Francisco Santaolalla Gadea*, Wolters Kluwer, Holanda, pp. 109 a 123. En especial para el sector bancario, son muy interesantes las observaciones de MEROLA e IBÁÑEZ COLOMO, P.: “Aides d'État et secteur bancaire: Une étude des effets de la réforme”, en *Concurrences*, núm. 1, 2007, pp. 20 a 34, en concreto, pp. 23 y 24, a propósito del caso Landesbanken (STPI de 6 de marzo de 2003, *Landes Nordrhein-Westfalen c. Comisión*, (“WestLB”), asunto T-228/99 y T-233/99, Rec. II.435.

(28) DCL, apartado 6.1.1 (“El aumento de capital”), párrafo 2.

inferior a su coste de financiación, tendrían un resultado negativo sobre los resultados del Banco. Por consiguiente, no era descabellado considerar necesaria una depreciación suplementaria del valor de los activos netos”⁽²⁹⁾.

Por su parte, y en lo relativo a las disociaciones de activos, la Comisión se centró en la garantía asumida por el Estado francés, con motivo de las dos fases de dichas operaciones. Así, la Comisión había exigido como contrapartida de esta operación, que *SPBI* se beneficiaría de una cláusula de “Retorno a la prosperidad”, por virtud de la cual recibiría una contribución del 34% de los resultados netos consolidados atribuibles a CL, incrementada con el 26% de la parte de dichos resultados que excediera del 4% de los fondos propios consolidados atribuibles al grupo. Las autoridades francesas habían declarado que el Estado “podrá ceder temporalmente a SPBI sus acciones en CL para que pueda recibir los dividendos y el producto de la futura privatización de CL”⁽³⁰⁾.

La Comisión valoró de manera positiva el plan de empresa presentado, ya que parecía a “enfrentarse a los problemas del Banco y hacer posible que vuelva a ser viable”⁽³¹⁾, pues si bien resultaba acreditado la distorsión de la competencia y el falseamiento de los intercambios intracomunitarios, podía admitirse la compatibilidad de la ayuda, al amparo del hoy artículo 87.3.c), si se cumplían ciertas condiciones⁽³²⁾, que podemos resumir en la reducción del tamaño de la entidad y de su actividad futura⁽³³⁾ y la prohibición de obtener beneficios fiscales por las medidas autorizadas, así como la privatización de la entidad⁽³⁴⁾ en el plazo de cinco años⁽³⁵⁾. Condición esta última que estimamos rebasaría el ámbito estricto de la competencia, para aproximarse más al de la Política Industrial, acusación a la que ha tenido que hacer frente la Comisión en diversas ocasiones.

(29) DCL, apartado 6.1.1, párrafo 3.

(30) DCL, apartado 2, párrafo 8.

(31) Adviértase, no obstante, que en algún momento lo tacha de “ligeramente optimista” (apartado 6.2 párrafo 5).

(32) Artículo 2, apartados a) a l).

(33) Éste fue uno de los aspectos que más destacó la prensa española de la época. A título ilustrativo, vid. “Crédit Lyonnais deberá ceder el 50% de su negocio exterior para recibir ayudas públicas”, en *El País*, sábado, 22 de julio de 1995.

(34) Respecto a la privatización como condicionante de la aprobación del plan de reestructuración, en sede de ayudas de Estado y la consiguiente evolución del principio de neutralidad vid. DEVROE, W.: “Privatizations and Community Law: neutrality versus policy”, en *Common Market Law Review*, núm. 34, 1997, pp. 267-306, con interesantes referencias al caso CL.

(35) Frente a esta decisión CL interpuso recurso ante el TPI, (T-31/96, *Crédit Lyonnais c. Comisión*. DO C 133, de 4 de mayo de 1996), que fue archivada mediante Auto del Presidente del TPI, de 6 de noviembre de 1996.

2. Una relectura de las “directrices” comunitarias sobre ayudas en el sector bancario de la Decisión *Crédit Lyonnais* de 1995

Como ya hemos anticipado, la Decisión *Crédit Lyonnais* de 1995 incorporaba un apartado 3, bajo la rúbrica *Aplicación a los bancos de las normas sobre Ayudas de Estado*, que constituían, a nuestro juicio⁽³⁶⁾, —y de modo excepcional, pues no nos consta que ni antes ni después se hiciera algo semejante—, unas auténticas Directrices o *guidelines*, en las que la Comisión exponía su opinión de manera tan explícita y con valor general, acerca, en este caso, de las ayudas a un concreto sector, lo que permitiría atribuirles, como a las genuinas directrices, un valor *quasinormativo*.

En el citado apartado la Comisión examinaba, por una parte, la aplicabilidad de las normas sobre ayudas de Estado a los bancos y cómo determinar la eventual presencia de ayudas de Estado y, por otra, cómo evaluar la posible compatibilidad de una ayuda estatal dirigida a una o varias entidades.

Para analizar la primera cuestión, la Comisión partió de la inexistencia de normas de Derecho primario específicas para las entidades de crédito en materia de ayudas de Estado y de la singularidad del propio sector, especialmente debido a la gran sensibilidad de los mercados financieros, “incluso ante dificultades limitadas de una u otra entidad”, por lo que constituía una “circunstancia que hay que tomar en consideración a la hora de aplicar las normas sobre ayudas de Estado”⁽³⁷⁾.

En consecuencia, la Comisión afirmó que sólo las normas cautelares y el control ejercido por las autoridades de tutela⁽³⁸⁾ eran los únicos límites existentes para la actuación de estas entidades en un mercado competitivo. Dentro de estos límites, son las propias entidades las que eligen libremente su política empresarial y de riesgos, no sin dejar de reconocer que “una estrategia audaz y agresiva puede dar unos rendimientos mayores, pero también implica un nivel de riesgo más elevado si no se domina suficientemente”, lo cual, por cierto, es obvio. En estas circunstancias se puede llegar a afectar a los fondos propios y al coeficiente de solvencia, lo que exigiría, necesariamente reducir el riesgo o aumentar el nivel de fondos propios, para restablecer el nivel

⁽³⁶⁾ En este sentido, RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: “Las entidades de crédito...”, op. cit., 95.

⁽³⁷⁾ DCL, apartado 3.1 (“Aplicabilidad de las normas sobre ayudas de Estado a los Bancos y apreciación de la presencia de ayudas de Estado”), párrafo 1. A esta circunstancia vendría a responder la, por entonces vigente, Directiva del Consejo 89/647/CEE (DO L 386, de 30 de diciembre de 1989, p. 14.) sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito; pues, “el reconocimiento de un nivel mínimo del coeficiente de solvencia constituye, a la vez, un criterio de igualdad de las condiciones de competencia y uno de los criterios de viabilidad de un banco”. Por ello, “las medidas estatales consistentes en prestar ayuda financiera a los Bancos que tienen dificultades para que puedan respetar las normas cautelares de la Comunidad pueden contener elementos de ayuda de Estado”, lo que, a su juicio, obligaría a comprobar “si se cumplen las normas del Tratado en materia de ayudas de Estado, a fin de prevenir todo falseamiento de la competencia incompatible con el mercado común”.

⁽³⁸⁾ Se entiende, en principio, las autoridades nacionales de tutela de las entidades de crédito.

mínimo reglamentario de dichos fondos y el coeficiente mínimo de solvencia; es decir, recapitalizar la entidad⁽³⁹⁾.

Para la Comisión, en esta situación⁽⁴⁰⁾, cabrían distintas soluciones, con diferente grado de incidencia desde la perspectiva del control que debe ejercer sobre las ayudas estatales:

— La liquidación: considera esta opción, no sólo globalmente más costosa que la de las empresas industriales en general⁽⁴¹⁾, sino que valora su repercusión negativa en el sistema financiero en su conjunto. Serían las autoridades de supervisión bancaria, competencia que todavía hoy conservan los bancos centrales nacionales (Banco de España, Banco de Francia, Banco de Inglaterra, —aunque esta última institución, no forme parte de la “Eurozona”—), las que pueden, en primer lugar, si detectan el problema, lo que debería ser posible, salvo negligencia del supervisor u ocultamiento de la entidad, adoptar determinadas medidas correctivas⁽⁴²⁾, o pedir a los accionistas que sean ellos mismos los que recapitalicen suficientemente la entidad, “especialmente si su quiebra puede tener efectos negativos indeseables sobre la confianza de los depositantes e incluso sobre los mercados financieros”⁽⁴³⁾.

Sólo si se dan estas circunstancias y la recapitalización de la entidad por sus accionistas o su compra por otra entidad no es posible, cabría acudir a lo que denomina “otras soluciones”⁽⁴⁴⁾, entre las que enuncia:

- la declaración de quiebra, cuando sea legalmente posible;
- la puesta en marcha de un mecanismo de liquidación controlada;
- la venta por bloques o, finalmente,
- la intervención solidaria de varios bancos.

En todos estos casos, salvo que el accionista fuera público, no estaríamos, en principio, ante ayudas estatales. Como tendremos ocasión de ver, todas estas opciones

(39) Una de las conclusiones a las que llegamos en nuestra Tesis era precisamente que la noción de “participación en el capital”, ahora reemplazada por la de “recapitalización”, era una noción más económica que jurídica, pues no se limitaba a la cifra de capital social, sino a todas aquellas medidas que permitieran reforzar los fondos propios de las empresas. Cfr. RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: *La participación en el capital social como modalidad de ayuda pública a las empresas*, Escola Galega de Administración Pública, Colección Monografías núm. 24, Santiago de Compostela, 2002.

(40) Tal es el contexto en el que se encontraba el grupo bancario *Crédit Lyonnais*, destinatario de la presente decisión.

(41) Atendiendo a que “en aquéllos por definición la relación entre los fondos de terceros y los fondos propios es más elevada y con frecuencia también es mayor la responsabilidad de los accionistas mayoritarios con respecto a los depósitos, y dado que debe preservarse la confianza de los depositantes”.

(42) En el caso de infracción de las normas de cautela pueden ir, desde la simple advertencia, hasta la retirada de la autorización para el ejercicio de la actividad.

(43) DCL, apartado 3.1, párrafo 7.

(44) DCL, apartado 3.1, párrafo 8.

se barajan explícita o implícitamente en las Comunicaciones adoptadas por la Comisión desde octubre de 2008 para hacer frente a la actual crisis financiera.

Respecto a la opción de la recapitalización la Comisión es más explícita y enuncia tres posibilidades (la tercera como veremos, se deduce *sensu contrario*, de la primera):

- 1.^a Que sea el sector privado quien participe, y lo haga de manera *voluntaria y significativa*. En este supuesto, la Comisión manifiesta expresamente que no hay ayuda de Estado: por ello remarcamos las dos expresiones que utilizó la propia Comisión.
- 2.^a Que fuera el Estado quien aportase la mayor parte o la totalidad de la asistencia financiera, bien en su calidad de posible accionista de la entidad en crisis, bien en su calidad de poder público y como garante de la estabilidad del sistema financiero: En este caso “la Comisión tiene el deber de evaluar el contenido de ayuda de tales intervenciones” incluso, aunque la intervención del Estado pudiera deberse a una previa petición de las autoridades de tutela.
- 3.^a Que la participación del sector privado no fuera significativa y/o voluntaria. En esta hipótesis, que plantea la Comisión de manera implícita pero clara, aunque formalmente no estaríamos ante fondos públicos, sí podríamos estar ante una posible ayuda estatal, tal como la Comisión y la Jurisprudencia han venido entendiendo la expresión *ayudas otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales*, del artículo 87.1 de la CE⁽⁴⁵⁾.

En este contexto, la Comisión traía a colación la aplicación del conocido como *Principio del inversor privado en una economía de mercado*, ya aludido, recordando su exposición en la Comunicación sobre las empresas públicas del sector de fabricación⁽⁴⁶⁾, en la que, como señalaba, “se precisa que en una transacción existe ayuda

(45) A este respecto señalan FELTKAMP, R. y PESARESI, N.: “Règles communautaires en matière d’aides d’Etat aux établissements de crédit”, en *Banque*, núm. 566, janvier, 1996, pp. 42 a 45, en nota 1 a propósito de la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos, que tras su entrada en vigor, los eventuales gastos de fondos para el salvamento de un banco en dificultades, devienen recursos del Estado, y son por ello, en principio, susceptibles de contener elementos de ayuda de Estado, conforme al artículo 92.1 TCE y deberán ser, en consecuencia, notificados (idea que también expresan en FELTKAMP, R. y PESARESI, N.: “L’applications...”, op. cit., en nota 1.

(46) A pesar de que la Comisión se remite, en nota 1.^a, a su Comunicación de 1993 a los Estados miembros, sobre *Aplicación de los artículos 92 y 93 del Tratado CEE y del artículo 5 de la Directiva 80/723/CEE de la Comisión a las empresas públicas del sector de fabricación* (DO C 307, de 13 de noviembre de 1993, p. 3), en realidad este principio había sido ya formulado y aplicado con anterioridad, en relación con la participación pública en el capital de las empresas, en el llamado Código de la Siderurgia (DO L 228, de 13 de agosto de 1981 y en la Primera Directiva del Consejo, sobre construcción naval (DO L 137, de 23 de mayo de 1981) así como en el documento *Participación de las autoridades públicas en los capitales de las empresas* (al que luego, como veremos se hace mención en esta decisión), publicado en el Bol CE, 1984-9, si bien en estos casos sólo con respecto a las participaciones públicas en el capital de las empresas. El origen de la Comunicación de 1993 está en una previa comunicación, con el mismo título (DO C 273, de 18 de octubre de 1991, p. 2) que fue anulada por el

siempre que esté claro que en las condiciones normales de la economía de mercado un inversor privado comparable no la habría realizado”⁽⁴⁷⁾.

Igualmente se remite la Comisión al aludir a la posible participación pública en el capital, a su Carta a los Estados miembros, de 17 de septiembre de 1984⁽⁴⁸⁾, en la que se esbozaba aquel principio y se establecían una serie de presunciones acerca de los diversos casos de participación pública en capital, valorando la posible existencia de elementos de ayuda de Estado.

De acuerdo con este documento, la Comisión afirma que existe una presunción de ayuda estatal cuando la empresa se encuentra en tal situación financiera que resulte poco probable que vuelva a alcanzar en un plazo razonable de tiempo un nivel de remuneración normal (en términos de dividendo o de plusvalías) del capital invertido o cuando los riesgos de la operación son demasiado grandes o tienen una duración excesiva. Existirá también esta misma presunción si por parte del Estado se concediesen garantías, “si éstas son necesarias para la supervivencia de la sociedad, es decir, si el elemento de ayuda contenido en estas garantías es igual al importe garantizado y si tienen una duración extraordinaria o presentan un nivel de riesgo muy elevado”⁽⁴⁹⁾.

Tribunal de Justicia, en su Sentencia de 16 de junio de 1993 (asunto C-325/91, *Francia c. Comisión*, Rep. 1993, I-3283. Para un comentario de esta sentencia vid. PAPAIOANNOU, A. “Case C-325/91, *France v. Commission*, Judgement of 16 June 1993”, en *Common Market Law Review*, núm. 31, 1994, pp. 155-164), por estimar que carecía de base legal. Ello motivó que con posterioridad se publicase esta nueva Comunicación, sustancialmente idéntica a la anterior, omitiendo los apartados 45 a 53, en que se imponían determinadas obligaciones a los Estados miembros, que cumpliendo con la sentencia, aunque sin mercionarla, se adoptaron en la Directiva 93/84/CEE de la Comisión, de 30 de septiembre de 1993, por la que se modifica la Directiva 80/723/CEE relativa a la transparencia de las relaciones financieras entre los Estados miembros y las empresas públicas, (DO L 254, de 12 de octubre de 1993, p. 16). Sobre la primera comunicación de 1991, vid. RODRÍGUEZ CURIEL, J-W.: “La nueva Comunicación de la Comisión sobre Ayudas de Estado a Empresas Públicas” en *NOT. CEE*, núm. 89, junio, 1992, pp. 35 a 40.

(47) DCL, apartado 3.1, párrafo 10.

(48) Bol. CE, 9, 1984. Este documento sigue constituyendo hoy la referencia básica de la Comisión para analizar los diferentes supuestos de participación pública en el capital de las empresas, si bien su aplicación ha sido perfilada por la Comisión, con el respaldo de los Tribunales de Justicia comunitarios. Véase su más reciente manifestación en HELLINGMAN, K.: “State participation as State Aid under article 92 of the EEC Treaty: the Commission Guidelines” en, *Common Market Law Review*, núm. 23, 1986, pp. 111 a 133; RODRÍGUEZ CURIEL, J.W., *Ayudas de Estado a empresas públicas*. Las aportaciones de capital y otras medidas de financiación de las empresas públicas o con participación pública, como ayudas de Estado según el Tratado de la CEE, *Centro de Publicaciones del Ministerio de Industria y Energía*, Madrid, 1989, (en particular, pp. 29 a 36), y RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: *La participación en el capital social...*, op. cit., pp. 89 y 90 y 120 a 123.

(49) El valor fundamental de estas presunciones es que desplazan la carga de la prueba al Estado miembro que desea recapitalizar la entidad, de modo que cuando sostenga que actúa en su condición de “simple” accionista, será él quien deba acreditar que su comportamiento se corresponde con el de un inversor privado, debiendo presentar para ello un plan de reestructuración “coherente y detallado que demuestre que resulta razonable presumir que la intervención estatal permitirá obtener, para la totalidad de la operación, una remuneración «normal» aceptable para un inversor en una economía de mercado”. La ausencia de dicho plan, su falta de verosimilitud, o, en su caso, la falta de información suficiente sobre él, llevará a la Comisión a considerar que, en realidad, no se trata de una operación de capital riesgo, sino de una ayuda de Estado.

En este punto la Comisión vuelve a destacar la singularidad del sector bancario (financiero): la obligatoriedad de mantener un nivel mínimo de solvencia (coeficiente de solvencia) y el correlativo deber que se impone a las autoridades de supervisión de velar por su respeto⁽⁵⁰⁾. Ello suscita a la Comisión tres interesantes consideraciones:

- 1.^a Las autoridades de supervisión están obligadas a asegurarse de que se toman las medidas apropiadas para restablecer la solvencia de la entidad; sin que se deban limitar a asegurar una recuperación meramente contable del nivel de solvencia, sino que deben garantizar la reestructuración efectiva y el saneamiento duradero para evitar que vuelvan a surgir dichas dificultades en el futuro.
- 2.^a La obligación de supervisar el nivel mínimo de solvencia se justifica tanto por la necesidad de prevenir cualquier posible crisis de confianza, minimizando así sus posibles costes, como por la necesidad de mantener la igualdad de las condiciones de competencia, partiendo del respeto a las normas sobre competencia y, en especial, a las relativas a las ayudas de Estado⁽⁵¹⁾. Ésta es, sin duda, una llamada de atención a las autoridades supervisoras, a la que no se ha hecho demasiado caso.
- 3.^a La necesidad de asegurar que las entidades respeten los niveles mínimos de solvencia, no implica que ésta se deba restablecer “a toda costa y por cualquier medio”⁽⁵²⁾. Y, en todo caso, ante la previsible distorsión del mercado, se deberán ofrecer contrapartidas importantes que beneficien a los demás operadores del sector, a fin de compensar los efectos negativos para la competencia, ya que, atendiendo a la sensibilidad del sector financiero, parecen excluirse soluciones más radicales, como la quiebra y liquidación, que se aplicarían, por la lógica del mercado, de tratarse de otro sector, menos sensible a las dificultades de una empresa concreta.

⁽⁵⁰⁾ Conforme al apartado 3 del artículo 10 de la Directiva 89/647/CEE (DO L 386, de 30 de diciembre de 1989, p. 14), “En el caso de que el coeficiente (de solvencia) llegare a ser inferior al 8%, las autoridades competentes velarán por que la entidad de crédito de que se trate adopte las medidas adecuadas para que el coeficiente alcance el mínimo establecido lo antes posible”.

⁽⁵¹⁾ En este sentido la Comisión remarca que “las autoridades de supervisión deben velar por que las entidades de crédito no contraigan demasiados compromisos arriesgados que puedan afectar a su coeficiente de solvencia, aprovechando el apoyo explícito o implícito del Estado, al tratarse de entidades públicas o demasiado grandes para quebrar (*too-big-to-fail*). Una reconstitución automática del coeficiente de solvencia por medio de una inyección de fondos propios o de otra medida equivalente del Estado, tendría por efecto avalar las condiciones de competencia desleal practicadas antes de la crisis por la entidad que incumple el requisito de solvencia” (DCL, apartado 3.1, párrafo 17).

⁽⁵²⁾ DCL, apartado 3.1, párrafo 17. Como recuerda la Comisión, de acuerdo con la letra d) del apartado 1 del artículo 8 de la Directiva 77/780/CEE, del Consejo (DO L 322, de 17 de diciembre de 1977, p. 30), la insuficiencia de fondos es condición suficiente para que las autoridades de supervisión competentes puedan retirar la autorización a la entidad de crédito, la comúnmente conocida como “Ficha bancaria”. La Comisión llega a afirmar en este punto que aun cuando la legislación nacional impusiera la obligación de recapitalizar la entidad, “la recapitalización constituirá una ayuda si no se efectúa en condiciones normales, aceptables en términos de remuneración para un inversor privado”.

Estas reflexiones permiten a la Comisión concluir que, en aras del bien común, se deben aplicar también a los bancos las normas sobre ayudas de Estado, “para determinar la presencia de ayuda en una medida estatal de apoyo a un Banco en dificultades, las distorsiones a que da lugar la ayuda y las condiciones que debe respetar el Estado (...)”⁽⁵³⁾. Esta afirmación pone claramente en evidencia que no faltaban partidarios de que, atendiendo a la excepcionalidad del sistema financiero, éste debiera quedar al margen del control sobre las ayudas estatales⁽⁵⁴⁾, lo que la Comisión no sólo niega con su práctica, —por ejemplo en el propio caso *Crédit Lyonnais*—, sino que desea dejar expresamente afirmado como principio básico de actuación.

La segunda parte de este largo *excursus* de la Comisión se centraba en las posibles excepciones a la regla general de incompatibilidad formulada por el artículo 87.1 de la CE.

La Comisión inicia su exposición sobre tal posibilidad con un párrafo que hoy, más de trece años después, resulta esclarecedor y casi premonitorio, justificando plenamente la presente relectura del caso *Crédit Lyonnais*, pues afirma:

“Si una serie de factores que los Bancos no pueden controlar desencadena una crisis de confianza en el sistema, el Estado puede verse obligado a prestar su apoyo al conjunto de las entidades de crédito para evitar los efectos negativos de una crisis sistémica de tal naturaleza. Por consiguiente, en caso de producirse una verdadera crisis sistémica, puede invocarse la excepción prevista en la letra b) del apartado 3 del artículo 92 para «poner remedio a una grave perturbación de la economía de un Estado miembro». Las ayudas serán compatibles si se conceden de una manera imparcial, desde el punto de vista de la competencia del Estado en cuestión, al conjunto del sistema bancario y sin exceder de lo estrictamente necesario”⁽⁵⁵⁾.

Como ya hemos visto, la Comisión rechazó que esta circunstancia concurriera en el caso *Crédit Lyonnais*, para el que adoptó una solución más convencional, sobre la que, en cierta medida, reflexiona la Comisión, expresando el trasfondo de su decisión en ese caso.

En efecto, pese a que la Comisión no descarta la posibilidad de una crisis generalizada, sin embargo, considera que la hipótesis más verosímil y que, por lo tanto,

⁽⁵³⁾ DCL, apartado 3.1, párrafo 20.

⁽⁵⁴⁾ No debemos olvidar, en este contexto, que la versión original de la fundamental Directiva 80/723/CEE de la Comisión, de 25 de junio de 1980, relativa a la transparencia de las relaciones financieras entre Estados miembros y empresas públicas (DO L 195, de 29 de julio de 1980, p. 35) excluía expresamente de su ámbito de aplicación, aunque con carácter temporal, diversos sectores, entre los que se encontraba el de los establecimientos públicos de crédito [artículo 4, apartado d)]; no incluyó a las entidades financieras hasta su reforma introducida por la Directiva 85/413/CEE, de 24 de julio de 1985 (DO L 229, de 28 de agosto de 1985). En la actualidad véase la versión consolidada de esta Directiva: Directiva 2006/111/CE, de 16 de noviembre de 2006 (DO L 318, de 17 de noviembre de 2006, p. 17).

⁽⁵⁵⁾ DCL, Apartado 3.2 (“Apreciación de la compatibilidad de una ayuda de Estado a uno o varios Bancos”), párrafo 2.

plantea de manera más detallada en 1995 era la de que las dificultades de uno o varios Bancos no tuvieran “por qué provocar necesariamente una crisis de confianza en todo el sistema”.

Sí ve más verosímil, porque de hecho está analizando un caso de estas características, que “[...] el incumplimiento de sus obligaciones por parte de un solo Banco de ciertas dimensiones, aunque se deba a errores internos de gestión, puede colocar en una situación comprometida a las entidades de crédito vinculadas financieramente con él, desencadenando una crisis más generalizada”⁽⁵⁶⁾.

A juicio de la Comisión, en este supuesto, “[p]uede ser necesaria la intervención del Estado, pero ello no debe significar un apoyo incondicional a la entidad en dificultades; no debe prestarse el apoyo sin una intervención importante del Estado en la reestructuración definitiva y en la limitación individual de la distorsión de la competencia ocasionada por la ayuda”⁽⁵⁷⁾.

En los casos de crisis de los que la Comisión denominaba en aquella ocasión como “grandes Bancos”, se debe comprobar, para valorar su eventual compatibilidad “[...] si éstas alteran las condiciones de los intercambios en forma contraria al interés común, según lo dispuesto en las letras a) o c) del apartado 3 del artículo 92. Por consiguiente, la Comisión debe verificar la existencia de un plan de saneamiento debidamente notificado, coherente y realista. Al analizar este plan, la Comisión tiene presente el hecho de que, en determinadas circunstancias, puede ser preciso tomar medidas especiales para evitar que la quiebra de un gran Banco tenga efectos negativos indeseables sobre los mercados financieros. El respeto del interés común puede exigir que la imposibilidad de quiebra de una entidad quede compensada con restricciones importantes de su capacidad competitiva”⁽⁵⁸⁾.

La Comisión acudió para admitir dicha compatibilidad a las por entonces vigentes Directrices sobre las ayudas de salvamento y de reestructuración de 27 de julio de 1994⁽⁵⁹⁾, conforme a las cuales, las ayudas debían respetar cuatro principios⁽⁶⁰⁾, todavía hoy vigentes⁽⁶¹⁾:

⁽⁵⁶⁾ DCL, apartado 3.2, párrafo 3.

⁽⁵⁷⁾ DCL, apartado 3.2, párrafo 3 *in fine*.

⁽⁵⁸⁾ DCL, apartado 3.2, párrafo 4 *in fine*.

⁽⁵⁹⁾ DO C 368 de 23 de diciembre de 1994, p. 12.

⁽⁶⁰⁾ DCL, apartado 3.1, párrafo 6.

⁽⁶¹⁾ Estos principios fueron, en realidad, enunciados ya por la Comisión en 1978, en su Comunicación al Consejo sobre la política de la Comisión en cuanto a programas de ayudas sectoriales. COM (78) 221 final, ampliamente comentada y parcialmente reproducida en el VIII Informe sobre la política de la competencia 1978 (1979), apartados 172 y ss.

- a) la ayuda debe permitir a la empresa recuperar la viabilidad en un plazo de tiempo razonable;
- b) la ayuda debe ser proporcional a los costes y beneficios de la reestructuración y no debe superar el importe estrictamente necesario;
- c) las ayudas deben falsear lo menos posible la competencia y la empresa debe contribuir financieramente de manera significativa a los costes de reestructuración, al objeto de limitar el falseamiento de la competencia en perjuicio de los competidores;
- d) deben tomarse medidas para compensar en lo posible las consecuencias desfavorables de la ayuda para los competidores.

Por su parte, en el supuesto de que el accionista principal del Banco en crisis fuera un Estado miembro, considera conveniente “separar el papel que desempeña éste en cuanto accionista de su función de autoridad de control cuya obligación es salvaguardar la confianza en el sistema bancario. Esta obligación puede conducir al Estado a conceder al Banco en crisis medidas de apoyo que vayan más allá de lo verdaderamente necesario para restablecer la viabilidad del Banco”⁽⁶²⁾.

En consecuencia, la Comisión podría “evaluar de manera más favorable las medidas de apoyo adoptadas por autoridades de supervisión independientes, sobre todo en el caso de los Bancos públicos, si garantizan la neutralidad de las intervenciones estatales y la igualdad de las condiciones de competencia”⁽⁶³⁾.

Con posterioridad al caso *Crédit Lyonnais* la práctica comunitaria recoge otros muchos ejemplos⁽⁶⁴⁾ de ayudas a entidades de crédito o entidades financieras, como en términos más amplios se refiere la Comisión.

No obstante, no todos ellos tuvieron causa en crisis de la propia entidad, sino que en alguna ocasión fue la propia Comisión la que decidió poner fin a un sistema de ayudas existentes⁽⁶⁵⁾, que perturbaba el libre juego de la competencia en el sector.

⁽⁶²⁾ DCL, apartado 3.1, párrafo 8.

⁽⁶³⁾ DCL, apartado 3.1, párrafo 6 *in fine*. En este caso piénsese en la polémica suscitada en España acerca del papel que iba a desempeñar el Banco de España en la aplicación del FROB (“Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria”), creado por el Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (BOE núm. 155, de 27 de junio de 2009). La Comisión ha autorizado este régimen de ayuda: Ayuda núm. N 337/2009, en http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?id=3_231609.

⁽⁶⁴⁾ Para una visión breve pero completa de las ayudas estatales al sector bancario, vid. MEROLA, M. e IBÁÑEZ COLOMO, P.: “Aides d’État et secteur bancaire: Une étude des effets de la réforme”, en *Concurrences*, núm. 1, 2007, pp. 20 a 34, en particular, pp. 21 a 23.

⁽⁶⁵⁾ El concepto de “Ayuda existente”, que simplemente enuncia el artículo 88 de la CE es definido de manera descriptiva por el artículo 1, letra b) del Reglamento (CE) núm. 659/1999 del Consejo de 22 de marzo de 1999 por el que se establecen disposiciones de aplicación del artículo 93 del Tratado CE (DO L 83 de 27 de marzo de 1999, p. 1).

Se trataba de un sistema de “garantías implícitas”⁽⁶⁶⁾, del que gozaban las “cajas de ahorros” alemanas⁽⁶⁷⁾ y austriacas⁽⁶⁸⁾, en virtud del cual su actividad resultaba garantizada de manera ilimitada por la autoridad pública, de la que dependían, lo que les permitía un margen de movimiento, prácticamente ilimitado⁽⁶⁹⁾.

Llegados a este punto y tras la interesante sorpresa que nos deparaba el pasado, podemos analizar ya, al menos con cierta perspectiva histórica, la situación actual, su evolución y las soluciones adoptadas para hacerle frente, bajo el liderazgo, en el caso europeo, un poco forzado por los acontecimientos, de la Comisión Europea.

III. LA CRISIS FINANCIERA ORIGINADA, EN PARTE, POR LAS SUBPRIME: ANÁLISIS DEL MARCO NORMATIVO SOBRE AYUDAS ESTATALES Y SU APLICACIÓN PRÁCTICA

Centrándonos ya en la situación actual, resultaría sin duda pretencioso entrar a analizar la causa o la concatenación de causas, externas e internas, que han provocado la crisis financiera que estamos atravesando. Sobre esta cuestión ya se han pronunciado numerosos expertos⁽⁷⁰⁾ y la literatura científica al respecto no tardará en ser ingente, siendo recurrente, como ya señalamos, la comparación con la Gran Depresión de

⁽⁶⁶⁾ A propósito de las denominadas “garantías implícitas”, vid. RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: “Una aproximación a los problemas suscitados por las denominadas garantías implícitas”, en *Revista Mensual de Competencia y Sectores Regulados*, Despacho Albiñana & Suárez de Lezo, núm. 25, 2004, pp. 11 a 15 y más recientemente. COLSON, J.P.: “Éléments relatifs à l’activité passée et future de la Commission européenne dans le domaine du contrôle des aides aux banques”, en *Concurrences*, núm. 1 (Coloque “Banque, Finances & Concurrente”), 2007, pp. 9 a 12.

⁽⁶⁷⁾ Vid. las Decisiones publicadas en el DO L 307, de 7 de noviembre de 2006.

⁽⁶⁸⁾ Ayuda: E 8/02 (DO C 175, de 24 de julio de 2003, p. 8).

⁽⁶⁹⁾ Un caso similar ocurría con el gigante eléctrico francés *Electricité de France (EdF)*, cuyo cambio de naturaleza jurídico instó asimismo la Comisión. Cfr. Decisión de la Comisión de 16 de diciembre de 2003 relativa a las ayudas estatales concedidas por Francia a EDF y al sector de las industrias eléctricas y del gas (DO L 49, de 22 de febrero de 2005, p. 9).

⁽⁷⁰⁾ Entre otros, vid. TORRERO MAÑAS, A.: *La Crisis Financiera Internacional y Económica Española*, Encuentro, 2008; RECARTE, A.: *El Informe Recarte 2009: la economía española y la crisis internacional*, La Esfera de los Libros, Madrid, 2009; ATTALI, J.: *La crise, et après?*, édition réactualisée 2009, Fayard, Paris, 2009; NANTO, D.K. (coord.): *The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications*, CRS Report for Congress Prepared for Members and Committees of Congress, July 2, 2009 [<http://www.fas.org/sgp/crs/misc/RL34742.pdf>]; IMF: *World Economic and Financial Surveys Global Financial Stability Report Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, April 2009 [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/index.htm>].

1929, aunque sería más deseable que la vista se detuviera en la crisis financiera sueca, que fue resuelta de modo más satisfactorio⁽⁷¹⁾.

Por ello, nos limitaremos en el presente trabajo a tomar la actual crisis como el marco de referencia y punto de partida de nuestro análisis, plenamente conscientes de que sus consecuencias para el panorama financiero en general y para el de determinados espacios económicos, como los Estados Unidos de América o Europa están aún por determinar, como el recuento de bajas tras una encarnizada batalla todavía sin concluir.

Lo que sí se puede afirmar es que el panorama financiero ya no será igual tras la crisis; más dudoso será que el sistema que sobreviva sea más fuerte y eficiente, pues ello está ligado, en gran medida, al uso que se dé a las ayudas públicas por parte de los Estados miembros, pues son en gran medida las ayudas el mecanismo principal al que se ha acudido para “rescatar” al sector. También debemos destacar que ésta sería sin duda una magnífica oportunidad para hacer realidad el mercado interior en el sector bancario, que en la práctica había venido siendo una quimera, como lo prueban las dificultades puestas por los diversos Estados miembros, con la única excepción del británico, a operaciones de fusión transfronterizas, en casos como casos Totta y Azores, Champalimaud o Banco di Laboro, en que los Estados de origen de las entidades que iban a ser adquiridas pusieron todas las trabas posibles para impedir las operaciones, que probablemente ahora verían con menos recelo⁽⁷²⁾.

1. La posición de los Gobiernos y las instituciones europeas frente a la crisis financiera

Observando los acontecimientos con cierta perspectiva, es posible advertir ya en la evolución del proceso de la actual crisis, en relación con la situación concreta de las instituciones financieras, la existencia de dos problemas básicos, íntimamente entrelazados entre sí: las dificultades de liquidez del sistema y los problemas de liquidez y/o solvencia de las entidades concretas.

1.1. Los iniciales problemas de liquidez del sistema

Una de las principales características de la presente crisis es su especial incidencia en el sector financiero en general y en las entidades de crédito en particular, afectando

⁽⁷¹⁾ En este sentido son especialmente ilustrativos: DIRECTORATE-GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS: “The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-1993. Seven reasons why it was successful”, en *European Economy*, Economics Paper, núm. 360, February, 2009 [http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication14098_en.pdf]; BERGSTRÖM, C.; ENGLUND, P. y THORELL, P.: “Securum and the Way out of the Swedish Banking Crisis”, en *Summary of a report commissioned by SNS-Center for Business and Policy Studies*, P.O., May 2003. Este trabajo puede consultarse en http://www.sns.se/document/securum_eng.pdf; ASLUND, A.: “Lessons for the US from the Swedish Bank Crisis”, Peterson Institute for International Economics, February 24th, 2009 [<http://www.iie.com/realtime/?p=504>].

⁽⁷²⁾ En este sentido, RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: “Crisis, fusiones bancarias y mercado interior”, en *La Voz de Galicia*, suplemento dominical Mercados, domingo 17 de enero de 2010, p. 4.

tando, no sólo a su liquidez, sino también, a su solvencia y, con ello, a la propia credibilidad del sistema financiero. Ello provoca la siempre temida crisis del sistema en su conjunto (*sistemic crisis*), por el temor a que los problemas de unas entidades acabaran afectando (“contagando”) a otras, a pesar de que éstas hubieran realizado una prudente gestión de sus riesgos.

Se suele convenir en que el origen del problema se encontraba en las ya, tristemente famosas “*subprime*” o hipotecas de “baja calidad”; es decir, con pocas expectativas de ser cobradas. La titulización posterior de estos créditos hipotecarios, con diferente grado de riesgo (de impago), que una vez comercializada se expandieron por toda la economía mundial, en una suerte de espiral perversa, desató, en primer lugar, el pánico en el mercado interbancario: los bancos y demás entidades financieras empezaron a dudar unas de otras, afectando a la liquidez del sistema ⁽⁷³⁾.

Este problema inicial de liquidez, evidenciado por la frase “nadie presta a nadie”, provocó intervenciones masivas y conjuntas, tanto del Banco Central Europeo (BCE), como de la Reserva Federal Norteamericana, la “FED”, con otros bancos centrales, fuera del marco de la denominada “Eurozona”, como el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón.

Estas intervenciones estaban destinadas básicamente a aportar liquidez al mercado para que las entidades pudiesen obtener capital para prestarlo a su vez, a la denominada “Economía real”; es decir, empresas y particulares (consumo), para que la actividad económica general no se viera paralizada por la falta de financiación. No podemos olvidar que la interacción entre la actividad bancaria y la actividad empresarial y el consumo marcan las pautas del funcionamiento de una economía de mercado.

La falta de liquidez, que limita su actividad como prestatarias, unida a los compromisos crediticios que muchas de ellas habían contraído con otras entidades para realizar su negocio, empezaron a preocupar seriamente a los organismos financieros mundiales (FMIF ⁽⁷⁴⁾, OCDE ⁽⁷⁵⁾) y a las autoridades de supervisión (FED,

⁽⁷³⁾ No cabe duda que la proliferación de títulos financieros, de naturaleza diversa, cada vez de mayor complejidad y, lo que es más importante, cada vez más desvinculados de la economía real, han sido un factor clave en la gravedad que ha alcanzado la actual crisis. Resulta de gran interés para conocer los primeros pasos de esta nueva economía financiera, la lectura de la biografía que de Sir Siegmund Warburg realizó el conocido economista Jacques Attali (ATTALI, J.: *Un hombre de influencia*, Editorial Seix Barral, S.A., Barcelona, 1992), que de manera expresiva señala en su portada “La vida de Sir Siegmund Warburg, el financiero que inventó las principales técnicas de las finanzas de hoy”.

⁽⁷⁴⁾ IMF: *World Economic Outlook. Crisis and Recovery*, World Economic and Financial Surveys, April 2009 [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>] and *The Implications of the Global Financial Crisis for Low-Income Countries*, March 2009 [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/books/2009/globalfin/globalfin.pdf>], *inter alia*.

⁽⁷⁵⁾ Vid. el 2008 OECD Financial Market Trends publication “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues” en: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/26/41942872.pdf>.

BCE)⁽⁷⁶⁾, surgiendo a ambos lados del Atlántico planes de choque destinados a romper la perversa espiral, que cada vez se hacía más acentuada, de la falta de crédito a los operadores económicos en la “economía real”, poniendo en circulación ingentes cantidades de fondos públicos para sostener el sistema financiero, ante la amenaza de una verdadera paralización del mercado⁽⁷⁷⁾.

1.2. *Los problemas de liquidez y/o solvencia de entidades financieras concretas*

Las diferentes y, en algunos casos intensivas y coordinadas, aportaciones de liquidez al sistema aludidas, sólo en parte permitieron paliar los efectos de liquidez del sistema; pero al mismo tiempo, comenzaron a aflorar los problemas de liquidez y de solvencias de algunas entidades, tanto financieras, como comerciales e industriales.

Esta nueva etapa de la crisis fue tratada de atajar por los diferentes Estados e instituciones, en el caso de la Unión Europea, interviniendo directamente en las empresas y entidades que comenzaban a presentar graves problemas.

En este punto se observa claramente las diferencias entre sistemas como el estadounidense, donde no existe propiamente un control sobre las ayudas públicas (desde la perspectiva de la competencia), y el sistema diseñado desde los Tratados constitutivos, en el marco de la Unión Europea. Lo que, como veremos, plantea grandes incógnitas de futuro, pues las empresas americanas que recibieron subsidios son, en buena medida, multinacionales, por lo que su recuperación con recursos públicos plantea problemas de competencia, que hoy por hoy, carecen de un foro adecuado para resolverse, de manera especialmente sensible en el caso del sector financiero⁽⁷⁸⁾.

Así, en el caso de los Estados Unidos de América, tanto el Gobierno Bush, como su sucesor, el Gobierno Obama, articularon programas de reactivación de la economía, que con importantes aportaciones de recursos públicos permitieron el rescate de importantes empresas en crisis, alguna de las cuales, como el caso de *General Motors*, han pasado, al menos transitoriamente, al sector público.

Frente al sistema de la Administración norteamericana, que, reiteramos, no contempla desde la perspectiva interna las ayudas públicas desde una perspectiva de

(76) Respecto a las diferencias en la actuación del BCE y la FED, vid. “BCE y Fed: dos formas de combatir la crisis”, publicado en el diario *Expansión* el 18-01-2010, con el antetítulo de “Décimo Aniversario de la creación del Observatorio del Banco Central Europeo”, en el que se destaca “MEDIDAS PARA EVITAR OTRA GRAN DEPRESIÓN. Los expertos reconocen que la Fed reaccionó antes y de forma más agresiva a la turbulencia, aunque creen que el BCE supo estar a la altura de las circunstancias con efectivas inyecciones de liquidez”.

(77) Desde la perspectiva de la UEF debemos citar el importante estudio, conocido como *Jacques de Larosière-Report to the European Council The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, chaired by Jacques de Larosière. En http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf igualmente, debemos subrayar el profundo análisis que lleva a cabo el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (“CEBS”, en inglés) revisando sus diferentes directrices. Acerca del CEBS y su actividad, vid. <http://www.c-ebs.org/Home.aspx>.

(78) Piénsese, por ejemplo, en los efectos que sobre el mercado financiero europeo puede causar el fortalecimiento, con recursos públicos, de entidades americanas que también operen en el mercado europeo.

competencia, la Unión Europea sí se haya dotada, desde la aprobación de los propios tratados constitutivos, de un completo y eficiente sistema de control de las ayudas estatales, como instrumento de integración económica, que se asienta en la perspectiva antitrust.

La existencia de este control comunitario impone a los Estados miembros ciertas limitaciones a la hora de conceder apoyo a sus empresas, pues las medidas que reúnan los requisitos recogidos en lo que ROBERTI⁽⁷⁹⁾ denominó “hipótesis compleja”, que formula el artículo 87.1 de la CE, deben someterse a un estricto control que, en la mayoría de los casos, o al menos, en términos generales, los más importantes, deben ser previamente autorizados por la Comisión Europea, a la que se deben notificar con carácter previo a su posible puesta en práctica.

El caso de la Unión Europea, que es en el que nos vamos a centrar a partir de ahora, la actual crisis ha sido un reto excepcional para la credibilidad del sistema de control comunitario de las ayudas estatales y, en gran medida, para la propia Unión Europea, en su conjunto, pues la necesidad imperiosa de afrontar la crisis desde una perspectiva europea no podía hacerse a costa de destruir, en la práctica, la credibilidad de uno de sus instrumentos más eficaces y de las instituciones, fundamentalmente la Comisión Europea, que lo mantenía hasta la fecha, con grandes dosis de realismo y rigor.

IV. LA RESPUESTA EUROPEA A UNA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

Es en la tensión entre el respeto a la legalidad comunitaria y los intereses nacionales de los Estados miembros, —plasmados en las diversas reuniones del Consejo Europeo de Economía y Finanzas (ECOFIN)—, por hacer frente a la crisis a través de soluciones individuales, —un capítulo más, aunque decisivo, de la permanente dialéctica de confrontación entre el interés de la Unión Europea y el de sus Estados miembros individualmente considerados—, donde debemos enmarcar la respuesta de las instituciones comunitarias, especialmente la Comisión Europea, “impulsada” por el ECOFIN, para hacer frente al panorama de crisis desencadenada a escala mundial⁽⁸⁰⁾.

(79) Vid. ROBERTI, G.M. (1993): “Le contrôle de la Commission des Communautés Européennes sur les aides nationales”, en *L'Actualité Juridique-Droit Administratif*, núm. 6, 20, juin, París, pp. 397 a 411, p. 399.

(80) Téngase en cuenta a este respecto la Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo “Un Plan Europeo de Recuperación Económica”, Bruselas, 26 de noviembre de 2008 [COM (2008) 800 final]. Un comentario del mismo podrá verse en esta publicación y en SIGNES DE MESA, J.I.: “Instituciones Financieras y Derecho de la Competencia en el contexto actual de crisis”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, E-Prints Complutense, núm. 24, September 2009 [<http://eprints.ucm.es/9413/>].

1. Los primeros casos en Europa

Los primeros casos de crisis de entidades financieras europeas, del que, sin duda, uno de los que más trascendencia pública adquirió en España fue el de la británica Northern Rock (una “*building society*”, especializada, por lo tanto, en hipotecas), van a ser resueltos con arreglo a las fórmulas que podemos denominar “tradicionales”: la aplicación del artículo 87.3.c) de la CE y las Directrices sobre ayudas de salvamento y reestructuración de empresas en crisis de 2004⁽⁸¹⁾, a las que, con posterioridad al caso *Crédit Lyonnais* se habían incorporado reglas específicas para el sector financiero, concretamente desde su versión de 1999⁽⁸²⁾.

Así, en las vigentes Directrices sobre ayudas de salvamento y reestructuración de empresas en crisis de 2004, en su nota 15, al aludir a las modalidades de ayuda, señala específicamente que:

“(15) Se puede hacer una excepción cuando se trate de ayudas de salvamento en el sector bancario, con objeto de que el establecimiento de crédito en cuestión pueda seguir ejerciendo temporalmente su actividad bancaria de conformidad con la normativa cautelar vigente (Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, DO L 126 de 26 de mayo de 2000, p. 1). En cualquier caso, las ayudas concedidas bajo una forma distinta a garantías sobre préstamos o préstamos que cumplan las condiciones establecidas en la letra a) deberán cumplir los principios generales aplicables a la ayuda de salvamento y no pueden consistir en medidas financieras estructurales referentes a los fondos propios del banco. Cualquier ayuda que adopte una forma distinta a garantías sobre préstamos o préstamos que cumplan las condiciones establecidas en la letra a) se tendrá en cuenta en el examen eventual de contrapartidas en el marco de un plan de reestructuración con arreglo a los puntos 38 a 42”.

Ésta es la fórmula que aplicó la Comisión en los primeros casos que se le plantearon: el ya citado de *Northern Rock*, o el del también británico *Bradford & Bingleys*. Sin embargo, ya con anterioridad, aunque con menos trascendencia pública, al menos en España, había tenido que afrontar otros casos, como el banco público alemán *German IKB*⁽⁸³⁾, o la caja regional, también alemana, *Sachsen LB*⁽⁸⁴⁾.

No obstante, algunos hechos resultan algo paradójicos, si no sorprendentes, pues como destacaba GRIFFITH, en su aludida exposición, en el caso *Northern Rock*, la Comisión no apreció ayuda estatal en la primera intervención pública sobre la entidad,

(81) DO C 244, de 1 de octubre de 2004, p. 2. Prorrogadas en 2009 (DO C 156, de 9 de julio de 2009, p. 3). Para un comentario general de estas Directrices ARPIO SANTACRUZ, J.: “Las ayudas públicas de salvamento y de reestructuración de empresas en crisis en el derecho comunitario: límites y régimen jurídico”, en *Actas de derecho industrial y derecho de autor*, tomo 25, 2004/2005, pp. 27 a 54.

(82) DO C 288, de 9 de octubre de 1999, p. 2.

(83) Caso C10/2008, *Restructuring aid to IKB* (Decision de 21 de octubre de 2008).

(84) Caso C9/2008, *Restructuring aid to Sachsen LB* (Decisión de 4 de junio de 2008).

apreciando que las medidas adoptadas por el Banco de Inglaterra el 14 de septiembre de 2007 satisfacían el “Principio del Inversor Privado en una Economía de Mercado”⁽⁸⁵⁾, aunque las posteriores exigían la apertura del procedimiento de investigación formal. Asimismo y respecto al caso *Bradford and Bingley*, la Comisión aceptó la ayuda, por sorprendente que pueda parecer, aplicando la regla *de minimis*⁽⁸⁶⁾.

De acuerdo con las citadas Directrices, la Comisión había aprobado inicialmente unas ayudas de rescate o salvamento, para, posteriormente, evaluar las posibles ayudas de reestructuración⁽⁸⁷⁾.

Haciendo un breve balance de esta primera etapa⁽⁸⁸⁾, podemos señalar que alguna de las entidades han sido liquidadas o están en proceso de liquidación (*Roskilde Bank*⁽⁸⁹⁾), han vendido parte de sus activos a competidores (*Bradford and Bingley*)⁽⁹⁰⁾

(85) Ayuda N70/2007. Vid ficha del caso en: http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=3_NN70_2007.

(86) La Comisión consideró como verdaderos beneficiarios de la ayuda a los impostores, no a la entidad misma. Vid. Ayuda NN 41/2008-Reino Unido. C (2008) 5673 final. *Rescue aid to Bradford & Bingley*, punto 34

(87) A este respecto, el punto 6 de las actuales Directrices señala: “6. Las Directrices de 1999 distinguían entre ayuda de salvamento y ayuda de reestructuración, definiéndose la primera como la que debe permitir que una empresa en crisis se mantenga en activo durante un período correspondiente al tiempo necesario para elaborar un plan de reestructuración o de liquidación. En principio, durante la fase de salvamento no podían adoptarse medidas de reestructuración financiadas mediante ayudas estatales. Sin embargo, esta distinción tan estricta entre salvamento y reestructuración ha planteado dificultades. Cabe la posibilidad de que las empresas en crisis necesiten tomar inmediatamente medidas estructurales urgentes con objeto de detener o reducir el deterioro de la situación financiera en la fase de salvamento. Por consiguiente las presentes Directrices amplían el concepto de «ayuda de salvamento» con objeto de que el beneficiario pueda tomar medidas urgentes, incluso de carácter estructural, como, por ejemplo, el cierre inmediato de una sucursal o cualquier otro tipo de supresión de las actividades que generen pérdidas. Teniendo en cuenta el carácter urgente de dichas ayudas, los Estados miembros deberían tener la posibilidad de optar por un procedimiento simplificado de autorización”.

(88) Seguimos en este punto la información suministrada por el ya aludido *Report From The Commission State Aid Scoreboard —Spring 2009 Update—*, titulado *Special Edition On State Aid Interventions In The Current Financial And Economic Crisis* [COM (2009) 164 final, Brussels, 8 de abril de 2009, p. 9], así como por la prensa.

(89) En el *Scoreboard-Special Edition 2009*, p. 7, se puede leer: “In July 2008, Denmark communicated the measures taken to rescue Roskilde Bank. However, the rescue aid approved by the Commission did not take effect and Denmark adopted a package of measures to liquidate the entity in an orderly manner whereby full creditor protection was granted. It was approved in november 2008, under the Guidance Communication on state aid to overcome the financial crisis”.

(90) Como se señala en el *Scoreboard- Special Edition 2009*, p. 8, “By September 2008, Bradford and Bingley, the UK mortgage bank, fell into difficulties and the UK authorities designed a package of measures to ensure financial stability, protect retail depositors and support the orderly winding down of the company while its retail deposit book was sold to Abbey National after a competitive process”.

al Banco de Santander), han sido adquiridas por terceros competidores (*Sachsen LB* ⁽⁹¹⁾) o incluso han pasado a control público ⁽⁹²⁾. No debemos olvidar, sin embargo, que aún quedan asuntos pendientes de resolver, al haberse abierto el correspondiente procedimientos de investigación formal para valorar la compatibilidad de algunas de las ayudas concedidas ⁽⁹³⁾.

En un ejemplo de transparencia, la Comisión publicó a mediados de 2009 el *Report from the Commission State Aid Scoreboard —Spring 2009 Update—*, titulado *Special Edition On State Aid Interventions In The Current Financial And Economic Crisis* ⁽⁹⁴⁾, que ofrece interesante información sobre la evolución de la crisis del sistema financiero europeo. En concreto, recoge una tabla ⁽⁹⁵⁾ que resume las ayudas a la reestructuración pendientes, en el momento de la publicación del informe (abril de 2009), de la aprobación por la Comisión de los correspondientes planes de reestructuración. Como veremos al final de este trabajo, algunos de esos casos han sido ya resueltos y otros posteriores se hayan pendientes o resueltos también.

(91) “Sajonia vende el banco Sachsen LB, afectado por la crisis «subprime», al Landesbank Baden-Württemberg” Leipzig (Alemania), *Europa Press*, de 27/08/2007.

(92) En el caso del Reino Unido y tal y como se hacía eco la prensa (por ejemplo, Associated Press, 8 de octubre de 2008), el Gobierno británico adquirió acciones preferentes en, al menos, ocho entidades, entre los bancos y cajas de ahorros (*Building societies*) más grandes del país, como Northern Rock and Bradford & Bingley, HBOS PLC, Barclays PLC and Royal Bank of Scotland PLC. En el mismo sentido, y fuera de la UE, algo similar ha ocurrido en Estados Unidos; [“U.S. Forces Nine Major Banks To Accept Partial Nationalization”, en *The Washintong Post* (edición digital), de 14 de octubre de 2008. <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/10/13/AR2008101300184.html>] o Islandia [“Islandia nacionaliza los tres primeros bancos del país en sólo cuatro días”, 9 de octubre de 2008, en <http://www.libertaddigital.com/economia/islandia-nacionaliza-los-tres-primeros-bancos-del-pais-en-solo-tres-dias-1276340454/>], que se plantea solicitar el ingreso en la UE para salvar su sector financiero.

(93) A este respecto, vid. cuadro de MEMO/09/380, de 9 de septiembre de 2009, “State aid: Overview of nacional measures adopted as a response to the financial/economic crisis”, titulado *Cases currently under formal investigation procedure* y con el mismo título, MEMO/09/564, de 17 de diciembre de 2009.

(94) COM (2009) 164 final, Bruselas, 8 de abril de 2009, p. 9. Vid. también los ya aludidos MEMO/09/380 y MEMO/09/564.

(95) “Table 1: Early cases: pending restructuring plans”, en *Scoreboard- Special Edition 2009*, p. 9.

Se trata de las ayudas a las entidades alemanas *WestLB*⁽⁹⁶⁾ e *Hypo Real Estate Holding*⁽⁹⁷⁾ y a las británicas *Northern Rock*⁽⁹⁸⁾ y *Bradford and Bingley*⁽⁹⁹⁾.

2. La Comisión toma la iniciativa frente a un problema global

La imposibilidad de hacer frente a los casos que se iban sucediendo en Europa con los instrumentos jurídicos “tradicionales”, y la presión de los Estados miembros, tanto de forma individual, como colegiada a través del Consejo de la Unión Europea⁽¹⁰⁰⁾, llevó a la Comisión a dar un giro a su política sobre ayudas estatales, decidida a tomar el timón de los acontecimientos, antes de que su prestigio y la legalidad comunitaria se vieran afectados por los ecos del “*sálvese quien pueda*” y los cantos al proteccionismo económico que surgían atronadores desde los Estados miembros, que resultaban, sin duda alguna, claramente opuestos a los principios inspiradores de la Unión Europea y la construcción del Mercado Interior.

Con este motivo, la Comisión adoptó el 13 de octubre de 2008, una fundamental Comunicación (*soft law*), titulada *La aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la actual crisis financiera Mundial*⁽¹⁰¹⁾, más conocida como la *Comunicación banca-*

⁽⁹⁶⁾ Ayuda núm. C43/2008. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result “State aid: Commission approves aid package for German bank WestLB” IP/09/741, de 12 de mayo de 2009. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/741>.

⁽⁹⁷⁾ Ayuda núm. NN44/2008. Vid. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

⁽⁹⁸⁾ C14/2008. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result Vid., asimismo, las notas de prensa IP/08/489, de 2 de abril de 2008: “State aid: Commission launches in-depth investigation into UK restructuring aid package for Northern Rock” e IP/09/713, de 7 de mayo de 2009: “State aid: Commission extends in-depth investigation into UK aid package for Northern Rock”.

⁽⁹⁹⁾ Ayuda núm. NN41/2008. Vid. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result “State aid: Commission approves UK rescue aid package for Bradford & Bingley” IP/08/1437, de 1 de octubre de 2008 <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1437> Resulta también de interés en este punto, KROES N.: “State aid decisions on Commerzbank, Hypo Real Estate and Northern Rock. Opening remarks at press conference”, Brussels, 7th May 2009, disponible en <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/09/217&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

⁽¹⁰⁰⁾ Cada Comunicación de la Comisión en esta materia ha venido precedida por el impulso dado por el Consejo en las reuniones del ECOFIN, como deja constancia la propa Comisión en ellas.

⁽¹⁰¹⁾ DO C 270, de 25 de octubre de 2008, p. 8. La versión inglesa emplea la expresión “global”, que ha sido traducida por “Mundial”, que aunque similar, no entendemos plenamente coincidente, pues no destaca la íntima relación de unos casos con otros dada la globalidad *de facto* del mercado financiero. Para un comentario de este documento, vid., entre otros, RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: “Los Principios

ria, a la que han seguido tres comunicaciones posteriores, destinadas a ofrecer aclaraciones a los Estados miembros acerca de las posibles soluciones a la crisis, dentro del escrupuloso respeto a la legalidad comunitaria⁽¹⁰²⁾. Estas son:

- 1.º La Comunicación sobre *La recapitalización de las instituciones financieras en la crisis financiera actual: limitación de las ayudas al mínimo necesario y salvaguardias contra los falseamientos indebidos de la competencia*⁽¹⁰³⁾, más conocida como la *Comunicación sobre recapitalización*.
- 2.º La Comunicación sobre *El tratamiento de los activos cuyo valor ha sufrido un deterioro en el sector bancario comunitario*⁽¹⁰⁴⁾, o *Comunicación sobre activos deteriorados*⁽¹⁰⁵⁾ y,
- 3.º La Comunicación titulada *La recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales*⁽¹⁰⁶⁾.

Vamos a comentar, aunque sea de manera breve estos cuatro documentos. No obstante, debemos destacar, con carácter preliminar, que en esta segunda y novedosa fase, iniciada con la publicación de la Comunicación Bancaria, se observa con claridad cómo la Comisión ha seguido en gran medida las “Directrices” expuestas a propósito del caso *Crédit Lyonnais* de 1995, así como que se toman en consideración tanto los proyectos de ayudas individuales o *ad hoc*⁽¹⁰⁷⁾, como los programas de ayudas⁽¹⁰⁸⁾

generales de la Comunicación de la Comisión sobre las ayudas estatales a las entidades financieras en dificultades”, en *Revista Mensual de Competencia y Sectores Regulados*, Despacho CMS Albiñana & Suárez de Lezo, núm. 66, diciembre 2008, pp. 12 a 15, y HATTON, C. y COUMES, J.M. (2009): “Comisión Adopts Guidelines on State Aids to the Financial Sector”, en *European Competition Law Review*, núm. 2, pp. 51 y 52.

(102) En este mismo sentido, GERARD, D.: “EC competition law enforcement at grips with the financial crisis: Flexibility on the means, consistency in the principles”, en *Concurrences*, núm. 1-2009, pp. 46 a 62.

(103) DO C 10, de 15 de enero de 2009, p. 2.

(104) DO C 72, de 26 de marzo de 2009, p. 1.

(105) La prensa en general prefirió la más gráfica expresión de “activos tóxicos”.

(106) DO C 195, de 19 de agosto de 2009, p. 9.

(107) El Reglamento (CE) núm. 659/1999 del Consejo de 22 de marzo de 1999 por el que se establecen disposiciones de aplicación del artículo 93 del Tratado CE (DO L 83 de 27 de marzo de 1999, p. 1) define a las “Ayudas individuales” como “e) «ayuda individual»: la ayuda que no se concede en virtud de un régimen de ayudas y la ayuda concedida con arreglo a un régimen de ayudas pero que debe notificarse”.

(108) El citado Reglamento (CE) núm. 659/1999 define a los “régimenes de ayuda”, en su artículo 1.d): “d) «régimen de ayudas»: el dispositivo con arreglo al cual se pueden conceder ayudas individuales a las empresas definidas en el mismo de forma genérica y abstracta, sin necesidad de medidas de

destinados específicamente al sector financiero⁽¹⁰⁹⁾, recogiendo en ambas modalidades diversas fórmulas de ayuda, principalmente en forma de garantía y de recapitalización, a través de la suscripción de valores de diferente naturaleza y contenido, destinados a reforzar los recursos propios de las entidades⁽¹¹⁰⁾, motivadas estas últimas⁽¹¹¹⁾, en muchos casos, por la necesidad de garantizar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los coeficientes de solvencia que se les exigen a estas entidades para operar en el mercado⁽¹¹²⁾.

2.1. La Comunicación bancaria⁽¹¹³⁾

La primera Comunicación, de 13 de octubre de 2008, trata de ofrecer reglas claras y, por lo tanto, fijar límites a las ayudas estatales, en un sector tan delicado como el financiero y en un contexto que amenazaba con escapársele de las manos a la Comisión, pues muchos Estados miembros habían comenzado a conceder ayudas individuales y establecer regímenes generales sin haberlo notificado previamente a la Comisión (Ayuda “NN”).

La Comisión parte del reconocimiento del carácter global de la crisis y la variedad de situaciones concretas en las que podrían encontrarse las diversas entidades

aplicación adicionales, así como todo dispositivo con arreglo al cual pueda concederse ayuda, no vinculada a un proyecto específico, a una o varias empresas por un período indefinido o por un importe ilimitado;” Asimismo y como expresa la propia Comisión, la aprobación de dichos planes responde a los objetivos de garantizar la estabilidad financiera y reestablecer el crédito a la economía real. El texto concreto y completo es: “The Commission services, more specifically, DG Competition, have undertaken the review of the existing national guarantee and recapitalisation schemes with respect to their objectives of ensuring financial stability and restoring lending to the real economy while safeguarding the internal market, minimising distortions of competition and paving the way to return to normal market functioning when possible” (DG Competition’s review of guarantee and recapitalisation schemes in the financial sector in the current crisis, op. cit., p. 1).

⁽¹⁰⁹⁾ En relación a este punto, la Comisión ha hecho pública la *DG Competition’s review of guarantee and recapitalisation schemes in the financial sector in the current crisis*, 7 August 2009, todavía no publicada en el DO. Puede accederse a la versión en inglés única disponible, por el momento, en http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/review_of_schemes_en.pdf Vid. asimismo, “State aid: Review of national aid schemes introduced during the financial crisis”, MEMO/09/360, de 10/08/2009 <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/09/360&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

⁽¹¹⁰⁾ A este respecto, resulta nuevamente ilustrativa otra tabla ofrecida por el *Scoreboard-Special Edition 2009*, p. 19, que incorpora una tabla relativa Regímenes de Recapitalización revisados por la Comisión hasta el 31 de marzo de 2009: volumen máximo por Estados (*Table 3: Recapitalisation schemes reviewed by the Commission until 31 March 2009: maximum volume by country*).

⁽¹¹¹⁾ Acerca de esta cuestión resulta imprescindible la lectura del ya clásico trabajo de FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de recursos propios*, Marcial Pons, Madrid, 1992.

⁽¹¹²⁾ Téngase en cuenta la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición) (DO L 177, de 30 de junio de 2006, p. 9) y la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero, modificada por la Ley 36/2007, de 16 de noviembre.

⁽¹¹³⁾ DO C 270, de 25 de octubre de 2008, p. 8.

financieras, destacando el hecho de que hasta las más sólidas y que habían actuado con mayor rigor, debían afrontar el problema de la falta de liquidez y la desconfianza generada en los mercados. Ello suponía, en consecuencia, que no existían recetas únicas, válidas para todos los casos, aunque sí resultaba posible, —y necesario, añadimos—, ofrecer reglas generales, para mantener la coherencia del sistema⁽¹¹⁴⁾.

La primera cuestión que debemos destacar es que la Comisión parte de que la valoración de las medidas de apoyo a las entidades financieras en dificultades⁽¹¹⁵⁾ se van a evaluar, no sólo al amparo del artículo 87.3.c) de la CE, como se venía haciendo hasta ese momento, sino también a la luz de otro precepto del Tratado de la CE, de aplicación más excepcional: el artículo 87.3.b)⁽¹¹⁶⁾, que ampara la concesión de ayudas estatales “destinadas a poner remedio a una grave perturbación en la economía de un Estado miembro”⁽¹¹⁷⁾; si bien, dicha excepción, conforme a la jurisprudencia consolidada de los tribunales comunitarios, “debe interpretarse de forma restrictiva respecto a lo que puede considerarse una perturbación grave de la economía de un Estado miembro”⁽¹¹⁸⁾.

Para la Comisión esta excepción, a la que ya hacían mención las “Directrices de 1995”, resultaba “[...] una base jurídica apropiada para las medidas de ayuda adoptadas para abordar esta crisis sistémica”, en especial, “[e]n caso de que las autoridades del Estado miembro responsables de la estabilidad financiera declaren a la Comisión

(114) La presente comunicación constituye la respuesta de la Comisión al problema al que debe hacer frente y la respuesta coordinada a las conclusiones alcanzadas en el Consejo de Economía y Finanzas (ECOFIN) de 7 de octubre de 2008, del que había surgido el compromiso de los Estados miembros de adoptar todas las medidas necesarias para reforzar la solidez y estabilidad del sistema bancario, al objeto de restablecer la confianza y el adecuado funcionamiento del sector financiero,

(115) Para la Comisión, “cabe subrayar que las consideraciones anteriores implican que el recurso al artículo 87, apartado 3, letra b) no puede preverse por principio en situaciones de crisis de otros sectores individuales cuando no exista un riesgo comparable de que tengan un impacto inmediato en la economía de un Estado miembro en su conjunto. Por lo que se refiere al sector financiero, sólo puede invocarse esta disposición en circunstancias verdaderamente excepcionales en las que esté en peligro el funcionamiento de los mercados financieros” (Comunicación bancaria, punto 11). Al amparo de dichas circunstancias excepcionales en posible acudir a dicha norma [artículo 87.3.b)], “pero no de forma ilimitada, sino solamente mientras la situación de crisis justifique su aplicación” (Comunicación bancaria, punto 12).

(116) Vid. LENOIR, N. y COMBET, M.L.: “Crise et aides d’État: L’opportune résurgence de l’article 87.3.b) CE”, en *Concurrences*, núm. 2-2009 I, pp. 1 a 9 (en particular, p. 1).

(117) En la década de los ochenta, Grecia ya se había beneficiado de esta excepción en diversas ocasiones. Cfr. RODRÍGUEZ CURIEL, J.W.: *Ayudas de Estado...*, op. cit., p. 147 (anexo 11.11. Ley de griega sobre organización para la recuperación financiera de las empresas).

(118) Comunicación bancaria, punto 8.

que existe tal riesgo de perturbación grave [...]”⁽¹¹⁹⁾. Es decir, se acude al propio Derecho originario para justificar la intervención pública, a través de ayudas estatales.

Por el contrario, en el caso de “intervenciones específicas de los Estados miembros” sin excluir del todo su posible aplicación, “la evaluación de la ayuda debe seguir los principios generales establecidos en las directrices S & R”; es decir, combinándolo con el artículo 87.3.c) de la CE en que éstas se basan, lo que permitiría “la aprobación de medidas excepcionales tales como intervenciones estructurales de urgencia, protección de derechos de terceros (por ejemplo, acreedores), y medidas de rescate que potencialmente pueden superar los 6 meses”⁽¹²⁰⁾.

Como consecuencia de esta afirmación de principio, “todos los regímenes generales creados sobre esta base, [...], se revisen regularmente y finalicen tan pronto como la situación económica del Estado miembro en cuestión lo permita. Si bien se reconoce que actualmente es imposible predecir la duración de los problemas extraordinarios actuales en los mercados financieros, y que para restablecer la confianza puede ser imprescindible señalar que una medida durará mientras la crisis continúe, la Comisión considera necesario para establecer la compatibilidad de cualquier régimen general *que el Estado miembro realice un análisis al menos cada seis meses e informe a la Comisión sobre el resultado de tal análisis*”⁽¹²¹⁾.

Otra cuestión que debemos resaltar es que la Comisión no alude en esta Comunicación, ni tampoco en las posteriores, al aludido “Principio del Inversor privado en una economía de Mercado”⁽¹²²⁾. A pesar de ello su aplicación es invocada con frecuencia por los Estados miembros para eludir el carácter de ayuda estatal, —que se trata de una “ventaja económica”—, y la Comisión se ve obligada a analizarlo, tal y como se recoge en múltiples Decisiones⁽¹²³⁾. Si se determinara, como sucede en algunos casos ya citados, que un inversor privado comparable habría actuado de igual forma, no

⁽¹¹⁹⁾ Comunicación bancaria, punto 9.

⁽¹²⁰⁾ Comunicación bancaria, punto 10.

⁽¹²¹⁾ Comunicación bancaria, punto 13. La cursiva es nuestra.

⁽¹²²⁾ Destacamos que tampoco lo hace en las tres posteriores que aclaran esta primera, de carácter más general.

⁽¹²³⁾ A título de ejemplo, vid. Ayuda N 533/2008, “Support measures for the banking industry in Sweden”, de 29 de octubre de 2008, en la que la Comisión señala expresamente que “31. En particular, la Comisión está convencida de que en la las actuales circunstancias de crisis financiera ningún inversor privado habría otorgado una garantía tan significativa en deuda privilegiado en los bancos beneficiados” (traducción propia [http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result]). Como ejemplo de ayuda individual, vid. Ayuda N 602/2008, “The Belgian Aid to KBC Group NV”, de 18 de diciembre de 2008, en la que señala la Comisión “(40) Contrariamente a la posición de las Autoridades belgas, que aseguran que están actuando de acuerdo con el principio del inversor privado, la Comisión considera que la medida descrita más arriba constituye una ayuda estatal a KBC conforme al artículo 87 (1) de la CE” (Traducción propia). La Comisión justifica esta afirmación en los apartados 45 a 53 de la Decisión, en la que la ayuda se instrumentaba en la suscripción de valores por un importe de 3.500 mlls de euros, en unas condiciones que la Comisión no consideró “de Mercado” [http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result]).

estaríamos ante una ayuda estatal a pesar de cumplirse las condiciones del artículo 87.1 de la CE, pues faltaría el pre-requisito de su aplicación.

La Comisión parte de la necesidad de dar un tratamiento diferenciado⁽¹²⁴⁾ entre las “instituciones financieras que no tienen liquidez pero que por lo demás son esencialmente sólidas”, “*en ausencia de las circunstancias excepcionales actuales*”⁽¹²⁵⁾, del que puede dispensarse a las instituciones financieras “caracterizadas por problemas endógenos” (podríamos traducirlo como aquellas que sufren la crisis por sus propios deméritos).

En relación con las primeras, “las distorsiones de la competencia resultantes de regímenes que apoyen la viabilidad de tales instituciones serán más limitadas y requerirán normalmente una reestructuración menos importante”.

En el caso de las segundas, “encajarían en el marco normal de las ayudas de salvamento, y necesitarían una reestructuración de gran envergadura, así como medidas compensatorias destinadas a limitar las distorsiones de la competencia”.

En ambos supuestos, sin embargo, la Comisión reconoce que, “a falta de salvaguardias apropiadas, las distorsiones de la competencia pueden ser considerables a raíz de la aplicación de regímenes de garantía y recapitalización, pues podrían favorecer indebidamente a los beneficiarios en detrimento de sus competidores o podrían agravar los problemas de liquidez de instituciones financieras situadas en otros Estados miembros”⁽¹²⁶⁾. Este es, entendemos, el *quid* de la cuestión y de la preocupación de la Comisión.

La Comisión acude a los “principios generales”⁽¹²⁷⁾, que inspiran la regulación comunitaria sobre ayudas estatales, recordando que:

“[...] se requiere que la ayuda concedida no exceda de lo que sea estrictamente necesario para lograr su objetivo legítimo y que las distorsiones de la competencia se eviten o minimicen en la medida de lo posible, y teniendo en cuenta las circunstancias actuales, todas las medidas generales de apoyo deben:

- estar bien enfocadas, a fin de poder lograr eficazmente el objetivo de solucionar una perturbación grave en la economía,
- ser proporcionales al problema en cuestión, y no ir más allá de lo que se requiere para lograr este efecto, y
- estar diseñadas de tal manera que se minimicen las repercusiones negativas en los competidores, otros sectores y otros Estados miembros”.

(124) Comunicación bancaria. Punto 14.

(125) Cursiva nuestra.

(126) Comunicación bancaria, punto 14.

(127) Por ello, recuerda finalmente en este punto los “Principios generales que subyacen en las normas del Tratado sobre ayudas estatales”, remedo de los ya recogidos en el *VIII Informe sobre la Política de la Competencia* (1978).

La autorización de las ayudas quedará condicionada a la imposición de diversas salvaguardas, pues, “14. [...] podrían favorecer indebidamente a los beneficiarios en detrimento de sus competidores o podrían agravar los problemas de liquidez de instituciones financieras situadas en otros Estados miembros”.

Sobre estas bases, se exponen diferentes reglas relativas a las diversas modalidades de ayuda, centrándose en dos: las garantías⁽¹²⁸⁾ y la recapitalización pública⁽¹²⁹⁾, previendo, asimismo, reglas para la liquidación controlada de las entidades en crisis⁽¹³⁰⁾ y de las ayudas a la liquidez⁽¹³¹⁾.

Atendiendo al carácter de este trabajo no nos centraremos ahora en las distintas modalidades de ayuda previstas en esta Comunicación, sino que lo haremos sólo respecto a alguna de ellas, a la luz de las tres siguientes que la siguieron.

No debemos omitir, sin embargo, el establecimiento de un procedimiento acelerado para la tramitación de estos expedientes (“7. Tratamiento rápido de las investigaciones en materia de ayudas estatales”), que ya había sido una pretensión ambicionada por la DG COMP⁽¹³²⁾. Concretamente, la Comunicación establece que:

“53. Al aplicar las normas sobre ayudas estatales a las medidas objeto de la presente Comunicación, de manera que tengan en cuenta las actuales condiciones del mercado financiero, la Comisión, en cooperación con los Estados miembros, debe asegurar tanto que cumplen su objetivo como que las distorsiones de la competencia a que den lugar tanto en el interior de los Estados miembros como entre éstos, se mantengan en un nivel mínimo. Para facilitar esta cooperación y proporcionar a los Estados miembros y a los terceros la seguridad jurídica necesaria por lo que respecta al cumplimiento de las medidas adoptadas con el Tratado (que es un componente significativo para restablecer la confianza en los mercados), es de vital importancia que los Estados miembros informen a la Comisión de sus intenciones y notifiquen los planes para introducir tales medidas de la forma más completa posible y cuanto antes, y, en cualquier caso, antes de que se aplique la medida. La Comisión ha tomado medidas adecuadas para garantizar una adopción rápida de decisiones tras la notificación completa de las medidas, en caso necesario en el plazo de 24 horas y durante un fin de semana”⁽¹³³⁾.

(128) Apartado 3 (“Garantías que cubren las responsabilidades de las instituciones financieras”), puntos 17 a 33.

(129) Apartado 4 (“Recapitalización de las instituciones financieras”), puntos 34 a 42.

(130) Apartado 5 (“Liquidación controlada de las instituciones financieras”), puntos 43 a 50.

(131) Apartado 6 (“Concesión de otras formas de ayuda a la liquidez”), puntos 51 y 52.

(132) Vid. RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: “Las Entidades...”, op. cit, pp. 93 y 94, nota 53, con la bibliografía allí citada.

(133) Como señalan GOMES DA SILVA, A. y SANSOM, M. (“Antitrust Implications...”, op. cit., p. 28). El rescate del británico *Bradford & Bingley* fue aprobado por la Comisión en el plazo record de 24 horas (aunque hubo negociaciones previas a la presentación de la solicitud). Este artículo se puede consultar en <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2009/apr09/Spring09-daSilvaC.pdf>.

2.2. *La Comunicación sobre recapitalización*

Esta segunda Comunicación, complementaria de la primera, viene a responder a la demanda de los Estados miembros de obtener nuevas orientaciones para adoptar medidas relativas a la recapitalización de sus entidades financieras en crisis. Al mismo tiempo, va a abordar las consecuencias de esa situación de crisis sobre la economía real, a causa de la restricción del crédito y sus efectos sobre la marcha de la economía en general, evidenciado cómo a la crisis del sistema financiero se une la preocupación por la falta de liquidez del mercado en su conjunto, pese a los esfuerzos coordinados de diversos bancos centrales, entre ellos, el BCE y la FED.

Como ya habíamos adelantado, la Comunicación bancaria ya recogía algunas previsiones relativas a la recapitalización públicas de entidades financieras, a las que había hecho mención expresa, —como a las garantías públicas—, el Consejo de Economía y Finanzas (ECOFIN) de 7 de octubre de 2008, de cuyas conclusiones extraía la Comisión ⁽¹³⁴⁾ que se debían “[...] adoptar todas las medidas necesarias para reforzar la solidez y estabilidad del sistema bancario, a fin de restablecer la confianza y el adecuado funcionamiento del sector financiero. La recapitalización de las instituciones financieras vulnerables sistémicamente relevantes se consideró como un medio, entre otros, de proteger debidamente los intereses de los depositantes y la estabilidad del sistema. [...]” ⁽¹³⁵⁾.

Asumiendo, en consecuencia, la Comisión el compromiso de “[...] dar unas orientaciones en cuanto al amplio marco en el que puedan evaluarse rápidamente la compatibilidad con las reglas de ayudas estatales de los regímenes de recapitalización y garantía, y los casos de aplicación de tales regímenes”.

La nota distintiva de esta recapitalización, —que como veremos es más explícita en la Comunicación sobre Recapitalización—, es que ésta, como las demás formas de ayuda sean temporales ⁽¹³⁶⁾.

El objetivo de la recapitalización pública es “proporcionar fondos públicos a fin de reforzar directamente la base de capital de las instituciones financieras, o facilitar la inyección de capital privado por otros medios, a fin de evitar repercusiones sistémicas negativas” ⁽¹³⁷⁾.

Asimismo, la Comisión bancaria recogía los siguientes criterios por los que debían registrarse las recapitalizaciones públicas que, como expone, eran similares a los previstos para las garantías:

⁽¹³⁴⁾ Comunicación bancaria, punto 3.

⁽¹³⁵⁾ Comunicación bancaria, punto 3.

⁽¹³⁶⁾ Así se recoge en la Comunicación bancaria al exponer en nota (1) Las conclusiones de la aludida reunión del ECOFIN, entre cuyos principios de actuación ante la crisis establece en primer lugar que “las intervenciones deberán ser oportunas y la ayuda debe ser en principio temporal”.

⁽¹³⁷⁾ Comunicación bancaria, punto 34.

- “—criterios de elegibilidad objetivos y no discriminatorios,
- ámbito temporal del régimen,
- limitación de la ayuda a lo estrictamente necesario,
- la necesidad de salvaguardias contra los posibles abusos y distorsiones indebidas de la competencia, teniendo en cuenta que la naturaleza irreversible de las inyecciones de capital implica la necesidad de incluir en el régimen disposiciones que permitan al Estado miembro controlar y garantizar la observancia de estas salvaguardias y tomar medidas que eviten distorsiones indebidas de la competencia, en su caso, en una fase posterior (2), y la exigencia de que la recapitalización, como medida de urgencia para apoyar la institución financiera durante la crisis, vaya seguida de un plan de reestructuración del beneficiario, que será examinado separadamente por la Comisión, teniendo en cuenta tanto la distinción entre las instituciones financieras fundamentalmente sólidas afectadas exclusivamente por las actuales restricciones de acceso a la liquidez y los beneficiarios que, además, registran problemas de solvencia de carácter más estructural relacionados por ejemplo con su modelo empresarial específico o su estrategia de inversión, como el impacto de esa distinción en el nivel de reestructuración necesario”.

La Comisión aportaba ya también algunas reglas singulares:

“37. La elegibilidad deberá basarse en criterios objetivos, tales como la necesidad de garantizar un nivel suficiente de capitalización por lo que se refiere a los requisitos de solvencia, que no den lugar a un tratamiento discriminatorio injustificado. La evaluación de la necesidad de apoyo realizada por las autoridades de supervisión financiera constituirá un elemento positivo.

38. La inyección de capital debe limitarse al mínimo necesario y no debe permitirse al beneficiario que inicie estrategias comerciales agresivas, una expansión de sus actividades u otros comportamientos que impliquen distorsiones indebidas de la competencia. En ese contexto, se evaluará positivamente el mantenimiento de requisitos mínimos de solvencia reforzados, y/o la limitación del valor total del balance de la institución financiera. Los beneficiarios deberían contribuir todo lo posible, teniendo en cuenta la crisis actual, con sus propios medios, incluida la participación privada.

39. Las inyecciones de capital en instituciones financieras deben hacerse en términos que minimicen el importe de la ayuda. Según el instrumento elegido (por ejemplo, acciones, garantías, capital subordinado, etc.), el Estado miembro en cuestión debe, en principio, recibir derechos de valor correspondiente a su participación en la recapitalización.

El precio de emisión de las nuevas acciones deberá fijarse sobre la base de una evaluación orientada por el mercado. Con el fin de garantizar que la ayuda estatal sólo se conceda a cambio de una contrapartida adecuada, los instrumentos como las acciones privilegiadas con una remuneración correcta se considerarán positivamente.

Alternativamente, deberá considerarse la introducción de mecanismos de reembolso y cláusulas de prosperidad ⁽¹³⁸⁾”.

Finalmente, respecto al control de estas medidas, se establece que “la aprobación del régimen de ayudas no exime a los Estados miembros de presentar a la Comisión un informe semestral sobre la utilización del régimen, y los planes individuales para las empresas beneficiarias en el plazo de 6 meses a partir de la fecha de la intervención [...]” ⁽¹³⁹⁾.

A partir de estas bases, la nueva Comunicación sobre recapitalización pública aborda diferentes aspectos complementarios, que no habían sido analizados en detalle o ni siquiera se habían aludido en la Comunicación bancaria. Obviamente, atendiendo a la naturaleza, objetivos y finalidad del presente trabajo, no podemos centrarnos en todos los interesantes aspectos que trata esta nueva Comunicación, sino que únicamente nos vamos a centrar en dos: los objetivos a los que responde esta nueva Comunicación y, en segundo lugar, en los criterios de valoración para realizar la recapitalización, noción que, como ya hemos señalado, debe entenderse en sentido más económico (fondos propios o capital de riesgo), que estrictamente jurídico.

Respecto a la primera cuestión, tres son los objetivos de la Comunicación: 1) restaurar la estabilidad financiera, 2) garantizar la concesión de préstamos a la economía real y 3) abordar el riesgo sistémico de posible insolvencia. Estos objetivos comunes se pretenden conseguir “[e]n el contexto de la situación imperante en los mercados financieros” ⁽¹⁴⁰⁾, manifestando así la Comisión su convencimiento de que se pueden satisfacer a través de la recapitalización de los bancos. Por ello, este documento debe ponerse en relación con la Comunicación por la que se establece el *Marco temporal comunitario aplicable a las medidas de ayuda estatal para facilitar el acceso a la financiación en el actual contexto de crisis económica y financiera* ⁽¹⁴¹⁾, cuyo objetivo es la economía real y que se apoya también jurídicamente en el artículo 87.3.b) de la CE.

Sin embargo, desde una perspectiva más práctica, la cuestión más compleja que plantean las recapitalizaciones públicas es la del precio de adquisición del capital por parte de los poderes públicos, pues la cotización bursátil de estas entidades puede verse afectada por la crisis del sistema y el recelo de los inversores. En este punto la Comunicación reconoce expresamente que sigue las Recomendaciones del Consejo de

⁽¹³⁸⁾ Esta cláusula, como ya vimos, había sido exigida por la Comisión en el caso *Crédit Lyonnais*.

⁽¹³⁹⁾ Punto 41 de la Comunicación bancaria.

⁽¹⁴⁰⁾ Comunicación sobre recapitalización, punto 4.

⁽¹⁴¹⁾ DO C 16, de 22 de enero de 2009, p. 1.

Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), de 20 de noviembre de 2008⁽¹⁴²⁾, que propusiera una metodología para la evaluación comparativa de la fijación de precios de las medidas públicas de recapitalización destinadas a instituciones esencialmente sólidas en la zona del euro. Para la Comisión, las citadas Recomendaciones “[...] el BCE hace especial hincapié en la efectividad de las medidas de recapitalización con vistas a reforzar la estabilidad financiera y fomentar que el crédito fluya sin trabas a la economía real. Al mismo tiempo, subraya la necesidad de una fijación de precios basada en el mercado, que incluya el riesgo específico de los distintos bancos beneficiarios y la necesidad de preservar la igualdad de condiciones entre los bancos competidores.

El BCE proponía un régimen de fijación de precios para las inyecciones de capital “basado en una horquilla de índices de rendimiento para los bancos beneficiarios, que son instituciones financieras esencialmente sólidas, independientemente de las variaciones de sus perfiles de riesgo”⁽¹⁴³⁾.

Con esta Comunicación la Comisión reconoce que “pretende ampliar las orientaciones hasta abarcar las condiciones distintas de los índices de remuneración y los términos en los que bancos que no son esencialmente sólidos pueden acceder al capital público”, añadiendo la Comisión que “las medidas de recapitalización de los Estados miembros deben tener en cuenta la infravaloración del riesgo en el período anterior a la crisis. De lo contrario, los índices de remuneración pública podrían dar ventajas competitivas indebidas a los beneficiarios y a la postre provocar un efecto de expulsión de la recapitalización privada”⁽¹⁴⁴⁾.

Con este objetivo, la Comisión ofrece en el apartado 2 de esta Comunicación, bajo el título “Principios rectores de los diferentes tipos de recapitalización” los criterios que deben tener en consideración los Estados miembros.

El primer lugar señala, citando lo ya expuesto en la Comunicación bancaria, que “La cercanía de los precios fijados a los precios de mercado constituye la mejor garantía para limitar los falseamientos de la competencia. Por lo tanto, al determinar las características de la recapitalización se debe velar por que ésta tenga en cuenta la situación de mercado de cada institución, incluidos su perfil de riesgo y nivel de solvencia actuales, y mantenga la igualdad de condiciones al no proporcionar subvenciones demasiado cuantiosas en comparación con las alternativas que ofrece hoy día el

(142) Véase la Comunicación sobre recapitalización, puntos 16 a 18, bajo la rúbrica *Recomendaciones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE)*. Estas Recomendaciones pueden leerse directamente (versión sólo en inglés) en http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf.

(143) Comunicación sobre Recapitalización, punto 17.

(144) Comunicación sobre Recapitalización, punto 17. Resulta imprescindible en este punto la consulta del Anexo de la Comunicación, titulado “Fijación de precios del capital ordinario” y el cuadro de Tipos de capital que incorpora.

mercado. Además, las condiciones de los precios fijados deben ofrecer un incentivo para que el banco reembolse al Estado tan pronto como haya pasado la crisis”⁽¹⁴⁵⁾.

La traducción práctica de estos principios rectores determina que en la evaluación que se debe llevar a cabo se tenga en cuenta parámetros como “[...] la estructura general de las medidas de recapitalización: objetivo de la recapitalización; solidez del banco beneficiario; remuneración; incentivos para la salida, en particular con vistas a la sustitución del capital público por inversores privados⁽¹⁴⁶⁾, con el fin de garantizar la naturaleza temporal de la presencia del Estado en el capital de los bancos; salvaguardias contra el uso abusivo de las ayudas y los falseamientos de la competencia; y revisión de los efectos del régimen de recapitalización y de la situación de los beneficiarios mediante informes periódicos o planes de reestructuración cuando proceda”⁽¹⁴⁷⁾.

A partir de estos principios, la Comunicación formula, partiendo de la distinción entre los diferentes tipos de bancos que formulara en su primera Comunicación (Comunicación Bancaria) una distinción entre las “Recapitalizaciones a los tipos de mercado actuales”⁽¹⁴⁸⁾ y las “Recapitalizaciones temporales de bancos esencialmente sólidos destinadas a fomentar la estabilidad financiera y la concesión de préstamos a la economía real”⁽¹⁴⁹⁾. Obsérvese cómo reincide en el carácter temporal de las operaciones, lo que puede ser discutible pues la presencia de capital público en ellas resulta amparada por el principio de neutralidad que formula el artículo 295 de la CE⁽¹⁵⁰⁾.

Respecto de las primeras, dos son los elementos clave, que entendemos cumulativos: que la posible participación de inversores privados sea *significativa*, que cifra en el 30% o superior y que se haga en las *mismas condiciones*. Dándose ambas condiciones, “la Comisión aceptará la remuneración fijada en el acuerdo. Teniendo en cuenta que una operación de tales características apenas plantea problemas desde el punto de vista de la competencia —a menos que los términos del acuerdo sean tales que alteren de manera significativa los incentivos de los inversores privados— en principio no parece existir necesidad alguna de incentivos de salida o salvaguardias de la competencia *ex ante*”⁽¹⁵¹⁾.

(145) Comunicación sobre Recapitalización, punto 19.

(146) Esta nota que incorpora la Comunicación refuerza el carácter esencialmente temporal de la participación pública, pues en ella expresa la Comisión que “Todos los incentivos para la salida o para reembolsar al Estado a que se hace referencia en el presente documento se entenderán destinados a la sustitución del capital público por capital privado en la medida necesaria y adecuada en el contexto de las condiciones normales de mercado”.

(147) Comunicación sobre Recapitalización, punto 20.

(148) Comunicación sobre Recapitalización, punto 2.1.

(149) Comunicación sobre Recapitalización, puntos 2.1 a 25.

(150) Hoy artículo 345 del TFUE, que señala, como en 1957, aunque con un retoque en la redacción al referirse a los Tratados, que “Los Tratados no prejuzgan en modo alguno el régimen de la propiedad en los Estados miembros”.

(151) Comunicación sobre Recapitalización, punto 2.1

Por el contrario, en el caso de bancos “esencialmente sólidos”, en los que la participación pública tiene como objetivo “fomentar la estabilidad financiera y la concesión de préstamos a la economía real”, la remuneración “general” deberá tener adecuadamente en cuenta los siguientes elementos:

- a) perfil de riesgo actual de cada beneficiario (...);
- b) características del instrumento elegido, entre ellas su nivel de subordinación, el riesgo y todas las modalidades de pago⁽¹⁵²⁾;
- c) incentivos de salida incorporados (como cláusulas de ajuste al alza y reembolso);
- d) tipo de interés de referencia apropiado para activos sin riesgo⁽¹⁵³⁾.

La Comisión va a admitir como válidas, —en este tipo de bancos—, remuneraciones inferiores a las de mercado (que sitúa en torno al 15%), de acuerdo con la información de que dispone y que expone en nota; si bien, al mismo tiempo destaca que “el rendimiento previsto total de la recapitalización para el Estado no debe distar mucho de los precios de mercado actuales [...]”⁽¹⁵⁴⁾.

Asimismo y, entre otros extremos, la Comunicación aborda el “Nivel del precio de entrada para las recapitalizaciones”⁽¹⁵⁵⁾ y los “Incentivos para el reembolso del capital público”⁽¹⁵⁶⁾, mecanismos destinados, una vez más, a que las intervenciones sean temporales.

2.3. La Comunicación sobre “activos deteriorados”

Como la experiencia pone de manifiesto, la salida del balance de las compañías en dificultades de aquellos activos deteriorados que lastran su posible recuperación

(152) La Comisión aclara este punto con un ejemplo en nota: “Por ejemplo, diversos parámetros aumentan o disminuyen el valor de las acciones preferentes en función de su definición exacta, como: convertibilidad en acciones ordinarias u otros instrumentos; dividendos acumulativos o no acumulativos; porcentaje de dividendo fijo o ajustable; liquidación preferente frente a las acciones ordinarias; participación o no en las ganancias por encima del porcentaje de dividendo distribuido a las acciones ordinarias; opción de venta; cláusulas de amortización; derechos de voto. La Comisión utilizará como parámetro la clasificación general de los instrumentos de capital entre las distintas categorías reglamentarias (por ejemplo, básico/no básico, clase 1/clase 2)”.

(153) Comunicación sobre Recapitalización, punto 23.

(154) Comunicación sobre Recapitalización, punto 25. La Comisión justifica en este punto este criterio en las siguientes razones: que debe: “i) evitar la infravaloración del riesgo anterior a la crisis; ii) reflejar la incertidumbre existente sobre el momento y el nivel en que se alcanzará un nuevo equilibrio de precios; iii) ofrecer incentivos para salir del régimen; y iv) minimizar el riesgo de falseamientos de la competencia entre los Estados miembros, así como entre aquellos bancos que captan capital en el mercado hoy en día sin ninguna ayuda pública. Es esencial que el índice de remuneración no diste demasiado de los precios vigentes en el mercado para evitar un efecto de expulsión de la recapitalización a través del sector privado y facilitar el restablecimiento de las condiciones”.

(155) Comunicación sobre Recapitalización, puntos 26 a 30 a los que nos remitimos.

(156) Comunicación sobre Recapitalización, puntos 31 a 34 a los que nos remitimos.

constituye una medida a la que con cierta frecuencia se ha acudido⁽¹⁵⁷⁾. En el caso de que dicha salida se realice gracias a fondos públicos, puede constituir un supuesto de ayuda estatal.

Esta Comunicación se centra en las cuestiones que deben abordar los Estados miembros a la hora de concebir, elaborar y aplicar medidas de rescate de activos, como medida destinada a garantizar la estabilidad financiera y sostener el préstamo bancario⁽¹⁵⁸⁾.

Lo más importante de este documento es que incorpora consideraciones a largo plazo sobre la viabilidad del sector bancario y la sostenibilidad presupuestaria que se deben tener en cuenta al analizar tales medidas de rescate⁽¹⁵⁹⁾, y la necesidad de un planteamiento comunitario común y coordinado en relación con esta cuestión⁽¹⁶⁰⁾.

A los efectos del presente trabajo, el aspecto más interesante de esta Comunicación es el relativo a las orientaciones que ofrece la Comisión sobre la aplicación de las normas relativas a las ayudas estatales a las medidas que se articulen por los Estados miembros para el rescate de activos⁽¹⁶¹⁾. A este respecto y de manera esquemática podemos señalar lo siguiente:

Aunque, como es lógico, la Comisión parte del hecho de que son los propios bancos quienes deben evaluar el riesgo de los activos que adquieren y cerciorarse de que pueden cubrir cualesquiera pérdidas con ellos relacionadas⁽¹⁶²⁾, admite que “[...] se puede considerar la posibilidad de proceder al rescate de activos en aras de la estabilidad financiera. Las medidas públicas de rescate de activos constituyen ayudas estatales en la medida en que libran al banco beneficiario de la necesidad de registrar una pérdida o constituir una reserva para una posible pérdida por el deterioro del valor de sus activos (o le compensan por dicha necesidad) y/o liberan capital reglamentario para otros usos. Este sería en concreto el caso cuando se compran o aseguran activos deteriorados por un valor superior al precio de mercado, o si el precio de la garantía no

(157) Recuérdesse nuevamente, entre otros, el ya citado caso *Crédit Lyonnais*, de 1995.

(158) Vid. en especial el apartado 2 de la Comunicación, titulado, precisamente, “2. Rescate de activos como medida destinada a garantizar la estabilidad financiera y sostener el préstamo bancario” (puntos 5 a 7).

(159) Puntos 8 a 11 de la Comunicación

(160) Puntos 12 a 14 de la Comunicación.

(161) Punto 15 a 47 (Apartado 5, titulado, “Orientaciones sobre la aplicación de las normas relativas a las ayudas estatales a las medidas de rescate de activos”).

(162) La Comisión destaca en su nota 5 que los bancos poseen activos de distintos tipos, poniendo diversos ejemplos al respecto y que por ello, pueden incurrir en pérdidas cuando éstos se venden por debajo de su valor contable, cuando su valor se reduce y se constituyen reservas para cubrir las posibles pérdidas o bien *a posteriori*, cuando los flujos de ingresos en el momento del vencimiento son inferiores al valor contable.

compensa al Estado por la obligación potencial máxima que se compromete a asumir en virtud de dicha garantía [...]”⁽¹⁶³⁾.

La Comisión muestra su disponibilidad a autorizar estas ayudas (admitir su compatibilidad); sobre la base excepcional del artículo 87.3.b), ofrecida por la Comunicación bancaria, exigiendo el cumplimiento de los principios generales de necesidad, proporcionalidad y minimización de los falseamientos de la competencia.

Para poder llevar a cabo esta operación con el menor perjuicio a la competencia, la Comunicación exige: 1.- la transparencia total y revelación plena del deterioro *ex ante* y valoración previa de los bancos elegibles; 2.- la distribución de los costes relacionados con dichos activos deteriorados entre el Estado, los accionistas y los acreedores; 3.- la adaptación a los objetivos de la política pública los incentivos ofrecidos a los bancos para que participen en el rescate de activos; 4.- ofrece criterios para la elegibilidad de los activos que pueden ser adquiridos y, 5.- ofrece igualmente criterios para la valoración de los activos elegibles y la determinación de precios de adquisición⁽¹⁶⁴⁾.

Finalmente y antes de ofrecer algunos anexos⁽¹⁶⁵⁾ complementarios del texto, la Comisión aborda directamente una cuestión clave, *las medidas de seguimiento: reestructuración y recuperación de la viabilidad*, pues ésta y no otra es la finalidad de la operación.

Al amparo de estas tres primeras Comunicaciones (excluimos deliberadamente la de reestructuración), la Comisión ha adoptado decisiones en relación a, entre otras, las siguientes entidades⁽¹⁶⁶⁾, si bien en muchos casos pendientes de la presentación y aprobación del correspondiente plan de reestructuración, sobre el que la cuarta Comunicación ofrece las líneas principales de los criterios en los que se ha de basar la decisión de la Comisión⁽¹⁶⁷⁾:

⁽¹⁶³⁾ Comunicación sobre activos deteriorados, punto 15.

⁽¹⁶⁴⁾ Adicionalmente, se refiere la Comisión (apartado 5.6, a la gestión de los activos objeto de las medidas de rescate.

⁽¹⁶⁵⁾ Entre los anexos destacamos, el III (“Definición de las categorías («cestas») de activos elegibles y revelación plena tanto de los activos deteriorados como de la totalidad de las actividades comerciales de un banco” y el IV (“Valoración y principios y procesos de determinación de precios”). Cuyos títulos son bien expresivos de la importancia de su contenido.

⁽¹⁶⁶⁾ Nuevamente nos remitimos al citado *Scoreboard*, p. 20, concretamente a la “Table 4: Recent individual rescue measures reviewed by the Commission until 31 March 2009”, así como a dos Notas de prensa posteriores que actualizan los datos. Concretamente, MEMO/09/380, de 9 de septiembre de 2009 “State aid: Overview of national measures adopted as a response to the financial/economic crisis” y, con el mismo título que el anterior, documentos MEMO/09/564, de 17 de diciembre de 2009 y MEMO/10/13, de 26 de enero, como fuentes de información.

⁽¹⁶⁷⁾ La presente enumeración, sin carácter exhaustivo, ha sido elaborada con los datos obtenidos del ya citado *Scoreboard-Spring 2009 Update*, y los MEMO/09/380 y MEMO/09/564.

- Dexia (Bélgica⁽¹⁶⁸⁾/Francia⁽¹⁶⁹⁾/Luxemburgo⁽¹⁷⁰⁾). La ayuda se otorgó en forma de garantía⁽¹⁷¹⁾.
- Fortis⁽¹⁷²⁾ (Bélgica⁽¹⁷³⁾-Bélgica⁽¹⁷⁴⁾/Luxemburgo⁽¹⁷⁵⁾/Holanda⁽¹⁷⁶⁾): La Comisión adoptó conforme al artículo 4.3 del Reglamento 659/1999, la decisión de no plantear objeciones a estas ayudas (la primera se trataba de una ayuda en forma de garantía y las otras tres, en forma de recapitalización), autorizándola al amparo del artículo 87.3.b) de la CE⁽¹⁷⁷⁾.
- Nord/LB (Alemania⁽¹⁷⁸⁾). En este caso la ayuda consistía en una garantía y la Comisión decidió también no formular objeciones⁽¹⁷⁹⁾.

⁽¹⁶⁸⁾ Ayuda núm. NN49/2008. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result y http://ec.europa.eu/competition/state_aid/register/ii/doc/C-9-2009-WLAL-fr-13.03.2009.pdf (Bruxelles, del 13 de marzo de 2009 C(2009) 1960 final corrig.).

⁽¹⁶⁹⁾ Ayuda núm. 0/2008. Decisión de 13 de marzo de 2009. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

⁽¹⁷⁰⁾ Ayuda núm. NN45/2008. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result

⁽¹⁷¹⁾ En este caso, la Comisión ha abierto el procedimiento de investigación formal (C 9/2009) para analizar en detalle, con la posible presencia ya de terceros interesados, el plan de reestructuración presentado para garantizar la viabilidad a largo plazo del Grupo. Vid. IP/09/399, de 13 de marzo de 2009, “State aid: Commission opens in-depth investigation into restructuring of Dexia; authorises certain urgent measures”, disponible en <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/399>.

⁽¹⁷²⁾ Para una visión general del caso, vid. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result. Un primer comentario de esta Decisión puede verse en DERENNE, J.y GIOLITO, Chr.: “Aides d’État (Chroniques)”, en *Concurrences*, núm. 2-2009, pp. 167 a 170.

⁽¹⁷³⁾ Ayuda núm. N 574/2008, Decisión de 19 de noviembre de 2008 [http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result].

⁽¹⁷⁴⁾ Ayudas NN 42/2008 y NN 46/2008. Decisión de 3 de diciembre de 2008. [http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/case_details.cfm?id=3_227663].

⁽¹⁷⁵⁾ Ayuda Núm. 3a/2008. Decisión de 3 de diciembre de 2008 [http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/case_details.cfm?id=3_227768]. Ver también Ayuda N274/2009. Decisión de 12 de mayo de 2009, Fortis Banque Luxembourg SA (now named BGL SA) [http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/case_details.cfm?id=3_231240].

⁽¹⁷⁶⁾ Ayuda N 255/2009. Decisión de 12 de mayo de 2009 [http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/case_details.cfm?id=3_231121].

⁽¹⁷⁷⁾ Vid. IP/08/1746, de 20 de noviembre de 2008, “State aid: Commission approves Belgian state guarantee for Fortis Bank” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1746>].

⁽¹⁷⁸⁾ N 655/2008. Decisión de 22 de diciembre de 2008. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

⁽¹⁷⁹⁾ Vid. IP/08/2056, de 23 de diciembre de 2008, “State aid: Commission approves German banking rescue aid for NordLB” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/2056>].

- Anglo Irish Bank (Irlanda ⁽¹⁸⁰⁾). La ayuda fue otorgada en forma de recapitalización ⁽¹⁸¹⁾.
- Bank of Ireland (Irlanda ⁽¹⁸²⁾). La ayuda autorizada se otorgó en forma de recapitalización ⁽¹⁸³⁾.
- Parex Banka Latvia (Letonia ⁽¹⁸⁴⁾): La ayuda autorizada se otorgó en forma de garantía y recapitalización, para su posterior liquidación ⁽¹⁸⁵⁾.
- ING (Holanda ⁽¹⁸⁶⁾): El Grupo financiero holandés se benefició de una ayuda en forma de recapitalización, aprobada por la Comisión, al amparo del artículo 87.3.b) CE ⁽¹⁸⁷⁾.
- Aegon (Holanda ⁽¹⁸⁸⁾). La ayuda autorizada se otorgó en forma de recapitalización ⁽¹⁸⁹⁾.

(180) Ayuda núm. N 9/2009. Decisión de 4 de enero de 2009. “Proposed Capital Injection by the Irish State of € 1.5 billion into Anglo Irish Bank under the Irish Government’s bank recapitalisation programme”. Cfr.: http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

(181) Vid. IP/09/50, de 14 de enero de 2009, “State aid: Commission approves recapitalisation of Anglo Irish Bank” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/50>].

(182) Ayuda núm. N 149/2009. Decisión de 26 de marzo de 2009 [“Bank of Ireland (IRL capital injection)”]. Cfr.: http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

(183) Vid. IP/09/483, de 26 de marzo de 2009, “State aid: Commission approves recapitalisation of Bank of Ireland” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/483>].

(184) Ayuda núm. NN 68/2008 (Decisión de 24 de noviembre de 2008) y NN 3/2009 (Decisión de 11 de febrero de 2009). Cfr.: http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result

(185) Vid. IP/08/1766, de 25 de noviembre de 2008, “State aid: Commission approves Latvian state support for JSC Parex Banka” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1766>].

(186) Ayuda núm. núm. 28/2008. Decisión de 1 de diciembre de 2008. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

(187) Vid. IP/08/1699, de 13 de noviembre de 2008, “State aid: Commission approves Dutch emergency recapitalisation of ING” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1699>].

(188) Ayuda núm. 69/2008. Decisión de 27 de noviembre de 2008. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

(189) Vid. IP/08/1822, de 27 de noviembre de 2008 “State aid: Commission approves Dutch emergency recapitalisation of Aegon” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1822>].

- Banco Privado Português S.A. (Portugal⁽¹⁹⁰⁾). En esta ocasión la ayuda autorizada lo fue en forma de garantía⁽¹⁹¹⁾.
- Kaupthing Bank⁽¹⁹²⁾ (Finlandia): La ayuda que se autorizó se otorgaba en forma de garantía⁽¹⁹³⁾.
- Carnegie Investment Bank (Suecia⁽¹⁹⁴⁾): En este caso, la ayuda se autorizó para la liquidación controlada de la entidad⁽¹⁹⁵⁾.

2.4. La Comunicación sobre reestructuración

Finalmente, la última comunicación adoptada por la Comisión, —hasta el momento—, es la relativa a la *Recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales*⁽¹⁹⁶⁾, que tiene por objeto la decisiva fase de la reestructuración efectiva de las entidades, cerrando el ciclo virtuoso del rescate.

Sin embargo y, es aquí donde radica su singular importancia, no prevé la salvación a cualquier precio y en cualquier circunstancia de todas las entidades, sino que se limita a aquellas que puedan resultar viables.

(190) Ayuda núm. NN 71/2008. Decisión de 13 de marzo de 2009. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/index.cfm?fuseaction=dsp_result

(191) Vid. IP/09/400, de 13 de marzo de 2009, “State aid: Commission approves Portuguese state guarantee for € 450 million loan to Banco Privado Português” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/400>].

(192) Ayuda núm. NN 2/2009. Decisión de 21 de enero de 2009. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

(193) Vid. IP/09/82, de 21 de enero de 2009, “State aid: Commission approves Finnish state guarantee for Kaupthing Bank” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/82>].

(194) Ayuda núm. N 64/2008. Decisión de 15 de diciembre de 2008. Cfr. http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

(195) Vid. IP/08/1977, de 16 de diciembre de 2008, “State aid: Commission approves Swedish rescue aid for Carnegie Bank” [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1977>].

(196) DO C 195, de 19 de agosto de 2009, p. 9. Vid. asimismo, “Ayudas estatales: la Comisión presenta directrices sobre las ayudas de reestructuración a los bancos”, IP/09/1180, de 23 de julio de 2009 <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1180&format=HTML&aged=0&language=ES&guiLanguage=en> y “State aid: Commission presents guidelines on restructuring aid to banks-frequently asked questions”, MEMO/09/350, de 23 de julio de 2009 [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/09/350&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>].

Su publicación ha ido acompañada, además de por la habitual nota de prensa⁽¹⁹⁷⁾, por un documento explicativo, —aunque redactado sólo en inglés—, en el que trata de dar respuesta a las cuestiones más frecuentes que dicha comunicación puede suscitar⁽¹⁹⁸⁾.

En este último documento se recogen afirmaciones tan interesantes como la respuesta a la cuestión de la razón por la que la Comisión no se limita a aplicar las Directrices sobre ayudas de salvamento y reestructuración de empresas en crisis, afirmando, entre otras cosas, que éstas siguen siendo de aplicación, especialmente sus principios inspiradores, de exigir el restablecimiento de la viabilidad a largo plazo de las beneficiarias, su contribución adecuada y la de la adopción de medidas para limitar los efectos sobre la competencia. La presente Comunicación se limita a exponer en detalle cómo la Comisión va a aplicar dichos principios a las entidades financieras, atendiendo a las circunstancias concretas creadas por la actual crisis financiera, valorando el papel de la banca en la economía en general y los efectos que sobre el sistema pueden ocasionar.

En la referida nota de prensa, la Comisión expone que ha llegado a un acuerdo sobre una Comunicación que describe cuál es su enfoque para evaluar las ayudas de reestructuración que los Estados miembros han proporcionado o puedan proporcionar a los bancos y demás entidades financieras⁽¹⁹⁹⁾. Dicha formulación está basada en tres principios fundamentales:

- i) los bancos subvencionados deberán volver a ser viables a largo plazo sin nuevas ayudas estatales,
- ii) los bancos subvencionados y sus propietarios deben asumir la carga que les corresponde de los costes de reestructuración y
- iii) deben tomarse medidas para limitar el falseamiento de la competencia en el mercado único.

⁽¹⁹⁷⁾ Vid. asimismo, “Ayudas estatales: la Comisión presenta directrices sobre las ayudas de reestructuración a los bancos”, IP/09/1180, de 23 de julio de 2009 <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1180&format=HTML&aged=0&language=ES&guiLanguage=en>.

⁽¹⁹⁸⁾ “State aid: Commission presents guidelines on restructuring aid to banks - frequently asked questions”, MEMO/09/350, de 23 de julio de 2009 [<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/09/350&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>].

⁽¹⁹⁹⁾ Como se señala en la propia Comunicación, ésta “7. [...] expone cómo examinará la Comisión las ayudas de reestructuración de bancos en la crisis actual, teniendo en cuenta la necesidad de modular prácticas anteriores dadas la naturaleza y la escala global de la crisis financiera actual, la importancia estructural del sector bancario para la economía en su conjunto y los posibles efectos sistémicos derivados de la necesidad de que una serie de bancos se reestructuren durante el mismo período”.

Expresamente, la Comunicación dispone⁽²⁰⁰⁾:

“— El plan de reestructuración deberá incluir un diagnóstico a fondo de los problemas del banco. Para elaborar estrategias sostenibles para la recuperación de la viabilidad, los bancos deberán, por tanto, someter su negocio a la prueba de tensión. Este primer paso en el restablecimiento de la viabilidad deberá basarse en parámetros comunes que, en la medida de lo posible, se fundamenten en metodologías adecuadas acordadas a nivel comunitario.

Cuando proceda, también se pedirá a los bancos que declaren los activos deteriorados [...]”.

Como se puede observar prima el criterio económico, y el examen exhaustivo desde esta perspectiva de la entidad, para poder decidir con la mayor información posible sobre la autorización de la ayuda.

La alusión a la prueba de “tensión”, nos remite al denominado “*Stress test*”⁽²⁰¹⁾, al que la Administración Federal norteamericana sometió a sus bancos más importantes y que posteriormente hizo públicos ciertos datos⁽²⁰²⁾, a diferencia de la Comisión.

— “Dados el objetivo primordial de estabilidad financiera y las difíciles perspectivas económicas imperantes en toda la Comunidad, se prestará especial atención al diseño de un plan de reestructuración y, en particular, a garantizar un calendario suficientemente flexible y realista de los pasos necesarios para su ejecución. Cuando no sea posible la ejecución inmediata de medidas estructurales debido a circunstancias del mercado, deberán considerarse salvaguardias intermedias de actuación.

— La Comisión aplicará el principio básico de la adecuada distribución de cargas entre los Estados miembros y los bancos beneficiarios teniendo presente la situación financiera general. Cuando la distribución significativa de las cargas no sea posible inmediatamente debido a la coyuntura del mercado en el momento del rescate, se abordará el problema en una fase posterior de la ejecución del plan de reestructuración”.

Obviamente, en ambas cláusulas la Comisión se reserva un margen de flexibilidad en la ejecución del plan de reestructuración, pues las circunstancias económicas del momento son un factor decisivo para valorar las ayudas.

(200) Apartado 7 de la Comunicación.

(201) Sobre esta cuestión, vid. LONGIN, F.M.: “From value at risk to stress testing: The extreme value approach”, en *Journal of Banking & Finance*, núm. 24, 2000, pp. 1097 a 1130; BLASCHKE, M.; JONES, M.T.; MAJNONI, G. y MARTÍNEZ PERÍA, S.: “Stress Testing on financial System: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experiences”, en *IMF Working Papers* (WP/01/88), International Monetary Fund, 2001 [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0188.pdf>] y SORGE, M.: “Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies”, en *BIS Working Papers*, núm. 165, Bank for International Settlements, December 2004 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=759585].

(202) Cfr. ANDREWS, E.L. y DASH, E.: “Government Offers Details of Bank Stress Test”, en *New York Times*, February 25, 2009 [<http://www.nytimes.com/2009/02/26/business/economy/26banks.html>].

— “Deberán diseñarse medidas para limitar el falseamiento de la competencia por parte de un banco salvado en el mismo Estado miembro o en otros Estados miembros, de manera que se limiten las desventajas para otros bancos, teniendo en cuenta al mismo tiempo que la crisis actual ha requerido intervenciones estatales muy generalizadas en el sector”.

Esta cláusula pone en evidencia el indudable efecto perturbador que las ayudas generan sobre la competencia, por lo que las compensaciones son la alternativa inexcusable de la autorización de la ayuda. Y, sin duda, su importancia y efectivo cumplimiento será objeto de numerosas controversias.

— “La concesión de ayudas adicionales durante el período de reestructuración deberá seguir siendo un recurso posible si está justificada por razones de estabilidad financiera.

Toda ayuda adicional deberá limitarse al mínimo necesario para garantizar la viabilidad”.

Esta última referencia implica, conforme a la jurisprudencia comunitaria, un rechazo abierto de la famosa cláusula “*One time, last Time*”⁽²⁰³⁾, que venía a impedir ayudas adicionales, lo que rechazó de plano la jurisprudencia sin un previo examen por parte de la Comisión de las circunstancias concurrentes.

Se trata, en definitiva, de un documento exigente, pero flexible, pues las circunstancias probablemente no harían viable haber logrado el consenso con los Estados miembros con medidas más estrictas que, por lo demás, serían poco realistas.

Al amparo de esta Comunicación la Comisión ya ha adoptado diversas decisiones definitivas sobre algunas entidades. Tal es el caso, por ejemplo, de ING⁽²⁰⁴⁾, KBC⁽²⁰⁵⁾,

(203) La jurisprudencia ha matizado el carácter imperativo que la Comisión quiso dar a esta cláusula, especialmente en el sector del transporte aéreo. Así lo destaca la Comisión en su XXVII Informe sobre la política de competencia (1997), p. 3 nota 175: “El Tribunal de Primera Instancia, en su sentencia de 5 de noviembre de 1997, en el asunto T-149/95, *Ducros/Comisión* (pendiente de publicación*) consideró que la lectura de las directrices actuales, y en concreto su punto 3.2.2.i), no permite concluir en la incompatibilidad de las ayudas de reestructuración desembolsadas repetidamente. El principio de concesión de ayuda una única vez («*one time, last time*») tal como se expone en la actualidad constituye, pues, según el Tribunal, una indicación y no una imposición (véase el punto 66 de la sentencia)”. * Rec. 1997, p. II-2031.

(204) Cfr. IP/09/1729, de 18 de noviembre de 2009 (“State aid: Commission approves ING restructuring plan and illiquid asset back-up facility”).

(205) Cfr. IP/09/1730, de 18 de noviembre de 2009 (“State aid: Commission approves asset relief and restructuring package for KBC”). Ayuda C 18/2009 - *Asset relief and restructuring package for KBC* (*Final conditional decision after formal investigation procedure*, de 18 de noviembre de 2009).

Lloyds Banking Group⁽²⁰⁶⁾, Royal Bank of Scotland⁽²⁰⁷⁾ y Commerzbank⁽²⁰⁸⁾ o Northern Rock⁽²⁰⁹⁾, entre otros.

V. ALGUNAS REFLEXIONES, NECESARIAMENTE PROVISIONALES

En la presente ocasión no nos hemos atrevido a terminar este trabajo con la fórmula tradicional de “conclusiones” o de “valoración final”, porque es un asunto que queda todavía abierto y su desenlace está todavía por ver (piénsese, por ejemplo, en el todavía indefinido panorama de las cajas de ahorros españolas y el Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria-FROB, aprobado condicionalmente por la Comisión Europea)⁽²¹⁰⁾.

Lo que sí resulta evidente es que la Comisión ha adoptado el liderazgo del proceso en la Unión Europea, tratando de evitar que cada Estado miembro actuase por su cuenta y, sobre todo, al margen de la legalidad comunitaria.

Es preciso señalar también que el panorama financiero, no sólo europeo, sino probablemente mundial, va a cambiar necesariamente, pues las cosas no pueden volver a hacerse como si la crisis no hubiera existido. Existe todavía y es muy grave. Aunque parece haber cierto consenso en que su origen se encentra en las “hipotecas basura”, lo que resulta indudable es que parecen haber fallado muchas cosas, muchos mecanismos de alerta antes que el desastre fuera ya imparable y el papel de las todopoderosas agencias de *rating* y las auditoras también ha quedado, en buena medida, en entredicho.

Y así parecen haberlo entendido, al menos en parte, las autoridades de supervisión, cuya misión es, precisamente, prevenir y corregir a tiempo los desvíos de las entidades en la asunción de riesgos⁽²¹¹⁾. Una buena práctica fue, por ejemplo, la adoptada por el anterior Gobernador del Banco de España, imponiendo una reserva especial

(206) Ayuda N 428/2009-*Restructuring plan of Lloyds Banking Group. Decision not to raise objections*. IP/09/1728, de 18 de noviembre de 2009 (“State aid: Commission approves restructuring plan of Lloyds Banking Group”).

(207) Ayuda N 422/2009 and N 621/2009-*Royal Bank of Scotland, impaired asset relief measure and restructuring plan. Decision not to raise objections* (14 de diciembre de 2009). IP/09/1915, de 14 de diciembre de 2009 (“State aid: Commission approves impaired asset relief measure and restructuring plan of Royal Bank of Scotland”).

(208) Ayuda N 244/2009. Decisión de 23 de abril de 2009 (La Decisión puede leerse en http://ec.europa.eu/competition/state_aid/register/ii/doc/N-244-2009-WLWL-en-07.05.2009.pdf).

(209) Ayuda C 14/2008. Decisión de 28 de octubre de 2009. Vid. ficha del caso en: http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/index.cfm?fuseaction=dsp_result.

(210) Ayuda del Estado N 28/2010 de 28 de enero de 2010. C. (2010) 504 final.

(211) En su Comunicación al Consejo Europeo de 4 de marzo de 2009, “Gestionar la recuperación europea”, COM (2009) 114 final, la Comisión ha anunciado un programa de reformas para abordar deficiencias más generales del marco regulador aplicable a las instituciones financieras que operan en la Comunidad.

a las entidades en tiempos de bonanza, para prevenir las “vacas flacas”, a la que tanto debe la estabilidad, al menos aparente del sistema español, que resistió mejor la crisis.

Resulta también evidente que las entidades inviables deben desaparecer y no ser mantenidas de manera artificial con fondos públicos, que cuando la crisis afecta a la economía real tiene otros usos prioritarios y sus gestores deben dar explicaciones a su gestión (el otro día repasando un podcast de la BBC se aludía a la contradicción entre los “bonus” a los directivos que premiaban el beneficio —a corto plazo—, pero que podrían comprometer el futuro de las empresas, en un evidente conflicto de intereses, no siempre subrayado de manera adecuada; algo así como “Pan para hoy y hambre para mañana”, que sabiamente señala nuestro refranero).

Muchas entidades deberán revisar su modelo de negocio y el valor de la expansión territorial, que muchas veces responde más a personalismos locales que a verdaderas ocasiones de negocio. Puede incluso que sea oportuno que determinadas actividades bancarias sean consideradas “Servicios de Interés Económico General”⁽²¹²⁾, con todos los requisitos que, a partir de las Sentencias FERRING y especialmente ALT-MARK⁽²¹³⁾, se exigen para poder recibir apoyo financiero público.

La Comisión ha logrado detener el golpe fatal que supondría la pérdida de control sobre las ayudas estatales otorgadas por los Estados miembros, pero falta por ver cómo aplica su propia regulación, hasta sus últimas consecuencias “*caiga quien caiga*”. Y eso, está por ver, en una Unión Europea que aún dista mucho de ser un bloque homogéneo e integrado.

Las ayudas estatales son un instrumento legítimo siempre que persigan el interés de la Comunidad en su conjunto, cuya defensa descansa fundamentalmente en el trabajo de la Comisión Europea, obligada a impulsar el proceso de integración económica, y a conciliar los intereses nacionales, a menudo en conflicto, con el general de la Unión, luchando contra la tan aludida “Razón de Estado”, disrazada bajo otros nombres y no siempre por causas justificables.

Desde la perspectiva internacional queda por ver si el control de los fondos públicos atendiendo a razones de competencia se generaliza, pues el ámbito del GATT y la OMC puede no resultar suficientemente eficiente, sobre todo para las empresas individuales que a menudo tienen que enfrentarse no sólo con las empresas de otros Estados miembros, sino con los equilibrios de sus propios países.

(212) Sobre esta cuestión, vid. BARETS, J.B.: “Le droit des aides d’État appliqué aux secteurs de la banque et de l’assurance: Articulation avec les règles prudentielles et reconnaissance de l’intérêt public en droit communautaire”, en *Concurrences*, núm. 1 (“Colloque banque, Finance & Concurrence”), 207, pp. 13 a 19.

(213) A este respecto, vid. RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: “El Paquete Modernizador del artículo 86 de la CE y las compensaciones por Servicios de Interés Económico General”, en *Cuadernos Europeos de Deusto*, núm. 38, “Política de Competencia: descentralización y reforma en la UE y en España”, Instituto de Estudios Europeos-Universidad de Deusto, 2008, pp. 177 a 201 y BUENDÍA SIERRA, J.L. y RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A.: “Ayudas de Estado y Servicios de Interés Económico General: ¿BUPA versus ALTMARK?”, en *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia*, núm. 9, La Ley, 2009, pp. 49 a 60.

En el caso español, una incógnita todavía por esclarecer es el futuro de las cajas de ahorro que deberán encontrar su propio papel en el nuevo panorama financiero, conscientes de que la tutela pública puede afectar a su independencia y situarlas en la órbita del sector público y, por lo tanto, de la noción extensiva de Estado a los efectos del control de las ayudas de Estado (como instrumentos de éste para dispensar ayudas y, por lo tanto, como Estado).

Grandes retos, pero también grandes oportunidades, como la posibilidad de hacer realidad el mercado interior bancario. Pero para ello será preciso asumir graves riesgos y no sólo financieros, pues la toma de decisiones políticas fundamentales puede no ser popular a corto plazo, pero la economía real se resiente y exige soluciones, que no son siempre fáciles y, por ejemplo, las Administraciones Públicas deberían revisar su papel en la economía, y no sólo eliminando gastos superfluos. Para ello será preciso rigor y perspectiva de futuro, porque si bien el sector financiero no tiene razón alguna para gozar de privilegios exorbitantes, no deja de ser una pieza imprescindible del sistema económico en su conjunto, por lo que debe ser objeto de especial supervisión y control.

No podemos terminar este trabajo sin aludir, al menos, a dos cuestiones básicas, que darán mucho que hablar. Por una parte, el imprescindible control *a posteriori* del cumplimiento de las condiciones bajo las que se autorizaron las ayudas y el importante papel que van a desempeñar los competidores que no recibieron ayudas o que sí cumplieron sus compromisos. Aunque la actuación de la Comisión ha sido diligente y rápida, y sobre todo fundada en Derecho, lo que le ha permitido afrontar los embates de la crisis sin perder la legitimidad conquistada en décadas de ejercicio de su poco comprendida tarea, debe completarla y llevarla hasta el final, si no todo el esfuerzo habrá sido en vano.

LA SUPLANTACIÓN DE IDENTIDAD EN EL ÁMBITO ELECTRÓNICO Y LA DEFRAUDACIÓN DE LA BANCA ELECTRÓNICA

DIEGO CRUZ RIVERO

*Profesor Titular de Universidad
Dto. Derecho Mercantil
Universidad de Sevilla*

RESUMEN

En el trabajo se analiza la respuesta que cabe dar, a la vista de nuestro ordenamiento, al hecho de que una persona distinta de su titular acceda a una cuenta bancaria y efectúe operaciones mediante los servicios de banca electrónica. Este problema merece dos aproximaciones, una a la luz de la regulación sobre firma electrónica y otra en relación con la legalidad de las estipulaciones contenidas en el contrato por el que se habilita la banca electrónica. Por otra parte, la intromisión de un tercero en el sistema de banca electrónica puede ser consecuencia de la cesión voluntaria de los datos, situación que debe contemplarse como un acto de apoderamiento, o bien como consecuencia de la sustracción de los datos.

Palabras clave: Contratación bancaria, firma electrónica, suplantación de identidad, banca electrónica.

ABSTRACT

In this paper, it is studied the response, with Spanish legislation, to the fact that a person different from the account holder get into a bank account and make transactions through e-banking services. This matter deserves two approaches, the first one in light of electronic signature regulation, and the second one in relation to legality of stipulations included in the contract by which e-banking is allowed. On the other hand, encroachment of third parties on electronic banking system can be due to self-sought data handover, situation that must be considered as an empowerment, or due to data theft.

Key words: Banking contracts, electronic signatures, impersonation, electronic banking.

SUMARIO

- I. CONCEPTO Y CLASES DE FIRMA ELECTRÓNICA.
- II. LA ATRIBUCIÓN DE MENSAJES Y EL VALOR PROBATORIO DE LAS FIRMAS ELECTRÓNICAS.
- III. VULNERABILIDADES DE LA BANCA ELECTRÓNICA.
- IV. EL DEBER DE CUSTODIA DE LOS DATOS DE CREACIÓN DE FIRMA Y LA ATRIBUCIÓN DE MENSAJES AL FIRMANTE APARENTE DISTINTO DEL FIRMANTE REAL.

1. Planteamiento.

2. La solución en el ámbito de la firma electrónica.

- 2.1. El deber de custodia de los datos de creación de firma y de las claves de acceso como punto de partida.
- 2.2. La aplicación del artículo 1259 del Código Civil para atribuir el mensaje al firmante aparente y la cesión de las claves o datos de creación de firma como acto de apoderamiento.
- 2.3. La distribución del riesgo de defraudación de la firma. Analogías y diferencias con las tarjetas bancarias.

3. La solución en el ámbito de las operaciones bancarias.

I. CONCEPTO Y CLASES DE FIRMA ELECTRÓNICA

La suplantación de identidad en el ámbito electrónico y, más concretamente, en relación a la banca electrónica, la realización de operaciones bancarias *on line* de forma fraudulenta, accediendo ilícitamente a la cuenta de un tercero, supone el quebrantamiento de las medidas de seguridad para la autenticación de los clientes titulares de las cuentas y el uso fraudulento de sus firmas electrónicas. Así pues, antes de adentrarnos en el estudio de este problema y su posible solución jurídica, se hace necesario introducirnos en la configuración legal de la firma electrónica y encuadrar las distintas medidas de seguridad utilizadas en la banca electrónica en los diferentes tipos de firmas electrónicas.

El artículo 3.1 de la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica (LFE), define la firma electrónica como “el conjunto de datos en forma electrónica, consignados junto a otros o asociados con ellos, que pueden ser utilizados como medio de identificación del firmante”. Esta definición es similar a la que aparece en la Directiva 1999/93/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de diciembre de 1999, por la que se establece un marco comunitario para la firma electrónica (DFE): “datos en forma electrónica anejos a otros datos electrónicos o asociados de manera lógica con ellos, utilizados como medio de autenticación”.

Como ya hemos indicado en trabajos anteriores⁽¹⁾, la noción de firma electrónica de la legislación española debe interpretarse de modo que no suponga ninguna diferencia respecto de la definición de la DFE, pues en caso contrario, dentro de la Unión Europea, una misma realidad sería o no firma electrónica en función de la legislación del estado aplicable, rompiéndose la unidad del mercado de entidades de certificación y de los productos de firma electrónica (artículo 4 de la DFE) y la uniformidad de los efectos de las firmas electrónicas (artículo 5 de la DFE). En definitiva, o interpretamos

⁽¹⁾ Vid. CRUZ RIVERO, D.: *Eficacia formal y probatoria de la firma electrónica*, Madrid/Barcelona, 2006, especialmente pp. 30-48.

que el artículo 3.1 de la LFE dice lo mismo que el artículo 2.1 de la DFE, o el Estado español estaría faltando al deber de trasponer la Directiva comunitaria al Ordenamiento interno, especialmente cuando el artículo 13 de la DFE fija dicho plazo de transposición en el 19 de julio de 2001.

Examinando el tenor literal de las disposiciones española y europea la diferencia entre ambas radica en dos expresiones: la firma electrónica es y debe ser un instrumento *utilizado* como medio de *autenticación* y no un instrumento electrónico *utilizable* como medio de *identificación*.

Ante todo, la *autenticación* de la DFE debe entenderse no en el sentido propio de la expresión en español ⁽²⁾, sino como una traducción, no muy adecuada eso sí, de la *authentication* anglosajona. Por *authentication* se entiende la suscripción de un documento y la identificación como tal suscriptor, quedando dicha suscripción e identificación plasmada en el propio documento. Con ello, y siendo la autenticación así entendida el núcleo esencial de la propia firma manuscrita, la firma electrónica se configura, simplemente, como una firma desprovista de su soporte material tradicional, el papel, para quedar vinculada a un soporte electrónico; lo que, por otra parte, permite afirmar en toda su extensión el principio de equivalencia funcional.

De este modo, la autoría material del documento es irrelevante, pues puede haber sido redactado por un auxiliar. Lo realmente trascendente es el acto (suscripción) por el que una persona asume como propia la declaración documentada. El acto de la firma supone precisamente esta suscripción, con la peculiaridad de que, siendo un acto con una concreta formalidad, deja como rastro probatorio un signo característico en el propio documento. A su vez, este signo no sólo es evidencia de la autenticación, sino que, pudiendo ser objeto de una prueba pericial, la prueba caligráfica, permite probar también la identidad del suscriptor del documento. Precisamente este razonamiento es el que permite atribuir en juicio el contenido del documento, la declaración, a una determinada persona, el firmante. Como puede verse, la visión de la firma como instrumento de *autenticación* es más completa y correcta que la concepción de la firma como mero instrumento de identificación.

Lógicamente, dicho esto, viene de suyo afirmar que la firma, ya manuscrita, ya electrónica, no es un signo *utilizable* como medio de identificación (o *autenticación*), sino un medio efectivamente *utilizado* para ello. Así pues, queda claro que la firma no es tan sólo un rastro probatorio que permite adjudicar el documento a una persona, sino que es precisamente, el signo por el que el firmante asume como propia la declaración. En definitiva, el acto de la firma es un acto esencialmente voluntario, de manifestación externa de asunción del documento ⁽³⁾. En el ámbito electrónico no será firma por tanto una prueba pericial que permita afirmar que un mensaje fue emitido desde un sistema informático controlado por una determinada persona, ni aun cuando

⁽²⁾ Según la RAE “acción y efecto de autenticar”; definiéndose autenticar como “1. Autorizar o legalizar algo. 2. Acreditar (dar fe de la verdad de un hecho o documento con autoridad legal)”.

⁽³⁾ Vid. CRUZ RIVERO, D.: *Eficacia...*, op. cit., especialmente pp. 96-106.

se pueda afirmar de forma indubitada que fue realmente el titular de dicho sistema quien envió un concreto mensaje. Evidentemente, de la prueba de esta circunstancia podrán derivarse consecuencias jurídicas, pero no habrá existido firma electrónica en el sentido del artículo 2.1 de la DFE (y por tanto tampoco en el sentido del artículo 3.1 de la LFE).

Junto a la definición de la firma electrónica, que llamaremos sencilla, del artículo 3.1 de la LFE (y 2.1 de la DFE) aparecen en la ley española las definiciones de firma electrónica avanzada (artículo 3.2 de la LFE) y firma electrónica reconocida (artículo 3.3 de la LFE). La primera se define como “la firma electrónica que permite identificar al firmante y detectar cualquier cambio ulterior de los datos firmados, que está vinculada al firmante de manera única y a los datos a que se refiere y que ha sido creada por medios que el firmante puede mantener bajo su exclusivo control”, definición similar a la que se recoge en el artículo 2.2 de la DFE. Este concepto es instrumental respecto a la noción de firma electrónica reconocida, pues el primer requisito de ésta es precisamente ser una firma electrónica avanzada: “[s]e considera firma electrónica reconocida la firma electrónica avanzada basada en un certificado reconocido y generada mediante un dispositivo seguro de creación de firma”. Este concepto es el verdaderamente importante, pues la LFE, como la DFE, se ocupa de dotar de plenos efectos jurídicos a esta firma electrónica ⁽⁴⁾.

No es éste el momento de entrar a examinar los requisitos de la firma electrónica avanzada o reconocida ⁽⁵⁾. Lo que sí es claro es que, con la actual tecnología disponible, ambas firmas electrónicas se basan hoy día en la firma digital de claves asimétricas ⁽⁶⁾. Este sistema permite afirmar de forma absoluta que la firma electrónica (mensaje cifrado generado a partir del propio documento) se ha creado con una concreta clave privada (datos de creación de firma), de modo que, bajo el presupuesto de la confidencialidad de esta clave privada, puede deducirse que el titular de la clave ha firmado el mensaje. El sistema se cierra cuando interviene un prestador de servicios de certificación, que garantiza (y responde por ello) que el titular de las claves es quien dice ser. Así mismo, para que la firma sea reconocida se requiere que se hayan seguido una serie de medidas de seguridad en relación al dispositivo de creación de firma. Y, por último, para que el certificado sea reconocido, la entidad de certificación ha de seguir unos protocolos de seguridad muy estrictos de modo que, más allá de su función

(4) Pese a la importancia de la firma reconocida, este tipo de firma no queda definida en la DFE, si bien se refiere a ella en su artículo 5.1, precisamente para reconocerle efectos jurídicos: “[l]os Estados miembros procurarán que la firma electrónica avanzada basada en un certificado reconocido y creada por un dispositivo seguro de creación de firma...”.

(5) Vid. sobre esta cuestión CRUZ RIVERO, D.: *La firma electrónica reconocida. Análisis de los requisitos del artículo 3.3 de la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica*, Madrid, 2006, *passim*.

(6) Vid. sobre ello MARTÍNEZ NADAL, A.: *Comentarios a la Ley 59/2003, de firma electrónica*, 2.^a ed., Cizur Menor, 2009, especialmente pp. 78-84.

primera y característica de velar por la identidad del titular de las claves, esta entidad se constituye en verdadero profesional garante del sistema.

Esta firma electrónica reconocida tiene, en virtud del artículo 3.4 de la LFE (y 5.1 de la DFE), el mismo valor de la firma tradicional, es decir, es capaz de satisfacer el requisito formal de la firma cuando éste sea impuesto por el ordenamiento⁽⁷⁾ y además, una vez comprobados el cumplimiento de sus requisitos, se presume que el firmante aparente (aquél cuyos datos resultan del proceso de verificación de la firma) es el firmante real (quien verdaderamente aplicó los datos de creación de firma, es decir, firmó el mensaje), en virtud del artículo 3.8 de la LFE.

El resto de las firmas electrónicas, avanzadas o no, tienen efectos en virtud del artículo 3.9 de la LFE (5.2 de la DFE). No es clara nuestra Ley en relación a la eficacia de estas firmas electrónicas, pero hay que entender que excepcionalmente pueden satisfacer el requisito de la firma, en cuanto que equivalentes funcionales de la firma tradicional, y que pueden ser también medios de prueba de la identidad del firmante, atendiendo a las circunstancias del caso y a la seguridad de la firma electrónica empleada⁽⁸⁾.

Aunque la Ley discrimina los efectos de la firma electrónica en función de su seguridad, no debe olvidarse que, como hemos expuesto, todas las firmas electrónicas son instrumentos electrónicos de autenticación, es decir, instrumentos para suscribir mensajes e identificar de forma perdurable en el tiempo al suscriptor. Ello nos lleva a analizar la firma electrónica, al igual que la firma manuscrita, como el elemento que condensa la declaración documentada, pues, de hecho, puede ser que el firmante que suscribe dicho documento se limite en la práctica a realizar el acto de la firma, que por tanto recibe la significación propia del propio acto documentado. E igualmente, de forma más sencilla, la firma, manuscrita o electrónica, puede verse como cualquier otra declaración de voluntad, en este caso de asunción del documento.

Sin embargo, la firma electrónica tiene una diferencia fundamental respecto a la firma manuscrita. Esta última se plasma siempre en un documento, lo que determina que, como el propio documento, sea perdurable en el tiempo. En cambio, la firma electrónica viene referida a un mensaje de datos, que se convertirá en un documento cuando se fije en un soporte duradero (artículo 3.5 de la LFE).

Esta distinción es especialmente relevante en el caso de la banca electrónica o, en general, en todos aquellos casos en los que se trata de controlar el acceso a unos datos

(7) Vid. CRUZ RIVERO, D.: *Eficacia...*; op. cit., especialmente pp. 180-182.

(8) Vid. CRUZ RIVERO, D.: *Eficacia...*; op. cit., especialmente pp. 182-192. Se entiende que la diferencia entre uno y otro tipo de firma se basa en que en el caso de la firma no reconocida ha de probarse sus efectos respecto de la autoría e integridad del mensaje firmado, en MARTÍNEZ NADAL, A.: *Comentarios...*; op. cit., especialmente p. 93. Por su parte, se considera que las firmas no reconocidas equivalen a la firma manuscrita sólo cuando la exigencia legal de la firma se deba a una regulación posterior a la legislación sobre firma electrónica en RUBIO VELÁZQUEZ, R.; RODRÍGUEZ SAU, C., y MUÑOZ MUÑOZ, R.: *La firma electrónica*, Barcelona, 2004, especialmente pp. 33-34.

electrónicos reservado a ciertas personas. Así, además de para firmar documentos en cuanto tales, es posible usar de forma impropia la firma electrónica para identificarse y tener acceso a ciertos contenidos. Decimos que se trata de un uso impropio porque en realidad, no es un uso dentro del ámbito de la equivalencia funcional en sentido estricto (aunque también es cierto que la firma tradicional puede utilizarse para controlar el acceso físico de las personas), sino que más bien resulta equivalente a la exhibición del DNI ante un funcionario o empleado para acreditar la identidad de quien va a acceder a un recinto cerrado, va a recibir algún tipo de información o va a emitir algún tipo de información o instrucción.

Muy ilustrativo en este sentido es el artículo 1.4 del RD 1553/2005 ⁽⁹⁾, que establece que “el Documento Nacional de Identidad permite a los españoles mayores de edad y que gocen de plena capacidad de obrar la identificación electrónica de su titular, así como realizar la firma electrónica de documentos, en los términos previstos en la [LFE]”. Como puede verse, la identificación electrónica de su titular constituye un uso distinto y separado de la firma propiamente dicha.

Sin embargo, aunque no sea exactamente una firma electrónica, sí que puede atraerse este uso peculiar de este instrumento al ámbito propio de la equivalencia funcional respecto a la firma manuscrita si consideramos que en tal caso lo que se está haciendo es firmar (en sentido estricto, esto es, autenticar) un mensaje de datos por el que el emisor declara su identidad.

Por supuesto, junto a este uso “impropio” de la firma electrónica reconocida, cabe también en el ámbito bancario que se envíen documentos firmados, por ejemplo, cuando el titular de una cuenta emita una orden de transferencia electrónicamente. Esta firma electrónica sustituye el requisito del documento firmado según aparece en el artículo séptimo de la Orden de 12 de diciembre de 1989 ⁽¹⁰⁾.

Por último en esta introducción, merece la pena constatar que en el ámbito de las operaciones bancarias, aunque pueden utilizarse firmas electrónicas reconocidas, como es el caso cada vez más frecuente de admitir la utilización del DNI electrónico, lo normal es utilizar un sistema de acceso a la red privada más sencillo y, a la hora de emitir mensajes, firmarlos mediante firma electrónica no reconocida.

En cuanto a la forma de acceso al servicio de banca electrónica (firma electrónica en sentido impropio) de los usuarios que se han dado de alta previamente en el sistema, suele utilizarse como medida de seguridad la introducción de unas claves de acceso

⁽⁹⁾ Real Decreto 1553/2005, de 23 de diciembre, por el que se regula la expedición del documento nacional de identidad y sus certificados de firma electrónica.

⁽¹⁰⁾ Orden de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito.

(usuario/contraseña)⁽¹¹⁾. De este modo, el mero acceso a la intranet permite presumir judicialmente que quien accede a dicha información introdujo (y por tanto poseía) dichas claves de acceso.

Asimismo, para la realización de operaciones *on line* suelen introducirse también una o varias claves que el cliente obtiene de una tabla en soporte papel a partir de unas coordenadas indicadas aleatoriamente por el sistema. Dicha tabla en soporte papel es proporcionada por la entidad al cliente en persona o por correo una vez que éste ha solicitado la activación del servicio de banca electrónica. La aleatoriedad del sistema hace que se solicite la introducción de una clave o claves distintas cada vez que se va a realizar una operación, disminuyendo el riesgo de la captación de datos de forma fraudulenta⁽¹²⁾.

Como puede apreciarse, este sistema de acceder a la información y realizar posteriormente operaciones bancarias *on line*, tiene poco que ver con la firma electrónica reconocida, ni aun con la firma electrónica avanzada, pues no existe una firma generada a partir de la aplicación de unos datos de creación de firma sobre un documento o mensaje de datos, ni un cifrado de los datos⁽¹³⁾. Legalmente, la eficacia de estas medidas de seguridad proviene, no del artículo 3.4 de la LFE, sino del artículo 3.9 de la LFE, así como de las reglas generales aplicables sobre la prueba (artículos 326 y 384 de la LEC⁽¹⁴⁾, entre otros) y del hecho de que la banca electrónica está prevista en los artículos 48.2.g) de la LDIEC⁽¹⁵⁾ y Normas Sexta y Séptima de la Circular 8/1990⁽¹⁶⁾.

II. LA ATRIBUCIÓN DE MENSAJES Y EL VALOR PROBATORIO DE LAS FIRMAS ELECTRÓNICAS

A la hora de atribuir los mensajes electrónicos a una concreta persona, ésta se basa en dos aspectos: la confidencialidad y la seguridad de la firma.

(11) Este sistema suele reforzarse en la práctica mediante la introducción de otros datos (fecha de nacimiento, por ejemplo) y por el hecho de que la clave de acceso consiste en algunos de entre los varios dígitos que componen una contraseña más amplia, de modo que, al elegir aleatoriamente el sistema el ordinal de los dígitos de la contraseña que deben introducirse, en la práctica la clave que se marca es distinta cada vez que se accede al sistema.

(12) Asimismo, el procedimiento puede aumentar su seguridad si implica elementos de seguridad adicionales como la utilización *smart cards* o el envío de mensajes SMS al teléfono móvil del titular de la clave de acceso.

(13) No debe confundirse la firma electrónica con el cifrado para garantizar la confidencialidad de los datos o con el hecho de que la identidad de la web esté garantizada por una entidad de certificación (protocolos de transmisión seguros, https, etc.). Estas medidas van encaminadas a dificultar que terceros no autorizados tengan acceso a la información que se envía, fundamentalmente las claves de acceso al sistema y las contraseñas para realizar operaciones *on line*.

(14) Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.

(15) Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

(16) Circular 8/1990, de 7 de septiembre, a entidades de crédito, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela.

En relación a la confidencialidad, los protocolos de actuación garantizan que sólo el titular de la firma tenga acceso a ella. Ello es claro en el caso de la firma electrónica reconocida, pues existe una entidad de certificación, que garantiza la identidad real del titular de los datos de creación y verificación de la firma (artículos 12 y 13 de la LFE) y que asume unos deberes muy estrictos en cuanto a la manipulación de los datos (artículos 18 y 20 de la LFE).

En el caso de las firmas simples, consistentes en una clave de acceso al sistema (usuario/contraseña) y la ulterior utilización de las tarjetas de contraseñas para la firma de las operaciones, la clave de acceso es normalmente enviada por correo o entregada personalmente y tras su identificación al cliente, pudiendo modificarse (y se recomienda que así se haga) una vez se ha entrado en el sistema. Las tarjetas de contraseñas aparecen numeradas y en el momento de la solicitud del servicio se vincula una concreta tarjeta con un cliente, entregándosele en ese mismo acto la tarjeta.

Con ello, se garantiza que sólo el cliente tiene en su poder los datos de creación de firma. Así mismo, estos datos de creación de firma son intransferibles, debiendo el cliente guardar secreto sobre ellos.

En relación a la seguridad, el cumplimiento de sus obligaciones por parte de la entidad de certificación (artículos 18 y 22 de la LFE) y la satisfacción de los requisitos para que el dispositivo de creación de firma sea seguro (artículo 24.3 de la LFE) garantiza razonablemente que ninguna persona puede acceder a los datos de creación de firma, ni mediante el cálculo matemático de la clave privada, ni mediante el procedimiento de prueba y error (*crackeo*). En sentido estricto, se asegura que no es económicamente viable dedicar recursos informáticos y tiempo a desarrollar estas actividades que, por otra parte, son, obviamente, ilícitas.

Aunque no tienen la fiabilidad de las firmas electrónicas reconocidas, las firmas electrónicas simples utilizadas en el sector bancario y anteriormente descritas consiguen también una gran seguridad. Esta seguridad proviene de que la clave de acceso suele tener al menos seis dígitos, con lo que, aun conociendo el nombre de usuario (normalmente el DNI del cliente), acceder a la intranet mediante el procedimiento de prueba y error implica unos recursos desproporcionados para el beneficio que puede obtenerse de la defraudación de la cuenta del cliente. Además, para la realización de las operaciones, el sistema solicita la introducción de una o varias claves que se identifican de entre las múltiples que contiene la tarjeta recibida por el cliente. De este modo, el *crackeo* de estas claves es sumamente difícil y, aun cuando un tercero pudiera llegar a conocer una de ellas, las posibilidades de que el sistema vuelva a solicitar la misma para realizar una operación próximamente es muy escasa.

Además de la capacidad de suplir a la firma manuscrita cuando ella sea requerida, el ordenamiento reconoce a las firmas electrónicas también fuerza probatoria. En el caso de la firma electrónica reconocida, el artículo 3.8 de la LFE establece que, impugnada su autenticidad, se debe comprobar que verdaderamente se cumplen los requisi-

tos para que la firma sea considerada reconocida⁽¹⁷⁾. Como no puede ser de otra forma, el resultado de la verificación de estos requisitos no puede ser el considerar la firma y el mensaje como auténticos, sino simplemente presumir *iuris tantum* la autenticidad, pudiendo romperse esta presunción, es decir, pudiendo probarse que el firmante aparente no es el firmante real, por cualquiera de los medios admitidos en Derecho. Esta presunción *iuris tantum* de autenticidad, introducida en la LFE por la Ley de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información⁽¹⁸⁾, supone el reconocimiento por el legislador de la seguridad y fiabilidad de las firmas electrónicas reconocidas, anteriormente comentada.

Para el caso de las firmas electrónicas avanzadas, el artículo 3.8 de la LFE se remite a lo establecido en el artículo 326.2 de la LEC, de modo que, impugnado el documento electrónico, el que lo haya presentado podrá probar su autenticidad mediante cualquier medio de prueba (incluyendo la firma electrónica avanzada), sin que exista, a diferencia de la firma reconocida, presunción alguna de autenticidad⁽¹⁹⁾.

En cuanto a las firmas electrónicas simples, el artículo 3.8 de la LFE guarda silencio al respecto. Sin embargo, entendemos que también en estos casos debe aplicarse el artículo 326.2 de la LEC. Así, esta disposición se refiere a cualquier tipo de documento privado, con independencia de la firma electrónica empleada e incluso de si se ha empleado una firma electrónica. Por tanto, podrá probarse por cualquiera de los medios admitidos en Derecho, también mediante la firma electrónica simple, la autenticidad del documento. Ello queda claro por el hecho de que el artículo 326.3, relativo al documento electrónico, se remite al artículo 3 de la LFE (también al artículo 3.9) y no sólo al artículo 3.8 de la LFE. En definitiva, ha de considerarse que la firma electrónica simple es un medio posible, aunque normalmente no será un medio de prueba suficiente atendiendo a su seguridad, para probar la autenticidad del documento en conjunción con otros medios de prueba. Del artículo 3.9 de la LFE y 5.2 de la DFE puede extraerse que, si de las circunstancias del caso puede deducirse la seguridad de la firma, ésta debe tener efectos probatorios. Por lo tanto, no se puede negar fuerza probatoria a la firma electrónica por el hecho de no ser una firma electrónica avanzada, no estar basada en un certificado reconocido o no haber sido generada mediante un dispositivo seguro de creación de firma; si se le niegan efectos probatorios será por el hecho de que la firma carece de la seguridad necesaria para ello.

(17) Ello se deduce claramente del artículo 3.8 de la LFE a la vista de la Exposición de Motivos de la Ley 56/2007: “se aclara la redacción del apartado 8 del artículo 3, especificando que lo que debe comprobarse, en caso de impugnarse en juicio una firma electrónica reconocida, es si concurren los elementos constitutivos de dicho tipo de firma electrónica, es decir, que se trata de una firma electrónica avanzada basada en un certificado reconocido, que cumple todos los requisitos y condiciones establecidos en esta Ley para este tipo de certificados electrónicos, y que la firma se ha generado mediante un dispositivo seguro de creación de firma electrónica”. Vid. sobre esta cuestión MARTÍNEZ NADAL, A.: *Comentarios...*, op. cit., especialmente pp. 96-97.

(18) Ley 56/2007, de 28 de diciembre, de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información.

(19) Vid. MARTÍNEZ NADAL, A.: *Comentarios...*, op. cit., especialmente pp. 98-99.

De este modo, negada la autenticidad de un documento (o un mensaje), a falta de firma electrónica reconocida, se acudirá a cualquier otro medio de prueba que resulte útil y pertinente al efecto (artículo 326 de la LEC) y uno de estos medios será, caso de ser fiable, la firma electrónica avanzada o incluso la firma electrónica simple.

En el caso de la banca electrónica, las medidas electrónicas de seguridad arriba descritas y las firmas electrónicas que autentican las órdenes de las operaciones bancarias del cliente a la entidad pueden ser medios de prueba de la identidad de quien accedió al sistema y envió dichas órdenes a la entidad. Sin embargo, en el caso de las comunicaciones electrónicas, y a diferencia de la prueba pericial sobre un documento en soporte papel, se requiere por parte del juzgador de un paso intermedio en la inteligencia del caso concreto. Así, salvo que concurran otros medios de prueba, estos instrumentos de seguridad y autenticación no determinarán de forma directa la identidad real del firmante aparente, sino que garantizan que el mensaje se ha enviado por alguien que conocía las claves de acceso y poseía la capacidad de emitir la firma (por ejemplo, estaba en poder de la tarjeta que recoge todas las contraseñas). A partir de ahí, no existe una presunción legal de que el firmante aparente es el firmante real, sino que debe ser el juez quien, a tenor de la seguridad del procedimiento y, sobre todo, siguiendo el presupuesto de la confidencialidad de la clave, presuma (presunción *hominis*) dicha correspondencia entre el firmante aparente y el real.

III. VULNERABILIDADES DE LA BANCA ELECTRÓNICA

Tal como se ha visto, la firma electrónica y los procedimientos técnicos de control de acceso, de una parte, dificultan la realización de fraudes por terceros y, de otra, permiten probar en mayor o menor grado que un mensaje se ha emitido por el firmante.

Sin embargo, no existe ningún sistema de seguridad o firma electrónica que sea absolutamente infalible. Existe la improbable posibilidad de que se calculen matemáticamente los datos de creación de firma en el caso de la firma electrónica reconocida o de que se acceda al sistema y se realicen operaciones fraudulentas mediante el procedimiento de prueba y error⁽²⁰⁾.

Ante la dificultad de este tipo de ataques al sistema, los procedimientos de defraudación van normalmente encaminados a que sea el propio cliente el que, por descuido o desconocimiento, comunique al agresor las claves, firmas y contraseñas para realizar el fraude. O bien, caso muy distinto a éste, es posible que el fraude sea consecuencia de un abuso de confianza de quien recibe las claves de su titular y realiza un uso ilegítimo de ellas.

⁽²⁰⁾ Para disminuir esta posibilidad, las entidades recomiendan a sus clientes que se modifique periódicamente la clave de acceso, que ésta no consista en varios dígitos iguales, ni coincida con las claves de las tarjetas de crédito o con números que puedan tener algún significado (fechas relevantes, especialmente si aparecen en documentos susceptibles de ser sustraídos, números de teléfonos, etc.). Además, es frecuente que tras un número de intentos se fuerce la desconexión o incluso se cancele el servicio de banca electrónica, con el perjuicio que ello supone para el cliente, pero preservando la integridad de la cuenta frente a terceros. Así mismo, es frecuente para impedir la automatización del

A título de ejemplo, pueden utilizarse los siguientes sistemas de defraudación:

— Si se utilizan redes de transmisión compartidas (WIFI, redes corporativas...), es posible acceder a los datos que se envían desde otros ordenadores de la misma red mediante programas de captura de tramas red (*packet sniffers*). Estos datos pueden ser las firmas y claves de acceso de los usuarios de banca electrónica. Además de diversas medidas de seguridad de la red y de la forma en la que ésta es configurada por su administrador, el problema se soluciona enviando los datos cifrados.

— Si el ordenador desde el que se accede telemáticamente a la entidad no es seguro o es de acceso libre (un cibercafé, por ejemplo), es posible que almacene las claves automáticamente para su ulterior uso. Así mismo, el ordenador podría almacenar las *cookies* del banco, lo que permitiría rellenar ciertos campos del formulario de forma automática. Habría por tanto que revisar la configuración del ordenador para evitar que esto fuera así y borrar las *cookies* tras el acceso a la entidad.

— Es posible que el ordenador tenga instalado un programa capturador de las teclas pulsadas (*keylogger*), bien porque el ordenador no sea de confianza o bien porque se haya introducido de forma maliciosa⁽²¹⁾. Con este sistema, el defraudador puede hacerse con las claves aun cuando se envíen de forma cifrada, pues permite identificar todas las teclas que se han pulsado durante el proceso de acceso telemático a la entidad. Se trata de evitar este problema usando un teclado virtual que aparece en la pantalla, sobre el que se escribe utilizando el ratón. Sin embargo, existen *keyloggers* que pueden atacar esta medida de seguridad, bien porque registran las imágenes de la pantalla, bien porque interceptan la señal que va a enviar el ordenador a partir del teclado virtual. La mejor forma de evitar este problema es, por tanto, la instalación de un antivirus que proteja de esta contingencia.

— Es posible que el cliente comunique las claves a un tercero como consecuencia de un acto de *phishing*. El *phishing* consiste en el envío masivo de correos electrónicos⁽²²⁾ que aparentan ser de una entidad de crédito solicitando a los clientes que

craqueo mediante prueba y error, que se introduzca un *CAPTCHA*. Este acrónimo alude a un procedimiento para discriminar si el interlocutor de un proceso de identificación es una persona o una máquina. En síntesis, quien pretende acceder al sistema debe introducir también los caracteres que ve en pantalla, caracteres que aparecen camuflados en un gráfico de modo que sea identificable para una persona pero muy difícilmente legible para una máquina. No obstante, el sistema no es infalible pues los sistemas de reconocimiento ópticos de caracteres (OCR) más avanzados pueden leer los *captchas*. Además, existen otros procedimientos informáticos utilizados por los *crakers* para saltarse estas medidas de seguridad.

(21) Normalmente el *keylogger* es un *software* malicioso, que se introduce como un virus informático, pero puede también ser un procedimiento basado en un *hardware* especial. Para evitar el fraude en tal caso, habría que revisar el teclado para verificar que no tiene añadido o está conectado a ningún dispositivo no habitual.

(22) La forma más burda, aunque igualmente eficaz, es enviar los correos de forma indiscriminada a direcciones de correo electrónico previamente obtenidas o incluso a direcciones inventadas (con la esperanza de que éstas existan), bajo el supuesto de que algunos de los receptores de los correos electrónicos serán clientes de la entidad y que algunos de éstos caerán en el fraude. Sin embargo, se han detectado ataques de *phishing* en los que el *phisher* previamente ha estimado con qué entidad puede trabajar una concreta víctima (*spear phishing*).

comuniquen sus claves por correo electrónico o que entren a través de un enlace que se proporciona en el propio correo a la cuenta bancaria. Este enlace que aparece en el correo electrónico reconduce a un dominio bajo el control del *phisher*, aunque aparenta ser de la propia entidad, pues la interfaz es idéntica. La apariencia puede conseguirse utilizando nombres similares a los de la entidad, porque haya alguna letra mal escrita, porque contengan al de la entidad⁽²³⁾, porque se utilice un dominio de primer nivel distinto o porque se utilice un nombre de dominio internacionalizado: por ejemplo, sustituir en un nombre de dominio la letra “o” por la letra griega “ο” (ómicron). Incluso, los *phishers* más hábiles introducen el nombre de dominio correcto en el correo electrónico, pero en realidad el enlace conduce a un *host* distinto, maquillando además esta discordancia en la barra del navegador. Las propias entidades advierten a sus clientes de la existencia de estas prácticas delictivas y de que bajo ningún concepto se deben comunicar las claves y contraseñas a través de correo electrónico ni acceder a su cuenta a través de un enlace recibido por un correo electrónico. Se aconseja en este sentido, escribir la dirección de correo electrónico directamente sobre la barra del navegador.

— Y, por último, es posible que el cliente comunique sus claves de acceso como consecuencia de un acto de *pharming*. El *pharming* puede considerarse un tipo de *phishing* por cuanto que trata de que el cliente introduzca sus datos en una página web distinta de la de la entidad, creyendo que se trata de la web de la entidad. Sin embargo, se distingue del *phishing* tradicional porque no se pone en contacto con el cliente sino que accede al servidor de la entidad para redireccionar a los clientes que tratan de acceder a ella legítimamente a otra página web. Por lo tanto, ataca directamente a las medidas de seguridad de la entidad, en lugar de buscar el engaño al cliente. Lógicamente, en ambos casos la consecuencia es la defraudación de la cuenta del cliente en la entidad.

El proceso de defraudación organizada de los clientes es el siguiente. En primer lugar, el estafador capta a varios trabajadores (denominados *muleros*) a través de internet, ofreciendo el pago de cantidades de dinero importantes por un trabajo ficticio que puede realizarse desde casa. En el proceso de contratación, se piden los datos personales y los números de cuenta. Obtenidas las claves de los clientes, normalmente mediante *phishing* o *pharming*, se transfiere el dinero de estos clientes a las cuentas de los *muleros*. Y, por último, estos intermediarios transfieren el dinero detrayendo una comisión pactada como pago por sus servicios (alrededor del 10%) a la cuenta indicada por el estafador. Con ello, el rastro se pierde en algún estado en el que se proteja de modo absoluto el secreto bancario. Ante esta situación, el único responsable conocido (autor, cómplice...) es el intermediario, quien, por otra parte, es

(23) En este sentido, la última versión de Internet Explorer, la número 8, resalta en el navegador el dominio al que se ha accedido sobre toda la dirección web.

posible que pueda considerarse también víctima de la estafa y que, en cualquier caso, suele ser insolvente⁽²⁴⁾.

Junto a todos estos supuestos, en los que el defraudador logra que el titular de la cuenta le comunique inconscientemente las datos de creación de firma o las claves de acceso, existe también la posibilidad de que el defraudador llegue a conocer dichos datos y claves como consecuencia de una relación legítima con su titular. Así, es posible que el titular de la cuenta ponga en poder de otra persona las firmas y claves, encargándole que las use en beneficio del titular y siguiendo unas concretas instrucciones. Pero, en contravención de estas instrucciones, podría utilizarse esta información para efectuar una operación bancaria bajo el nombre del titular de los datos de creación de firma y de las claves de acceso y, por tanto, cometer un fraude contra él.

IV. EL DEBER DE CUSTODIA DE LOS DATOS DE CREACIÓN DE FIRMA Y LA ATRIBUCIÓN DE MENSAJES AL FIRMANTE APARENTE DISTINTO DEL FIRMANTE REAL

1. Planteamiento

Tal como se ha visto, pese a la fortaleza de las medidas de seguridad existentes en la banca electrónica y la equivalencia formal y probatoria de la firma electrónica, es posible, cualquiera que sea el sistema empleado, que quien firma un mensaje (firmante real) o accede a la cuenta del cliente no sea el titular de la firma (firmante aparente) o de las claves.

El supuesto que se trata de analizar es el siguiente: se ha accedido a la cuenta y se han realizado operaciones utilizando una firma electrónica reconocida (DNI electrónico, por ejemplo). Ante la denuncia del titular de la firma, que niega haber accedido a la cuenta y haber realizado operación alguna, se verifica que efectivamente se ha utilizado una firma electrónica reconocida que cumple todos los requisitos para ello, lo que, según establece el artículo 3.8 de la LFE hace presumir que el cliente ha realizado la operación. Sin embargo, contra esta presunción, se prueba por cualquiera de los medios admitidos en Derecho que el titular de los datos de creación de firma (firmante aparente) no ha efectuado la operación.

Asimismo, si se utiliza un sistema de acceso y firmado de las operaciones que no implique una firma reconocida, no existirá esta presunción de autoría, sino que las

(24) Vid. en este sentido la SAP de Burgos de 14 de diciembre de 2007 (*JUR* 2008\82074), que condena por autora de un delito de estafa a la intermediaria en las transferencias. Así mismo, el Auto de la AP de Madrid de 16 de marzo de 2007 (*JUR* 2007\173011) desestima el recurso de apelación interpuesto contra la imputación de una intermediaria de un posible delito de receptación o blanqueo de capitales, pese a que fue dicha intermediaria la que, ante las sospechas de la ilicitud de la conducta realizada, acudió a la policía para denunciar los hechos. Igualmente el Auto de la AP de Madrid de 24 de julio de 2008 (*JUR* 2009\82572), que estima el recurso de apelación contra el auto de sobreseimiento del proceso, considera que, sin perjuicio de que a estas alturas del proceso está pendiente la calificación definitiva del acto, la actuación de los intermediarios en un caso de *phishing* podría ser constitutivo de un delito de receptación.

medidas de seguridad señalarán al cliente como autor de las operaciones realizadas, pero también podrá probarse que se ha tratado en realidad de un fraude realizado por un tercero.

La prueba contra la autoría de la operación por el titular de las claves surgirá ante todo de la investigación del destinatario de la transferencia realizada, pues el trasvase dinerario no tendrá causa alguna y, casi con toda seguridad, se tratará de un intermediario, según se ha descrito anteriormente. Además, tal como se ha expuesto, este tipo de fraudes se realizan en masa, con lo que se detectará rápidamente por el hecho de que las reclamaciones se producirán igualmente en masa e incluso es posible que las fuerzas de seguridad del estado o la entidad bancaria hayan tenido conocimiento del hecho antes incluso de que se produzca la reclamación por la comisión de un concreto fraude⁽²⁵⁾.

También es posible que no se trate de una operación defraudatoria en masa, sino que se haya tenido acceso a las claves de una sola persona. En tal caso, la localización del responsable es muy fácil si se ha realizado una burda transferencia bancaria⁽²⁶⁾, en cuyo caso habría que analizar si tal transferencia es o no justificada, pero no si se trata de un fraude más sofisticado.

Por supuesto, a la vista de estos casos, que merecen incluso tratamiento desde el punto de vista del Derecho penal, el supuesto podría saldarse afirmando que el defraudador debería devolver la suma sustraída, añadiéndose una indemnización por los daños y perjuicios causados, según las reglas generales de nuestro Derecho civil, y, en su caso, padeciendo la sanción penal correspondiente. Sin embargo, ésta no es una solución aceptable si no se consigue identificar al autor o éste es insolvente. Y, por otra parte, quizás no sea procedente dilatar la cuestión en el tiempo hasta que concluya un proceso penal.

De este modo, debe ser el Derecho privado el que determine primeramente quién ha de soportar el daño causado, cliente o entidad, sin perjuicio de que nazca un crédito del sujeto defraudado contra el defraudador.

Cualquiera que sea el razonamiento empleado, caben dos soluciones. En primer lugar, es posible atribuir la declaración de voluntad, frente al tercero receptor al firmante aparente. Esta solución provocará simultáneamente una reticencia a utilizar firmas electrónicas, ante el temor de quedar vinculado por una declaración realizada realmente por otra persona, y una tendencia a aceptar firmas electrónicas de otras personas, pues se tendrá la certeza de que el firmante aparente se va a hacer responsa-

⁽²⁵⁾ Así por ejemplo, en el caso tratado en el Auto de la AP de Guipúzcoa de 23 de junio de 2008 (*JUR* 2009\17222), que estima el recurso contra el Auto de sobreseimiento del Juzgado de Instrucción, se inician las investigaciones por la denuncia de un intento de *phishing* realizada por una persona que no llegó a padecer el daño por sospechar de la veracidad y licitud del correo electrónico recibido y haber denunciado los hechos.

⁽²⁶⁾ Por extraño que parezca, en la realidad hay quien transfiere directamente los caudales defraudados a su propia cuenta, sin utilizar la mediación de un intermediario. Tal fue el caso tratado en el Auto de la AP de Madrid de 19 de octubre de 2006 (*JUR* 2007\46428).

ble de ella. La solución contraria, considerar que el firmante aparente no ha tenido nada que ver con la declaración recibida, fomentará el uso de las firmas electrónicas por parte de sus titulares, pero mermará la confianza en el sistema del lado de los destinatarios de las declaraciones, que temerán que el firmante aparente no se haga cargo de la declaración.

Por lo tanto, el legislador debe optar por una u otra solución, o bien intentar buscar soluciones intermedias que traten de casar los intereses en juego. Sin embargo, el legislador español ha seguido la peor de las opciones posibles: guardar silencio al respecto. Con ello, se genera inseguridad en ambos lados de la relación, haciendo necesario que la doctrina y la jurisprudencia busquen soluciones al problema en la aplicación analógica de otras normas.

En este sentido, el supuesto planteado merece dos aproximaciones diversas, una en el ámbito propio de la firma electrónica, instrumento que se utiliza para el acceso a la intranet de la entidad, y otra en el ámbito del contrato de cuenta corriente entre el cliente y la entidad y del acuerdo suscrito entre las partes para habilitar el servicio de banca electrónica. Ciertamente, esta última da una solución más ajustada al problema, pero entendemos que el punto de partida ha de ser el general de la firma electrónica para después resaltar las especificidades de la banca electrónica y, en su caso, justificar una solución distinta en este ámbito.

2. La solución en el ámbito de la firma electrónica

2.1. *El deber de custodia de los datos de creación de firma y de las claves de acceso como punto de partida*

Antes de tratar las dos cuestiones centrales del análisis de la firma electrónica que atañen a esta cuestión, la cesión de las claves como acto de apoderamiento y la distribución del riesgo por fraude, entendemos que es necesario tener en cuenta el deber de custodia del titular de los datos de creación de firma o las claves de acceso sobre dichos datos y claves.

Ante todo, la propia definición de firma avanzada del artículo 3.2 de la LFE, como firma electrónica que está vinculada al firmante de manera única, refleja ya la idea de que, ante la ausencia de una vinculación intrínseca entre firma y firmante, el sistema de firmado electrónico se basa en la confidencialidad de los datos de creación de firma. Por esta razón el artículo 8.1.c) de la LFE prevé como causa de extinción del certificado de firma electrónica la “[v]iolación o puesta en peligro del secreto de los datos de creación de firma del firmante o del prestador de servicios de certificación o utilización indebida de dichos datos por un tercero”.

Además, la entidad de certificación cesa en su responsabilidad si se ha producido, por parte del titular de los datos de creación de firma, “[n]egligencia en la conservación de sus datos de creación de firma, en el aseguramiento de su confidencialidad y en la protección de todo acceso o revelación” [artículo 23.1.c) de la LFE] o si no se ha solicitado “la suspensión o revocación del certificado electrónico en caso de duda en

cuanto al mantenimiento de la confidencialidad de sus datos de creación de firma” [artículo 23.1.d) de la LFE].

En definitiva, cuando se trata de una firma certificada, tanto las políticas de certificación de la entidad de certificación, como el contrato entre el prestador de servicios de certificación y el titular de la firma, obligan a este último a no transmitir ni autorizar el uso a ningún tercero de los datos de creación de firma.

Ciertamente, en su sentido más estricto, la obligación de confidencialidad asumida por el titular de la firma se ha suscrito frente a la entidad de certificación, no frente al tercero que recibe el documento firmado; y la consecuencia jurídica de su incumplimiento aparece descrita en el artículo 23 de la LFE: la no responsabilidad de la entidad de certificación. Sin embargo, es igualmente cierto que de la sistemática de la LFE se deduce que el deber de comunicar la pérdida de la confidencialidad de la clave a la entidad de certificación y el subsiguiente deber de esta entidad de certificación de revocar el certificado es uno de los fundamentos de la seguridad de la firma electrónica y, por tanto, de la capacidad de ésta de generar la confianza en el receptor de la comunicación de que el firmante aparente es el firmante real. Así pues, estas obligaciones del titular de la firma y de la entidad de certificación se asumen en beneficio del propio sistema de firmado electrónico y de la seguridad del tráfico y, por tanto, también del receptor de la comunicación.

Por todo ello, puede considerarse que la cesión voluntaria de los datos de creación de firma o la negligencia en su custodia por parte del titular de la firma puede tener trascendencia también en las relaciones entre dicho titular y el tercero receptor de la comunicación, al margen de la aplicación de las normas de la representación; del mismo modo que semejante conducta por parte de la entidad de certificación generaría responsabilidad, no sólo frente al titular de la firma con el que contrató, sino también frente al receptor de la comunicación ⁽²⁷⁾.

En definitiva, cuando se trata de una firma electrónica certificada, puede afirmarse que no deben transmitirse los datos de creación de firma y que el titular de dichos datos tiene el deber de custodiarlos diligentemente ⁽²⁸⁾.

Dicho esto, puede darse un paso más y considerarse que existe idéntico deber de custodia en el caso de que se trate de una firma electrónica no certificada. La diferencia entre una y otra firma estriba en que, en las firmas no certificadas, no ha participado una entidad de certificación y por tanto no se ha comprobado por una entidad independiente que el titular de los datos de creación de firma es realmente quien dice

(27) En este sentido, el artículo 22.1 de la LFE dispone que “[l]os prestadores de servicios de certificación responderán por los daños y perjuicios que causen a cualquier persona en el ejercicio de su actividad cuando incumplan las obligaciones que les impone esta Ley. La responsabilidad del prestador de servicios de certificación regulada en esta Ley será exigible conforme a las normas generales sobre la culpa contractual o extracontractual, según proceda, si bien corresponderá al prestador de servicios de certificación demostrar que actuó con la diligencia profesional que le es exigible”.

(28) Así se entiende también en MARTÍNEZ NADAL, A.: *Comentarios...*, op. cit., especialmente pp. 420-423.

ser. Ciertamente, ello implica que es el destinatario de la comunicación (y no el tercero de confianza, en este caso inexistente) quien asume el riesgo de que el titular de la firma (quien legítimamente tiene los datos de creación de firma) no sea quien aparenta ser, en el sentido de que el firmante aparente no quedará vinculado⁽²⁹⁾. Pero, por lo demás, no altera las relaciones entre el firmante y el destinatario de la comunicación si se produce cualquier otra contingencia.

Con base en este razonamiento, ha de concluirse que también en este caso, cuando no ha intervenido una entidad de certificación, el destinatario de una comunicación tiene derecho a confiar en la firma electrónica recibida. Puede entenderse que el firmante ha elegido un sistema de firma electrónica y debe velar por la seguridad de éste para con los terceros llamados a confiar en él. Se afirma, por tanto, que cualquier sistema de firmado electrónico es personal e intransferible y su titular debe cuidar diligentemente de la confidencialidad de los datos de creación de firma y de las claves⁽³⁰⁾.

2.2. *La aplicación del artículo 1259 del Código Civil para atribuir el mensaje al firmante aparente y la cesión de las claves o datos de creación de firma como acto de apoderamiento*

Tal como hemos afirmado al inicio de este trabajo, la firma electrónica es un instrumento electrónico de autenticación, es decir, el medio de suscribir un documento e identificarse como tal suscriptor en el ámbito electrónico. De este modo, la firma, también la electrónica, debe analizarse como una declaración de voluntad de quedar vinculado al contenido del documento o, si se quiere, como una declaración jurídica que adquiere precisamente el sentido del contenido del documento⁽³¹⁾.

Ello nos lleva a contemplar la utilización de la firma de un firmante aparente por un firmante real distinto de aquél como un intento de suplantar la personalidad de otra persona para emitir declaraciones bajo su nombre y hacer que éstas se le atribuyan al firmante aparente, vinculando su patrimonio.

En soporte papel, esta situación se parece a la firma de documentos en blanco, obtenida lícita o ilícitamente, o a la imitación de la firma, de forma autorizada o no autorizada. De hecho, la pérdida del control sobre la firma electrónica puede ser incluso más arriesgada que sus análogos en soporte papel, pues con los datos de creación de firma pueden realizarse todas las declaraciones que se deseen (como en el caso de la

(29) Lógicamente, el firmante real deberá indemnizar los daños producidos.

(30) Se afirma del deber de custodia de los medios de acceso a la banca electrónica con carácter general en LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M.: *Uso ilícito de las tarjetas bancarias*, Barcelona, 2009, especialmente p. 33.

(31) Así, por ejemplo, en soporte papel, la realización de un negocio cambiario puede consistir en la mera firma (y en la entrega del documento). El sentido de ésta vendrá integrado por lo establecido en la Ley Cambiaria y del Cheque al respecto.

imitación de la firma y a diferencia de la firma de documentos en blanco), pero la autenticación resultante no es una firma falsa, pues se ha utilizado la firma verdadera de forma irregular, lo que no puede detectarse mediante una prueba caligráfica (como en el caso de la firma de documentos en blanco y a diferencia de la autorización para imitar la firma).

El Ordenamiento español trata la actuación *en* nombre de otro en múltiples ocasiones, pero la actuación *bajo* el nombre de otro es desconocida a excepción, *mutatis mutandi*, del supuesto particular del artículo 12 de la LC, el pacto de cumplimiento de la letra de cambio. Sin embargo, y con buen criterio, la doctrina, con carácter general, considera aplicables en estos casos las reglas de la representación y, en concreto, el artículo 1259 del CC, que dispone que “ninguno puede contratar a nombre de otro sin estar por éste autorizado o sin que tenga por ley su representación legal. El contrato celebrado a nombre de otro por quien no tenga su autorización o representación legal será nulo, a no ser que lo ratifique la persona a cuyo nombre se otorgue antes de ser revocado por la otra parte contratante”. Cuando una persona entrega a otra voluntariamente un documento firmado en blanco o le autoriza a imitar su firma y suplantar su personalidad, lo pretendido por los participantes y las consecuencias son en la práctica muy similares a las propias de la representación, pues la declaración se atribuirá directamente al titular de la firma utilizada⁽³²⁾. Desde el punto de vista jurídico, estaríamos ante un supuesto similar al apoderamiento sin representación (no existe *contemplatio domini*, pero no por no aparecer el representado, sino por no aparecer el representante, en cualquier caso se oculta el acto de la representación)⁽³³⁾.

Así pues, esta disposición nos da una primera solución al problema: cuando una persona suplanta a otra imitando su firma sin su autorización u obteniendo el papel en blanco firmado mediando dolo o error quien aparece como firmante no debe quedar vinculado a la declaración. Y, consiguientemente, si ha existido una autorización o se han entregado voluntariamente los papeles firmados en blanco con la instrucción de utilizarlos en la formalización de algún acto jurídico, dicho acto debe imputarse a

(32) Nótese que, aunque no sea la corriente jurisprudencial mayoritaria, existe jurisprudencia que entiende que en este caso se produce un delito de falsedad documental. Vid. al respecto SOTO NIETO, F.: “Falsedad de documento mercantil. Imitación de firma de coadministrador mediando autorización del mismo”, *LL*, 2004-2, pp. 1835-1837, *passim*.

(33) Vid. TENA ARREGUI, R. y DE LA NUEZ SÁNCHEZ-CASADO, E.: “La firma electrónica, ¿un poder al portador?”, *LL*, 2001-5, pp. 1695-1700, *passim*; MADRID PARRA, A.: “El negocio jurídico electrónico”, *RCE*, 28, 2002, pp. 3-62, especialmente p. 45. No siempre la jurisprudencia ha seguido esta tesis, pues, de las circunstancias del caso, puede deducirse que la entrega de un documento firmado en blanco no entraña una relación de apoderamiento. Tal fue el caso de la STS de 24-11-2004 (*RJ* 2004\7249), que niega que la entrega al tomador de la póliza flotante firmada y sellada en blanco por el asegurador sea un apoderamiento.

quien aparece como firmante. Esta última solución es clara cuando el auxiliar⁽³⁴⁾ ha seguido estrictamente las instrucciones del principal.

Ésta es la solución que se ha dado para el caso de la suscripción de obligaciones cambiarias por un auxiliar bajo la firma de su principal. En este sentido, PAZ-ARES ha considerado que, aunque realmente la firma que aparece en el título es falsa, es decir, no ha sido realizada por el firmante aparente, esta falsedad “no da lugar a una excepción de imputación” cuando la imitación es fruto de una autorización del titular de la firma. Así, pese a lo dispuesto en el artículo 67.1 de la LC, el negocio jurídico que se constituye mediante la firma “falsa” es imputable al firmante aparente, asumiendo éste sus efectos. Para ello, se aplica analógicamente el artículo 1259 del CC.⁽³⁵⁾

Aplicando esta idea a la firma electrónica, sólo cuando realmente nos encontremos ante un auxiliar (firmante real) actuando en cumplimiento de las instrucciones de un principal (firmante aparente) quedará éste obligado por la declaración⁽³⁶⁾. En caso contrario, como son los casos en los que se sustrae la información que permite acceder a la cuenta bancaria, o los casos de *phishing*, *pharming*, etc., la declaración debe

(34) Evidentemente, nos referimos al supuesto de que el auxiliar esté autorizado a configurar de alguna manera la voluntad negocial, es decir, que no se trate de un simple encargado de labores administrativas que, tras la supervisión del texto por el principal, aplica los datos de creación de firma según le ha indicado aquél. Vid. sobre la distinción entre representante y simple empleado ALBALADEJO GARCÍA, M.: *El negocio jurídico*, Barcelona, 1958, especialmente pp. 344-346; Díez-PICAZO y PONCE DE LEÓN, L.: *La representación en el Derecho privado*, Madrid, 1979, especialmente pp. 53-56.

(35) Vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.: “Las excepciones cambiarias”, en MENÉNDEZ MÉNENDEZ, A. (dir.): *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley cambiaria y del cheque*, Madrid, 1986, pp. 251-383, especialmente p. 299. Vid. esta misma opinión en SÁNCHEZ CALERO: “Las excepciones cambiarias”, *RDBB*, 29, 1988, pp. 7-66, especialmente p. 53; VELASCO SAN PEDRO, L.A.: *La representación en la letra de cambio*, Valladolid, 1990, especialmente p. 64. No obstante, SÁNCHEZ CALERO niega la aplicación analógica del artículo 1259 del CC. Ésta es también la solución que recoge el artículo 34 Convención de Naciones Unidas sobre letras de cambio internacionales y pagarés internacionales. En contra de esta idea se mostraba, bajo la regulación del C. de C., APARICIO RAMOS, J.: *La falsedad en la letra de cambio*, Madrid, 1947, especialmente pp. 104-105. Existe también doctrina que no imputa la declaración al firmante aparente, sino que le hace civilmente responsable. Además, dado que el representante no aparece mencionado en la letra, no puede quedar tampoco vinculado cambiariamente. Vid. CASALS COLLDECARRERA, M.: *Estudios de oposición cambiaria*, t. II, Barcelona, 1986, especialmente pp. 482 y 707-710. Por otra parte, la posibilidad de que los mensajes enviados por un auxiliar bajo el nombre de un firmante aparente se imputen a este último se ha admitido con carácter general, como actuación bajo autorización del firmante aparente, como supuesto análogo a la representación. Vid. LARENZ, K.: *Derecho civil. Parte general*, Madrid, 1978, especialmente p. 787. También se considera imputable la declaración al firmante aparente cuando éste sea culpable de la falsificación en ALBALADEJO GARCÍA, M.: *El negocio...*, op. cit., especialmente pp. 183-184.

(36) En aquellos supuestos en los que la entrega de la clave no se haga con el encargo de utilizarla, sino, por ejemplo, para su custodia, no existirá tal autorización, con lo que la apropiación y uso de la clave se asimilará al caso de la sustracción, si bien, podrá considerarse que concurre la negligencia de su titular.

considerarse nula, siendo responsable extracontractualmente la persona culpable de los daños producidos al tercero⁽³⁷⁾.

Sin embargo, el problema aquí planteado se complica si el auxiliar no sigue las instrucciones del principal hasta el punto de que pueda considerarse que se han sobrepasado los límites del apoderamiento recibido. Aun en el caso de relaciones empresariales, al tratarse de una actuación *bajo* el nombre y no *en* nombre de otra persona no es posible la aplicación de las reglas generales sobre publicidad del Registro Mercantil, pues no existe *contemplatio domini*, *rectius* la *representación* no es evidente por no ser patente la actuación a través de un apoderado. Tan sólo, llegado el caso, la existencia de un apoderamiento o de un límite inscrito en el Registro Mercantil podrá ser una prueba de la existencia de una concreta relación interna entre el poderdante y el apoderado, pero no es posible aplicar las reglas derivadas del artículo 21 del C. de C.

En este sentido, cuando la actuación del auxiliar se enmarque en una relación de tracto sucesivo dentro de una empresa, puede aplicarse analógicamente el artículo 286 del C. de C., relativo al factor notorio. En el caso regulado, no apareciendo en el Registro Mercantil el apoderamiento conferido, no son oponibles a los terceros de buena fe la transgresión de las facultades en la actuación del factor dentro del giro o tráfico del establecimiento. En este caso, se protege el tráfico mercantil cuando una persona aparezca notoriamente como factor al frente de un establecimiento mercantil. Igualmente, cuando alguien cede a otra sus datos de creación de firma o las claves de acceso, se crea la apariencia de la autoría (no exactamente de representación, pues no existe *contemplatio domini*), de modo que, con independencia del contenido del Registro, no resulta adecuado oponer al tercero el abuso de confianza.

Sin embargo, también es cierto que la capacidad de vincular al empresario por parte del factor notorio queda limitada en el artículo 286 del C. de C. al giro propio de la empresa. En el caso de la actuación *bajo* el nombre de otro, y concreto en el caso de la firma electrónica, esta apariencia se crea para todo tipo de situación. En definitiva, más allá de la extralimitación de la autorización realizada, se crea la misma apariencia cuando la firma se utiliza para algo absolutamente distinto de aquello que motivó la autorización, siendo posible que no esté relacionada con la actividad empresarial.

Siendo esto así, las circunstancias del caso pueden hacer inaplicable el C. de C. Desde sus orígenes, y aun cuando se consideró como un Derecho de clase (*ius mercatorum*), el Derecho mercantil se ha aplicado a las relaciones comerciales (*ratione mercaturae*). Tampoco hoy día puede justificarse que por el hecho de que el titular de la firma electrónica sea un empresario, se deba aplicar el artículo 286 del C. de C.

(37) Nos alejamos aquí de la solución prevista en el artículo 10 de la LC, que hace responsable cambiariamente (y no extracontractualmente) al firmante real. Ello se justifica por el hecho de tratarse de un sistema, el cambiario, en el que se contraen sólo obligaciones dinerarias y por las ventajas que supone para el tenedor de la letra la vigencia de los principios de dicho sistema (literalidad, autonomía, legitimación por la posesión y, sobre todo, por la posibilidad de acudir a un juicio cambiario), frente a los inconvenientes de acudir a la responsabilidad extracontractual.

cuando se haya actuado *bajo* su nombre (o con su firma electrónica) fuera del ámbito empresarial.

En otros casos, habrá de estarse a las normas generales de la representación y de la concreta relación jurídica que se haya entablado entre poderdante y apoderado (contrato causal del acto de apoderamiento), así como a las circunstancias del caso concreto en relación con el tercero que ha recibido la declaración *en* nombre o, en caso de la firma electrónica, *bajo* el nombre del poderdante.

Acudiendo a normas del contrato de mandato, el artículo 1727 del CC establece que “[e]n lo que el mandatario se haya excedido, no queda obligado el mandante sino cuando lo ratifica expresa o tácitamente”, lo que supone una concreción del artículo 1259 del CC. La aplicación estricta de este precepto llevaría a la ausencia de una vinculación entre el poderdante y el tercero cuando se haya producido una extralimitación en el poder, debiendo lógicamente el mandatario indemnizar los daños producidos al tercero por su actuar negligente o doloso. Lógicamente, no podemos entender que nos encontramos ante un supuesto de extralimitación en el poder cuando la trasgresión del mandatario sea de carácter leve, sin afectar a los elementos esenciales del negocio celebrado con el tercero; esto es, en ningún caso tendrán trascendencia frente a terceros de buena fe el incumplimiento por el mandatario de las instrucciones recibidas del mandante, sin perjuicio, por supuesto de la responsabilidad en que pueda incurrir el mandatario frente al mandante⁽³⁸⁾.

Sin embargo, pese a la aparente claridad de los artículos 1259 y 1727 del CC, la doctrina y la jurisprudencia⁽³⁹⁾ distinguen, también dentro de los supuestos de extralimitación del poder, casos en los que la discordancia entre contenido del poder y ejecución del mismo deben contemplarse como una mera irregularidad interna entre mandante y mandatario, sin trascendencia frente a terceros; y casos en los que la extralimitación produce, de acuerdo con el artículo 1727 del CC la nulidad total o parcial del acto por falta de poder. La inclusión del supuesto concreto en uno u otro caso dependerá, básicamente, de dos factores⁽⁴⁰⁾: la existencia, frente al tercero con el que se contrata, de indicios de esta discrepancia entre poder y negocio de ejecución (por ejemplo porque se pacte un precio ridículo) y el grado de responsabilidad del poderdante en la creación de la apariencia.

En este sentido, se han reconocido supuestos en los que el tercero de buena fe tiene derecho a confiar en la vigencia de la representación, aun cuando ésta haya dejado de existir o exista en otros términos. Ello será así, por ejemplo, cuando la representación conste en un registro público o en un documento que se exhiba al

(38) Vid. BADENAS CARPIO, J.M.: *Apoderamiento y representación voluntaria*, Pamplona, 1998, especialmente p. 139.

(39) A título de ejemplo, se sigue la tesis de la representación aparente en las SSTS de 28 de junio de 1984 (RJ 1984\3439) y 13 de mayo de 1992 (RJ 1992\3923).

(40) Vid. ÁLVAREZ CAPEROCHIPI, J.A.: *El mandato y la comisión mercantil*, Granada, 1997, especialmente pp. 144-147.

tercero, razón por la que el artículo 1733 del CC permite al mandante compeler al mandatario a devolver el documento en el que consta el mandato (*rectius*, el poder)⁽⁴¹⁾, pero también en relaciones de tracto sucesivo con el tercero, si no se comunica a éste el cese en el poder.

Son estos supuestos de representación aparente, casos en los que la heteroeficacia no deriva propiamente de la voluntad de quien queda vinculado (representación voluntaria) sino por ministerio de la Ley (de forma parecida a la representación legal)⁽⁴²⁾, bien por la aplicación de normas concretas, como es el artículo 286 del C. de C.⁽⁴³⁾, bien por el reconocimiento de la necesidad de aplicar principios generales del ordenamiento, protección de la apariencia y seguridad del tráfico⁽⁴⁴⁾.

Evidentemente, en el caso de la utilización abusiva de la firma electrónica, no puede hablarse de representación aparente, pues, tal como se ha dicho, la actuación a través del apoderado no es evidente al tercero. Pero sí que debe traerse a colación esta idea por cuanto que es el poderdante, titular de la firma, quien con la cesión de las claves o los datos de creación de firma, hace surgir el riesgo de que se cree la apariencia de la actuación bajo su nombre. Por tanto, igual que en sede de mandato y representación se ha defendido a veces el criterio de la creación del riesgo como criterio de imputación objetiva para atribuir la declaración al poderdante frente al tercero de buena fe⁽⁴⁵⁾, puede también atribuirse la declaración al firmante aparente cuando se han cedido las claves o datos de creación de firma y se produce la extralimitación en el poder⁽⁴⁶⁾. Y ello podrá predicarse con mucha mayor razón en el caso de la firma electrónica cuando, como se ha expuesto, el titular de los datos de creación de firma o de las claves de acceso tiene el deber de custodia sobre ellos.

En el ámbito mercantil, el principio de protección de la apariencia queda considerablemente reforzado, como corresponde a la necesidad de proteger el tráfico empre-

(41) Se reconoce esta *ratio legis* en MANRESA: *Comentarios al Código Civil*, t. XI, 3.ª ed., Madrid, 1920, especialmente p. 575.

(42) Vid. BADENAS CARPIO, J.M.: *Apoderamiento...*, op. cit., especialmente p. 297.

(43) En este sentido, el TS suele interpretar ampliamente el artículo 286 del C. de C. para incluir en su ámbito los casos de representación aparente. Vid. SSTs 18 de mayo de 1981 (RJ 1981\2079), 18 de noviembre de 1996 (RJ 1996\8361) y 14 de abril de 2008 (RJ 2008\4069).

(44) Vid. BADENAS CARPIO, J.M.: *Apoderamiento...*, op. cit., especialmente p. 308.

(45) Así se ha entendido en PÉREZ GONZÁLEZ, B. y ALGUER, J., en notas a ENNECCERUS, L.; KIPP, T. y WOLF, M.: *Tratado de Derecho Civil*, t. III, vol. 1, 3.ª ed., Barcelona, 1970, especialmente p. 289; GORDILLO CAÑAS, A.: *La representación aparente*, Sevilla, 1978, especialmente pp. 204, 463 y 477.

(46) A este respecto, se considera que el firmante aparente debe asumir en todo caso la declaración del firmante real cuando se han cedido voluntariamente las claves, con el argumento de la creación del riesgo de defraudación y sin tener en cuenta los límites con los que se haya producido la cesión en DÍAZ MORENO, A.: "Certificados de clave pública y entidades de certificación", en PERALES SANZ, J.L. (dir.): *La seguridad jurídica en las transacciones electrónicas*, Madrid, 2002, pp. 81-107, especialmente p. 87.

sarial y mercantil⁽⁴⁷⁾. Así, el C. de C. es en su tenor literal más estricto con el comitente que el CC con el mandante. Salvo que no exista realmente comisión (artículo 247.2 del C. de C.), el artículo 253 del C. de C. dispone que “el comitente deberá aceptar todas las consecuencias de la comisión, salvo el derecho de repetir contra el comisionista por faltas u omisiones cometidas al cumplirla”, previsión que se ratifica para casos particulares al aclarar que el comisionista responderá por los daños causados al comitente, lo que entendemos que se afirma bajo el presupuesto de la validez frente a terceros del acto, en los artículos 258 y 270 del C. de C.⁽⁴⁸⁾.

En sede de las relaciones cambiarias, también encontramos normas relativas a la representación. Aunque se trate de normas especiales y, por tanto, difícilmente susceptibles de aplicación analógica, lo cierto es que merece la pena tenerlas en consideración, pues guardan una gran similitud con el supuesto que aquí estudiamos. Así, en primer lugar, en los negocios cambiarios la declaración de voluntad se condensa formal y necesariamente en la plasmación de una firma sobre el documento cambiario y es precisamente el punto de vista de la firma electrónica el criterio de análisis que seguimos en este punto del problema aquí estudiado. En segundo lugar, la normativa cambiaria busca dotar de la máxima seguridad al sistema regulado, protegiendo especialmente al tercero de buena fe, tenedor del efecto, en aras de la seguridad del tráfico. También la regulación de la firma electrónica busca dotar de seguridad y confianza al sistema, siendo en ambos casos necesario compaginar la seguridad de las transacciones efectuadas con un criterio de justicia. Y, en tercer lugar, las obligaciones contraídas con los negocios cambiarios son en todo caso dinerarias, como es el caso, lógicamente no siempre que se utiliza una firma electrónica, pero sí en el caso de la banca electrónica, donde las firmas electrónicas y claves de acceso sirven a la realización de transferencias bancarias.

En el caso de las obligaciones cambiarias, la seguridad del tráfico aconseja salvar la validez del negocio efectuado, intentando que ello sea compatible con un criterio de justicia, pues no parece razonable que el titular de la firma que aparece en el efecto quede vinculado cambiariamente cuando no ha prestado su consentimiento. Así, el artículo 10 de la LC dispone que “el que pusiere su firma en una letra de cambio, como representante de una persona sin poderes para obrar en nombre de ella, quedará obligado en virtud de la letra [...]. Lo mismo se entenderá del representante que hubiere excedido sus poderes, sin perjuicio de la responsabilidad cambiaria del representado dentro de los límites del poder”. Por tanto, ante la ausencia de poder, el negocio no es nulo, sino válido, pero es el falso representante, no el aparente representado quien queda vinculado frente al tercero. En caso de extralimitación en el poder, la protección

(47) Vid. sobre esta cuestión BADENAS CARPIO, J.M.: *Apoderamiento...*, op. cit., especialmente pp. 307-308 y 313-314. Sobre la importancia de la representación en el Derecho mercantil, vid. por todos VICENT CHULIÁ, F.: *Compendio crítico de Derecho mercantil*, t. I, 2.ª ed., Barcelona, 1986, especialmente pp. 157-163.

(48) Y, por otra parte, si se entendiera que el comitente no ha de asumir los efectos del acto jurídico, posiblemente respondería extracontractualmente en base al artículo 1903, en el caso de que el comitente fuera un empresario.

del tercero es superior respecto del régimen del contrato de mandato, pues no sólo responde el representado dentro de los límites del apoderamiento, sino que el representante asume negocialmente (no extracontractualmente) la responsabilidad derivada del negocio cambiario.

En cuanto a la firma de papeles en blanco, puede tenerse en cuenta el artículo 12 de la LC, sobre el pacto de completamiento de la letra de cambio, que da una solución diversa al precepto anteriormente citado. Esta disposición, establece que “cuando una letra de cambio, incompleta en el momento de su emisión, se hubiese completado contrariamente a los acuerdos celebrados, el incumplimiento de estos acuerdos no podrá alegarse contra el tenedor, a menos que éste haya adquirido la letra de mala fe o con culpa grave”. La diferencia entre el artículo 10 y el 12 de la LC es que en este último caso, la firma es realizada por el propio firmante aparente, aunque algunos extremos de la declaración son cumplimentados *a posteriori* por otra persona. En tal caso, la regla general es la responsabilidad de dicho firmante, salvo, claro está, que el tenedor del efecto tenga mala fe.

Este supuesto se parece en gran medida a la firma de documentos en blanco, que, con carácter general, la doctrina reconduce al artículo 1259 del CC. Pero, en el caso de los efectos cambiarios, no es posible oponer el error, dolo o extralimitación del poder al tercero de buena fe. A nuestro entender, lo relevante en el caso de los efectos cambiarios será que el documento firmado indique antes de la firma que se trata de una letra, cheque o pagaré (lo cual por otra parte es en la práctica la regla general). En caso contrario, si la persona que ha de rellenar el documento lo hace incluyendo de forma no autorizada la denominación de un efecto cambiario, no podrá aplicarse el artículo 12 de la LC, sino que habrá de estarse a lo dispuesto en el artículo 1259 del CC.

Como puede apreciarse, de nuestro Derecho se deduce una regla clara para los casos en los que la utilización de las claves o datos de creación de firma se haya producido sin autorización alguna de su titular (la ausencia de vinculación del titular de la firma) o, mediando autorización, dentro de los límites de la misma (la vinculación del titular de la firma). Pero no existe una solución única para el caso de que se hayan entregado dichas claves o datos de creación de firma para el uso de ésta y se hayan contravenido, de forma clara, las instrucciones recibidas, hasta el punto de que se considere que se ha obrado fuera del apoderamiento que implica la cesión de las claves o datos de creación de firma. En tal caso, la solución deberá buscarse en la aproximación de la situación a algunos de los supuestos anteriormente expuestos, como puede ser la aplicación del régimen del factor notorio cuando se actúe en el giro propio de una empresa. A este respecto, existen fundamentos suficientes para aplicar la tesis de la representación aparente, especialmente aunque no sólo si es aplicable el artículo 286 del C. de C., pues es el propio titular de los datos de creación de firma o de las claves de acceso quien, mediante la cesión a un tercero de estos datos o claves, crea el riesgo de que el firmante aparente suplante la personalidad del firmante real más allá de la autorización conferida.

En este sentido, del mismo modo que el poderdante diligente puede adoptar ciertas precauciones para evitar la actuación ilícita del apoderado (exigencia de la devolución del documento en el que consta el poder) o para romper la buena fe del

tercero (circunscripción del poder en su tenor literal a las necesidades del caso concreto, normas relativas al Registro Mercantil, comunicación a posibles terceros de la modificación o extinción del poder), también el titular de una firma electrónica o de una cuenta bancaria con el servicio de banca electrónica activado puede, y debe, seguir ciertas pautas de seguridad.

Así, como se ha visto, la firma electrónica se configura legalmente como un medio de autenticación personal e intransferible, existiendo procedimientos para actuar *on line* a través de representantes (certificados de atributos, con carácter general, o, en el caso de la banca electrónica, que el titular de las claves para actuar a través del servicio de banca electrónica sea un autorizado en la cuenta y no su titular). Estos procedimientos, pese a tener en la práctica una mayor complejidad frente a la mera entrega de las claves, no sólo son más seguros, sino que no generan dudas respecto a la licitud de la actuación del poderdante o titular de la cuenta.

Esta falta de diligencia puede servir de fundamento a los Tribunales para aplicar la tesis de la representación aparente y atribuir la declaración realizada por el firmante aparente, apoderado que se ha extralimitado en su poder, al firmante real, poderdante que no ha adoptado las precauciones necesarias para evitar la actuación ilícita del apoderado, protegiéndose con ello la apariencia de representación generada por la conducta negligente del titular de los datos de creación de firma y, por tanto, a aquellos terceros que confiaron lícitamente en dicha apariencia.

2.3. *La distribución del riesgo de defraudación de la firma. Analogías y diferencias con las tarjetas bancarias*

Tal como se ha visto, es posible que la declaración emitida por el firmante real sea atribuida al firmante aparente por entender que éste había conferido a aquél un poder para vincularle y actuar *bajo* su nombre. Ello, que es indubitado cuando el firmante real haya actuado dentro de los límites de la autorización realizada por el firmante aparente, podría incluso afirmarse para actos realizados más allá de los límites del poder conferido, como consecuencia de la afirmación de la tesis de la “representación” aparente y la aplicación analógica de ciertas normas, como el artículo 286 del C. de C.

Sin embargo, la perspectiva de la cesión de las claves o datos de creación de firma como un apoderamiento no cierra la cuestión, especialmente teniendo en cuenta que el fraude no suele provenir de la extralimitación en la autorización para utilizar los datos de creación de firma o claves de acceso, sino de la sustracción de las claves o como consecuencia de un acto de *phishing* o *pharming*.

Si bien es cierto que más allá de la actuación representativa, y aun cuando lleguemos hasta el límite de la representación aparente, el falsamente representado no puede quedar vinculado por la declaración emitida por el falso representante, no es menos cierto que en tales casos el defraudador (que más que falso representante es ahora un simulador de la identidad del firmante aparente) causa un daño, debiendo determinarse si dicho daño debe recaer sobre la esfera patrimonial bien del firmante aparente, bien del destinatario de la comunicación, que confió en la autoría del mensaje.

Ante todo, si la agresión por parte del firmante real se ha producido como consecuencia de la negligencia del titular de los datos de creación de firma o de las claves de

acceso (como tiende a entenderse el *phishing*) puede considerarse que dicho titular ha de asumir el daño causado frente al destinatario de la comunicación, bajo los parámetros del artículo 1902 del CC⁽⁴⁹⁾. E igualmente, si la actuación u omisión negligente que facilitó la agresión por parte del tercero hubiera provenido del destinatario de la comunicación (como tiende a entenderse el *pharming*) será éste quien habrá de asumir el daño. Y, lógicamente, aquél, o aquéllos si puede afirmarse la compensación de culpas, que haya padecido el daño podrá resarcirse de quien efectuó el fraude.

No obstante, es posible que no llegue a probarse la actuación u omisión negligente ni del firmante aparente ni del destinatario de la comunicación. En tal caso, a nuestro entender, el problema ha de plantearse como una cuestión de atribución del riesgo, en este caso del riesgo de defraudación de la firma o de las claves. Siendo así, sin perjuicio de la responsabilidad de quien ha realizado la defraudación, habrá que determinar si el titular de las claves ha de responder frente al tercero receptor del documento firmado. Como se ha dicho, una decisión del legislador en uno u otro sentido contribuiría, bien a la superación de las reticencias a poseer una firma electrónica, bien a disminuir la desconfianza del receptor del documento firmado. Sin embargo, el silencio del legislador provoca inseguridad en ambos lados de la relación, siendo nuevamente necesario el análisis de la cuestión por analogía con otras instituciones jurídicas.

En este sentido, puede apreciarse una analogía en el uso de la firma electrónica con el uso de las tarjetas de crédito y débito. En el caso de la tarjeta, más allá del deber de confidencialidad de la clave y del deber de custodia del soporte, el titular de la tarjeta debe soportar en su cuenta bancaria los cargos que se realicen como consecuencia del uso de la tarjeta (también del uso ilegítimo) producido antes de que dicho titular haya comunicado la pérdida del control sobre el medio de pago. De este modo, resulta irrelevante si el titular de la tarjeta ha actuado o no negligentemente en el cuidado de la tarjeta y la clave, asumiendo el riesgo del uso fraudulento del medio de pago. Lógicamente, una vez comunicada la pérdida del control sobre la tarjeta, su titular no asume los cargos que se produzcan fraudulentamente con la tarjeta, quedando la entidad emisora responsable de tales cargos hasta que se anule el medio de pago⁽⁵⁰⁾.

Por otra parte, el sistema se cierra con ciertas medidas adicionales que añaden seguridad del lado del titular de la tarjeta: la limitación en la cuantía de la que se puede

(49) Vid. la misma idea en DÍAZ MORENO, A.: "Certificados...", op. cit., especialmente p. 87.

(50) Además de formar parte de las condiciones generales, la doctrina y la jurisprudencia consideran generalizadamente que la transmisión del riesgo se produce con la anulación de la tarjeta. Vid. por ejemplo NÚÑEZ LOZANO, P.L.: *La tarjeta de crédito*, Madrid, 1997, especialmente pp. 367-368; FARRANDO MIQUEL, I. y CASTAÑER CODINA, J.: "Atribución y distribución de responsabilidad civil por el uso no autorizado de tarjetas", *RDBB*, 81, 2001, pp. 87-103, especialmente pp. 89-94. Vid. en este sentido también la *Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España 2002*, especialmente p. 87. Y, no obstante, es posible que la negligencia del titular de la tarjeta se vea parcialmente compensada por la actuación a su vez negligente de la entidad emisora o de los establecimientos asociados, que aceptan operaciones obviamente irregulares. Vid. en este sentido SÁNCHEZ-CALERO GUI-LARTE, J.: "Tarjetas de crédito y tutela del consumidor", *RDBB*, 98, 2005, pp. 83-117, especialmente p. 112.

disponer con la tarjeta, tanto en los establecimientos adheridos, como a través de cajeros automáticos, y la contratación de un seguro para casos de robo o extravío de la tarjeta y consiguiente uso fraudulento por un tercero. De este modo, el titular de la tarjeta asume en la práctica un riesgo limitado, pues el débito que puede contraerse con la tarjeta está limitado y al menos parte de este riesgo es asumido por una entidad aseguradora a cambio de una prima integrada en el precio del medio de pago.

De forma similar, partiendo de la hipótesis de que el titular de los datos de creación de firma o de las claves tiene el deber de velar por la confidencialidad del sistema de firmado se podría entender que éste asume también el riesgo de la defraudación en caso de que no pueda afirmarse la actuación negligente de ninguno de los participantes en el sistema. Este riesgo para el titular cesaría, en el caso de la firma electrónica reconocida, en el momento en el que se comunicara la pérdida del control sobre el sistema a la entidad de certificación, quien, a su vez, respondería hasta el momento en el que se suspendiera o cancelara la vigencia del certificado. Suspendido o cancelado el certificado, el propio sistema de firmado rompería la buena fe del tercero receptor de la comunicación, con lo que sería éste quien habría actuado negligentemente.

Ante todo, de seguirse esta tesis, debe mantenerse en sus justos términos. La teoría de la atribución del riesgo nada tiene que ver, al menos desde el punto de vista teórico, con la atribución de mensajes, cuestión tratada en el punto anterior a la luz de la regulación del apoderamiento y la representación.

En nuestro Derecho existen supuestos de responsabilidad objetiva o sin culpa, existen supuestos de atribución del riesgo a una de las partes de una relación jurídica; pero no existen casos de “vinculación objetiva” a una declaración de voluntad. Es decir, aunque es cierto que los límites al poder pueden no ser oponibles al tercero de buena fe, y aunque la jurisprudencia haya seguido en ocasiones la tesis de la representación aparente⁽⁵¹⁾, no existe ningún caso en el que la actuación fraudulenta de una persona, sin que haya mediado siquiera negligencia alguna de otra, genere en esta otra la asunción de una declaración de voluntad que ni siquiera conocía en el momento de la emisión⁽⁵²⁾.

De este modo, la atribución del riesgo operaría cuando, de las reglas generales de nuestro Derecho, no pueda considerarse que el firmante aparente ha quedado vinculado por la declaración. En tales casos, la consecuencia de que este firmante aparente

(51) Y en este sentido, la representación aparente es una figura absolutamente excepcional. Vid. GORDILLO CAÑAS, A.: *La representación...*; op. cit., especialmente p. 25; BADENAS CARPIO, J.M.: *Apoderamiento...*, op. cit., especialmente p. 308.

(52) Hacemos nuestras las palabras de BADENAS CARPIO: “[u]na protección a ultranza del tráfico jurídico fundada sólo en la buena fe y la onerosidad de la adquisición del tercero supondría, a mi modo de ver, una especie de instauración de un principio de «responsabilidad objetiva» para este tipo de transmisiones —aunque la transmisión se haya producido sin que de ninguna manera pueda serle imputable (ni siquiera por negligencia o morosidad) al antiguo titular, éste debe sufrir sus consecuencias—, lo cual es contrario a los principios generales de nuestro ordenamiento, que al menos por el momento siguen basados en los parámetros de la responsabilidad subjetiva” (BADENAS CARPIO, J.M.: *Apoderamiento...*, op. cit., loc. cit., p. 303).

asuma el riesgo, como también si ha actuado negligentemente en la custodia de los datos de creación de firma, no es que deba asumir la declaración como si la hubiera emitido realmente él, lo que sólo puede darse bajo los parámetros de la representación ya voluntaria ya aparente, sino, simplemente, que deberá responder por los daños que el sistema haya causado en los terceros. Cuestión distinta será que, en el supuesto concreto, la forma más sencilla de resarcir los daños sea asumir la declaración, pero atribución del riesgo y atribución de la declaración son dos cuestiones diferentes.

En el caso de la tarjeta de crédito, al tratarse de un medio de pago, la consecuencia de la asunción del riesgo consiste en que asume el cargo correspondiente al uso fraudulento de la tarjeta, del mismo modo que si la hubiera usado realmente. Sin embargo, en el caso de la firma electrónica, no tendría sentido crear la ficción de que el titular de los datos de creación de firma ha emitido la declaración, lo que podría originar que éste quedara vinculado con un tercero, por ejemplo, mediante un contrato de tracto sucesivo, generándole serios daños. Más razonable, y acorde con lo que supone realmente la asunción del riesgo, es que el titular de los datos de creación de firma deba indemnizar al tercero los daños producidos por el uso fraudulento anteriores a que se haya comunicado la defraudación.

De hecho, si consideramos que la atribución del riesgo al titular de los datos de creación de firma implica que éste asume la declaración como propia, estaríamos en realidad afirmando una presunción de autoría *iuris et de iure*. Ello se opone a los artículos 326 de la LEC y 3 de la LFE, que permiten que el firmante aparente pruebe la no autenticidad del documento electrónico mediante cualquier medio de prueba, aun cuando se utilice una firma electrónica reconocida⁽⁵³⁾.

A este respecto, hubiera sido muy positivo que el legislador español hubiera seguido la Ley Modelo de Comercio Electrónico de UNCITRAL, cuyo artículo 13 dispone que:

“3) En las relaciones entre el iniciador y el destinatario, el destinatario tendrá derecho a considerar que un mensaje de datos proviene del iniciador, y a actuar en consecuencia, cuando: a) para comprobar que el mensaje provenía del iniciador, el destinatario haya aplicado adecuadamente un procedimiento aceptado previamente por el iniciador con ese fin; o b) el mensaje de datos que reciba el destinatario resulte de los actos de una persona cuya relación con el iniciador, o con algún mandatario suyo, le haya dado acceso a algún método utilizado por el iniciador para identificar un mensaje de datos como propio.

4) El párrafo 3) no se aplicará: a) a partir del momento en que el destinatario haya sido informado por el iniciador de que el mensaje de datos no provenía del iniciador y haya dispuesto de un plazo razonable para actuar en consecuencia; o b) en los casos previstos en el inciso b) del párrafo 3), desde el momento en que el destinatario sepa, o debiera saber de haber actuado con la debida diligencia o de haber aplicado algún método convenido, que el mensaje de datos no provenía del iniciador”.

⁽⁵³⁾ En este sentido, el artículo 3.8 de la LFE establece una presunción de autoría *iuris tantum* para el caso de la firma reconocida.

Por otra parte, una vez aclarado el sentido que tendría la atribución del riesgo de defraudación al titular de los datos de creación de firma, debemos indicar también que esta tesis, pese a ser razonable, también tiene objeciones.

Así, en el caso de la tarjeta de crédito la distribución del riesgo entre el titular de la tarjeta, el emisor y el establecimiento asociado rige por estar incluida en los contratos entre el titular y el emisor y entre el establecimiento y el emisor. Pero en el caso de la firma electrónica, la ley no establece claramente una distribución del riesgo entre las partes intervinientes en el sistema. Y, desde el punto de vista contractual, lo normal en la actuación en redes abiertas es que no exista un acuerdo marco entre el titular de los datos de creación de firma y el destinatario de la comunicación. Además, el contrato entre la entidad de certificación, cuando ésta existe, y el titular de los datos de creación de firma se limita a establecer el deber de éste de informar de las violaciones de seguridad (cuyo incumplimiento generaría la ausencia de responsabilidad de la entidad de certificación) y el hecho de que el prestador de servicios de certificación debe responder por el retraso en la suspensión o cancelación del certificado.

En definitiva, en caso de conflicto, los argumentos expuestos a favor del criterio de la atribución del riesgo, como forma de proteger al tercero que confía en la veracidad de la firma, se podrían contrarrestar afirmándose que se trata de meras consideraciones *de lege ferenda* que, por otra parte, desincentivarían el uso de la firma electrónica. Así pues, al no estar expresamente previstas en la ley, en caso de ausencia de negligencia de cualquiera de los intervinientes en el sistema no se genera el deber de responder de los daños producidos, con lo que será el sujeto que ha efectuado la defraudación el único responsable de tales daños.

A nuestro entender, con las salvedades expuestas respecto al sentido de la atribución del riesgo, atribuir el riesgo de defraudación al titular de la firma es una tesis válida con carácter general⁽⁵⁴⁾, sirviendo como argumento para ello el hecho de que quien posee un sistema de firmado electrónico ha elegido un medio de autenticación electrónico creando y asumiendo el posible riesgo de defraudación. Parece más digno de protección por tanto quien recibe una comunicación firmada electrónicamente y verifica diligentemente la firma. Sin embargo, como se verá seguidamente para la contratación bancaria, las circunstancias del caso, como el hecho de que el sistema de seguridad haya sido configurado por una de las partes o la condición de consumidor del titular de la firma, pueden llevar al Tribunal a seguir la tesis contraria.

3. La solución en el ámbito de las operaciones bancarias

Aunque desde el punto de vista jurídico es posible celebrar por medios electrónicos un contrato bancario entre una entidad de crédito y una persona no cliente de dicha

⁽⁵⁴⁾ Se afirma esta tesis en MARTÍNEZ NADAL, A.: *Comentarios...*, op. cit., especialmente pp. 420-426.

entidad⁽⁵⁵⁾, lo cierto es que lo habitual es que estos medios de comunicación sean cauce para la emisión de declaraciones entre la entidad y una persona que previamente ha activado un servicio de banca electrónica en el marco de un contrato de cuenta corriente.

Con ello, la banca electrónica presenta algunas peculiaridades respecto de la contratación electrónica en general, anteriormente comentada.

En primer lugar, aunque algunas entidades prevén la posibilidad de utilizar una firma electrónica reconocida para identificarse y acceder al servicio, lo normal, teniendo en cuenta que los clientes suelen no tener previamente una firma electrónica, es que la entidad configure su propio sistema de seguridad, consistente en una clave de acceso (usuario/contraseña), que permite acceder a la información bancaria del cliente, y una tarjeta con múltiples claves, de modo que el sistema solicita la introducción de una o varias de ellas para efectuar operaciones bancarias en línea. Por lo tanto, no existiendo una entidad de certificación, existen sólo dos sujetos participantes en el sistema: la entidad que ha configurado el sistema electrónico y ofertado el servicio a sus clientes, receptora y ejecutora de las órdenes efectuadas por el cliente, y el propio cliente que emite las órdenes en formato electrónico a través del cauce que le ha suministrado la entidad.

En segundo lugar, la relación entre la entidad y el cliente no es espontánea, sino que se enmarca en un contrato de adhesión previamente suscrito entre las partes, que fija las características electrónicas del servicio y la operatoria de éste. En este contrato previo, suelen aparecer cuatro cláusulas:

— Se establece que las claves requeridas para la ejecución del servicio, pese a no ser una firma electrónica reconocida, tienen la misma validez que la firma manuscrita y que las instrucciones “firmadas” tendrán la consideración del escrito firmado. Con ello, se pretende erradicar toda duda respecto a la eficacia jurídica de las medidas de seguridad, con base en el artículo 3.10 de la LFE, que dispone que “[a] los efectos de lo dispuesto en este artículo, cuando una firma electrónica se utilice conforme a las condiciones acordadas por las partes para relacionarse entre sí, se tendrá en cuenta lo estipulado entre ellas”⁽⁵⁶⁾.

A este respecto, debe tenerse en cuenta que no existe una absoluta libertad por parte de la entidad para configurar el sistema de firmado, por cuanto que éste debe ser, al menos, equivalente en cuanto a su seguridad a la firma tradicional y las medidas de identificación de los clientes utilizados *off line*. Ello es así por cuanto que la entidad tiene el deber de guardar un soporte documental de la operación sustitutivo al docu-

(55) A título de ejemplo, puede verse un análisis jurídico del contrato de depósito bancario celebrado por medios electrónicos en LÓPEZ ORTEGA, R.: *Las operaciones bancarias de pasivo*, Madrid/Barcelona/Buenos Aires, 2008, especialmente pp. 91-104.

(56) Se entiende que esta disposición habilita a los particulares para configurar plenamente la eficacia jurídica de las firmas electrónicas empleadas en MARTÍNEZ NADAL, A.: *Comentarios...*, op. cit., especialmente p. 93.

mento firmado (Norma Sexta.2 Circular 8/1990⁽⁵⁷⁾). Además, la utilización de medios electrónicos seguros de autenticación debe dar cumplimiento al deber de la entidad de identificar a sus clientes a la hora de realizar las operaciones ordenadas por éstos, deber que adquiere una especial significación cuando sea aplicable la regulación de prevención contra el blanqueo de capitales⁽⁵⁸⁾, los artículos 3.1 de la Ley 19/1993⁽⁵⁹⁾ y 3 y 4 del Real Decreto 925/1995⁽⁶⁰⁾.

— El cliente se obliga a no ceder las claves a terceros y custodiarlas diligentemente, con lo que desaparece cualquier duda que pudiera existir al respecto como consecuencia de la aplicación de la LFE.

De hecho, las condiciones generales detallan lo que constituye esta custodia diligente del medio de pago, al efectuarse numerosas recomendaciones de seguridad. Con ello, se sigue lo dispuesto en el artículo 3.3 de la Recomendación de la Comisión, de 30 de julio de 1997, relativa a las transacciones efectuadas mediante instrumentos electrónicos de pago, en particular, las relaciones entre emisores y titulares de tales instrumentos (DOUE de 2-8-1997): “[c]omo mínimo, las condiciones incluirán: [...] b) una descripción de las obligaciones y responsabilidades del titular y del emisor, que contendrá una descripción de las medidas que el titular deba tomar para garantizar la seguridad del instrumento electrónico de pago y de los medios (como el número de identificación personal u otro código) que permitan su utilización.

Este deber de custodia aparece de forma muy parecida a la diligencia exigible al titular de las tarjetas bancarias desde el propio nacimiento de la banca electrónica. Así, se hacen recomendaciones conjuntas de seguridad para la banca electrónica y el uso de las tarjetas en la Recomendación de la Comisión, de 17 de noviembre de 1988, relativa a los sistemas de pago y en particular a las relaciones entre titulares y emisores de tarjetas (DOUE de 24-11-1988)⁽⁶¹⁾. Dicha Recomendación establece en su artículo 4.1 que “[l]as cláusulas contractuales impondrán al titular la obligación, frente al emisor, de: a) tomar las debidas precauciones para garantizar la seguridad del instrumento de pago y del procedimiento (por ejemplo, el número o código de identificación personal) que le permiten utilizarlo; b) notificar al emisor o a la agencia central, sin excesiva

(57) Circular 8/1990, de 7 de septiembre, a entidades de crédito, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela.

(58) Vid. sobre el deber de identificación en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales, ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F.: *La prevención del blanqueo de capitales*, Elcano, 1998, especialmente pp. 170-172.

(59) Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

(60) Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

(61) Pese a su título, la Recomendación se refiere también, según su artículo 1, al “pago por medios electrónicos realizado por un particular sin emplear una tarjeta, como las operaciones bancarias desde el propio domicilio”.

demora —la pérdida, robo o falsificación del instrumento de pago o de los medios que hacen posible su uso; —el cargo en la cuenta del titular de cualquier transacción no autorizada; —cualquier error o irregularidad en la gestión de la cuenta por parte del emisor; c) no anotar en el instrumento de pago el número o código de identificación personal del titular ni tampoco en cualquier otro documento que el interesado conserve o transporte con el instrumento de pago, especialmente si existe la posibilidad de que se pierda, se robe o se falsifique al mismo tiempo que aquél; d) no anular una orden que el titular haya dado mediante su instrumento de pago”⁽⁶²⁾.

— Con mucha frecuencia, se efectúa una distribución de los riesgos por defraudación, con lo que, como en el caso de la tarjeta de crédito, desaparecen las reticencias a aplicar la tesis anteriormente expuesta.

— Suelen aparecer también con frecuencia cláusulas generales de exención de responsabilidad para la entidad: por uso fraudulento anterior a la comunicación de la pérdida del control de las claves, por daños producidos por virus informáticos, por retrasos o daños causados por fallos en la red o aun en el centro de proceso de datos de la propia entidad⁽⁶³⁾, etc.

En tercer lugar, el servicio electrónico se utiliza para realizar movimientos de dinero (transferencias, domiciliaciones...). Esta característica, en conjunción con lo anteriormente expuesto acerca en gran medida la banca electrónica a la tarjeta de crédito. De hecho, con la paulatina ampliación de los servicios ofrecidos en los cajeros automáticos, las operaciones que se pueden realizar en la terminal de la entidad con la tarjeta o desde casa con el servicio de banca electrónica son muy similares, salvo, obviamente, la retirada de efectivo.

Con ello, resulta mucho más fácil el establecimiento de analogías entre uno y otro servicio bancario, ocupando la entidad de crédito, en el caso de la banca electrónica, las posiciones que, en el caso de la tarjeta, ocupa la propia entidad (ofrece el servicio y efectúa los cargos y abonos en la cuenta), el emisor de la tarjeta (configura el servicio y recibe los avisos de cancelaciones en caso de defraudación) y el establecimiento asociado (recibe las comunicaciones del titular).

⁽⁶²⁾ Se encuentra un antecedente a esta recomendación en el punto IV, apartado 2 de la Recomendación de la Comisión, de 8 de diciembre de 1987, sobre un Código europeo de buena conducta en materia de pago electrónico (DOUE de 24-12-1987): “[e]l consumidor titular de la tarjeta adoptará las precauciones razonables para garantizar la seguridad de la tarjeta emitida y observará las condiciones específicas (pérdida o robo) del contrato que haya firmado”. Por otra parte, las directrices del artículo 4.1 de la Recomendación de 17 de noviembre de 1988 se reiteran en el artículo 5 de la Recomendación de 30 de julio de 1997.

⁽⁶³⁾ Y, sin embargo, el artículo 6.2 de la Recomendación de 17 de noviembre de 1988 establece que “[e]n cualquier controversia con el titular en relación con cualquiera de las operaciones a que se hace referencia en el primer, segundo y cuarto guión del punto 1 y en lo que respecta a la responsabilidad por una transferencia de fondos por medios electrónicos no autorizada, corresponderá al emisor probar que la operación fue correctamente registrada y correctamente contabilizada, y que no resultó afectada por alguna avería técnica o cualquier otra anomalía”. Ello aparece igualmente en el artículo 7.e) de la Recomendación de 30 de julio de 1997.

A partir de todo lo anteriormente expuesto, se solucionan aparentemente todos los motivos de inseguridad jurídica comentados. Ante todo, siguiendo siempre el planteamiento de la cuestión propuesto por las entidades en los contratos de acceso a la banca electrónica, la tesis de la atribución de mensajes en el caso de cesión voluntaria de las claves, con base en la consideración de dicha cesión como un acto de apoderamiento, y en su caso en aplicación por analogía de la tesis de la representación aparente, carece de relevancia práctica. Así, si se han cedido las claves, el titular de éstas responderá como si hubiera dado la instrucción a la entidad personalmente, con independencia de que el auxiliar se haya excedido en sus limitaciones, y aun cuando se trate de un acto tipificado penalmente como apropiación indebida. Ello es así, porque, en el caso de que pudiera operar tal límite según se ha expuesto anteriormente en el tratamiento de la regla general, operaría directamente el incumplimiento del deber de custodia, la atribución del riesgo de defraudación y la exención de responsabilidad establecida contractualmente para la entidad. Al tratarse de meras operaciones de movimiento de dinero, no habrá diferencia práctica entre atribuir el mensaje enviado (fruto del apoderamiento recibido) o bien responder de los daños causados por un actuar ilícito o, simplemente, asumir el riesgo de defraudación. En todo caso, la consecuencia será que el titular debe soportar en su cuenta el cargo realizado como consecuencia de la operación.

E igualmente, si se trata de un acto de defraudación en el que no se hayan cedido las claves voluntariamente a un tercero, la entidad podrá mantener el cargo en la cuenta como consecuencia de un doble razonamiento. En primer lugar, es posible que la defraudación se haya debido a la actuación del propio titular, que no ha seguido las recomendaciones emitidas por la entidad. Tal será el caso, por ejemplo, de la mayoría de los supuestos de *phishing* o, directamente, la solicitud de las claves en un correo electrónico o, en general, faltas de cuidado en la custodia de las claves o utilización del servicio.

Y, en segundo lugar, aun cuando se pruebe la absoluta diligencia del titular de las claves, como puede ser el caso del *pharming*, la entidad tratará de hacer valer la cláusula de atribución del riesgo introducida en el acuerdo de acceso al servicio de banca electrónica. En virtud de ella, cualquiera que sea la causa por la que un tercero se ha hecho con la clave de acceso, y salvo que la entidad haya actuado negligentemente, el cliente deberá soportar los cargos realizados, en tanto no haya denunciado la pérdida de la seguridad del sistema. A partir de esta denuncia, y hasta que se produzca el cierre del sistema (que puede hacerse de forma prácticamente instantánea), el cliente no debe soportar tales cargos, lo que equivale a que es la entidad la que soporta el riesgo. Lógicamente, una vez que se cierra el sistema, desaparece el riesgo de defraudación.

Por tanto, de seguirse estos razonamientos, que se corresponden con los argumentos de las entidades de crédito y lo fijado por ellas en los contratos de adhesión, en el caso de la banca electrónica, el sistema sería mucho más sencillo desde el punto de vista jurídico. Sin embargo, en la práctica, la solución a los conflictos planteados en la

banca electrónica tiende a ser diferente, como consecuencia de la aplicación de criterios de oportunidad y criterios de legalidad.

En cuanto al criterio de oportunidad, la difusión de la banca electrónica entre sus clientes tiene grandes ventajas para la entidad, no sólo por el hecho de que se ofrece un ventajoso servicio para los usuarios, sino, sobre todo, por el ahorro de costes que implica para la entidad. Así, con este servicio, el cliente puede acceder a información y realizar autónomamente gran cantidad de operaciones, liberando a las sucursales de estas tareas y del coste empresarial correspondiente. Por ello, es la propia entidad la que trata de implantar este nuevo modelo de empresa y de convencer a los clientes reticentes al uso de este servicio de sus bondades.

En consecuencia, producido un fraude, la entidad evalúa el daño que generaría en la confianza de los usuarios en el sistema el mantenimiento del cargo en la cuenta del cliente. Por otra parte, en ocasiones, el fraude a una persona en concreto es de escasa cuantía, siendo más ventajoso para la entidad asumir el fraude que arriesgarse a perder un cliente y causar un daño en la confianza general en el sistema. Así mismo, los fraudes producidos podrían evitarse con la mejora de la seguridad del sistema por parte de la entidad; mejora que requeriría un aumento de la inversión. En ocasiones, la entidad decide asumir los fallos del sistema antes que efectuar las inversiones necesarias para mejorarlo.

Por todo ello, producido un fraude, es posible que ante la reclamación del cliente, la entidad asuma el daño producido, en lugar de aplicar el régimen contractual anteriormente expuesto, evitando entrar en conflicto con el cliente.

En cuanto al criterio de legalidad, lo cierto es que el régimen que se ha visto se basa en lo dispuesto en los contratos de acceso a la banca electrónica, con lo que es susceptible de ser controlado jurídicamente. En este sentido, todavía no existe jurisprudencia del Tribunal Supremo al respecto, pero sí hay decisiones en otras instancias que, con base en la regulación general protectora de los clientes, y aplicando un criterio de justicia, merman la capacidad de las entidades de crédito de configurar un panorama regulatorio del todo ajustado a sus propios intereses. No existe, sin embargo, resolución judicial alguna que trate el caso del apoderamiento sin representación en el caso de la banca electrónica, pero sí en relación a los fraudes como consecuencia de actos de *phishing*.

A este respecto, es muy significativa la Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España de 2007 (pp. 161-164) que considera no equitativo y contrario a las buenas prácticas bancarias “hacer recaer automáticamente la negligencia o culpa y el consiguiente perjuicio en el cliente que sufre el fraude”. Para ello, argumenta que son las entidades de crédito las que han puesto en marcha este nuevo canal operativo para sus clientes; que los fraudes se producen, no sólo por la negligencia de los usuarios, sino también por el natural desconocimiento de la seguridad del sistema por parte de los clientes, así como por las deficiencias en la seguridad; y que es la entidad

bancaria la que elige las características del sistema de banca electrónica a emplear, lo que incluye la seguridad del propio sistema⁽⁶⁴⁾.

Por todo ello, se entiende que la actuación de las entidades de crédito debe ser analizada teniendo en cuenta los siguientes principios de las buenas prácticas:

- De información, pues las entidades deben asegurarse de que sus clientes conocen las debilidades de la banca electrónica y cómo operar de modo seguro a través de ella, así como las obligaciones que asumen;
- De diligencia, ya que, una vez conocido el fraude, las entidades deben tratar de evitar ulteriores daños a sus clientes y hacer todo lo posible por recuperar los caudales defraudados⁽⁶⁵⁾; y
- De responsabilidad, pues se entiende que estas operaciones son sólo posibles porque las entidades han implantado este sistema (con sus virtudes y defectos) y lo han divulgado, adquiriendo por ello, en opinión del SRBE, una responsabilidad respecto del buen funcionamiento y la seguridad del mismo.
- La jurisprudencia menor también ha ido en esta línea protectora de los intereses de los clientes. Así, la SAP de Madrid, de 11 de febrero de 2005 (*JUR* 2005\135114), que resuelve en apelación una reclamación de la OCU para que se consideren contrarias a Derecho ciertas cláusulas utilizadas por las entidades de crédito en sus contratos con los clientes, anula, entre otras, la cláusula por la que se exime de responsabilidad a las entidades de crédito por cualquier incidencia en la banca electrónica. En concreto, la cláusula anulada tenía el siguiente tenor literal: “[e]l Banco no será responsable de posibles daños o perjuicios que se pudieran derivar de interferencias, omisiones, interrupciones, virus informáticos, averías telefónicas o desconexiones en el funcionamiento operativo del sistema elegido (teléfono, Internet, etc.), motivadas por causas ajenas al Banco; de retrasos o bloqueos en el uso del sistema elegido causados por deficiencias o sobrecargas de líneas telefónicas o sobrecargas en el Centro de Proceso de Datos del Banco, en el sistema de Internet o en otros sistemas electrónicos, así como de daños que puedan ser causados por terceras personas mediante intromisiones ilegítimas en el siste-

⁽⁶⁴⁾ A este respecto, el artículo 7.1 de la Recomendación de 17 de noviembre de 1988 considera que “[s]in perjuicio de lo dispuesto en los puntos 4 y 8, el emisor responderá frente al titular: [...] de las operaciones no autorizadas por el titular”. Así mismo, el artículo 8.1 de la Recomendación de 30 de julio de 1997 estima que “[s]in perjuicio de lo dispuesto en los artículos 5 y 6 en las letras a) y e) del apartado 2 del artículo 7, el emisor será responsable: [...] b) de las transacciones no autorizadas por el titular, así como de cualquier error o anomalía atribuible al emisor en relación con la gestión de la cuenta del titular”. De este modo, si se ha actuado diligentemente debe ser el emisor del medio de pago (la entidad bancaria) la que asuma el coste del fraude. No obstante, ninguna de las Recomendaciones anteriores se refiere a la carga de la prueba de esta diligencia.

⁽⁶⁵⁾ En este sentido, aparece un protocolo de actuación diligente en la Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España del año 2006, pp. 175-176.

ma elegido, fuera del control del Banco. Asimismo, se exonera al Banco de responsabilidad ante cualquier daño o perjuicio que pudiera sufrir el Cliente como consecuencia de errores, defectos u omisiones en la información facilitada por el Banco, siempre que proceda de fuentes ajenas al mismo”. Como se indica en la sentencia, se considera que esta cláusula “desplaza la responsabilidad que incumbe al Banco hacia su cliente que no ha tenido ninguna participación en el daño causado, infringiendo así lo contemplado en la cláusula 14 de la disposición adicional primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios en cuanto impone limitación de los derechos del consumidor”.

Este mismo argumento es el utilizado en la Sentencia del Juzgado de 1.^a Instancia de Castellón de la Plana de 25 de junio de 2008 (AC 2008\1621), que, en relación a un caso de *phishing*, considera que “[e]n efecto, no es dado imponer al consumidor la renuncia indiscriminada al derecho que le pueda asistir para reclamar, frente a la entidad que le proporciona los medios técnicos necesarios para una mejor o más cómoda prestación de sus servicios, en aquellos supuestos en los que, no mereciendo la consideración de caso fortuito o fuerza mayor así como los efectivamente no imputables a la propia entidad bancaria, le ocasionen daños y/o perjuicios”.

Este argumento, con base en la disposición adicional primera de la derogada Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, se puede afirmar en idénticos términos hoy día a partir del artículo 86.7 del vigente Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras Leyes complementarias (Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre).

Caso curioso es el de la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia de Valladolid de 10 de marzo de 2009 (JUR 2009\141860). En atención al caso concreto, y quizás porque con el transcurso del tiempo los clientes conocen más exactamente el funcionamiento de la banca electrónica, parece elevarse en esta sentencia, en relación a las sentencias anteriores, el nivel de diligencia exigible al cliente. No obstante, el juzgador también encuentra indicios de negligencia por parte de la entidad. Así, a la hora de resolver una reclamación de cantidad a una entidad de crédito por un caso de *phishing*, se considera que el cliente ha obrado negligentemente al acceder al sistema de banca electrónica a través de un enlace recibido en el correo electrónico fraudulento, provocando este proceder que no deba reconocerse, tal como alegaba la actora, un actuar culposo de la entidad como consecuencia de la falta de seguridad del sistema de banca electrónica, pues se accedía a dicho sistema mediante un par de claves (usuario/contraseña). Sin embargo, se considera que la entidad ha obrado negligentemente al no avisar a los clientes por correo electrónico, sólo por correo postal junto a los extractos bancarios, de que se estaban produciendo ataques de *phishing* contra la entidad, ya que la entidad tenía conocimiento de esos ataques desde casi un mes antes de que se efectuaran las disposiciones dinerarias. Por todo ello, la sentencia aplica el régimen de la compensación de culpas, debiendo la entidad bancaria resarcir al cliente en un cincuenta por ciento.

En conclusión, aunque las especiales características de la banca electrónica, en relación con otros tipos de declaraciones de voluntad emitidas en formato electrónico, y, en particular, la existencia de un contrato previo entre la entidad y el cliente, podrían facilitar la aplicación de un régimen jurídico cercano a los intereses de las entidades de crédito y, en definitiva, la asunción de las consecuencias de los fraudes por el cliente cualquiera que sea la causa de éste, existe una tendencia inversa, que todavía no se ha plasmado en una jurisprudencia del Tribunal Supremo, de que en ciertos casos responda la entidad frente al cliente, asumiendo parte o todos los daños.

JURISPRUDENCIA

PRESUPUESTOS Y FUNDAMENTO JURÍDICO DE LA IMPUGNACIÓN DE ACUERDOS SOCIALES POR INCUMPLIMIENTO DE PACTOS PARASOCIALES (*)

DAVID PÉREZ MILLÁN

*Departamento de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

RESUMEN

Recientes sentencias del Tribunal Supremo han reabierto el debate en torno a la posibilidad de impugnar acuerdos sociales por infracción de pactos parasociales en sociedades de capital. Esta medida sólo puede concederse cuando todos los socios son parte del pacto parasocial y ha de fundamentarse jurídicamente en alguna de las causas legales previstas en el artículo 115 de la LSA. Los pactos parasociales suscritos por todos los socios pueden apoyar una interpretación subjetiva de los estatutos o concretar el deber de fidelidad de los socios y el interés social. Contra los acuerdos sociales alcanzados por el incumplimiento de estos pactos podría ejercerse una acción de anulabilidad por infracción de los estatutos o lesión de los intereses de la sociedad.

Palabras clave: *Pactos parasociales, convenios de voto, impugnación de acuerdos sociales, interés social, personalidad jurídica, levantamiento del velo.*

ABSTRACT

Recent Judgements of the Spanish Supreme Court have reopened the discussion on the possibility of legal actions to challenge resolutions of a company on the ground of shareholder's agreements breach. This measure may only be conceded as long as every shareholder is part of the shareholders' agreement and it must be based on one of the legal causes set on in Article 115 de la LSA. Shareholders' agreements signed by every shareholder may support a subjective interpretation of Articles of Association, or specify shareholders' fiduciary duties and company's interests. A legal action could be brought against resolutions of a company breaking those agreements, founded upon violation of Articles of Association or injury of company's interests.

Key words: *Shareholders' agreements, voting agreements, enforcement, resolutions of a company, company's interest, legal personality, lifting the veil.*

(*) Este trabajo se ha realizado en el marco del Proyecto de Investigación "Estudio de la función de la junta general en las sociedades de capital: problemas y propuestas de solución" (SEJ 2007-63752/JURI), cuyo investigador principal es el profesor Dr. D. Rodríguez Artigas.

*Sentencia del Tribunal Supremo, de 10 de diciembre de 2008**Ponente: Exmo. Sr. D. Jesús Corbal Fernández*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—El objeto del proceso, y en la misma medida el recurso de casación, versa sobre derecho societario, y concretamente sobre la impugnación de un acuerdo de una sociedad de responsabilidad limitada por contradicción de lo pactado en un convenio extra-societario que respondió al propósito de establecer temporalmente un principio de cogestión de las sociedades participadas por dos familias hasta que la coyuntura económica permitiera la escisión del patrimonio de las entidades.

Por don Evaristo se dedujo demanda contra la entidad mercantil Turística Konrad Hidalgo SL en la que ejercita acción de impugnación de los acuerdos del Consejo de Administración de la demandada adoptados en sesiones de 7 y 8 de junio de 2001 solicitando la nulidad de los mismos por ser contrarios a los estatutos e incurrir en fraude de ley. La impugnación se refiere a dos acuerdos, el primero relativo a la ratificación de las actuaciones realizadas en nombre y representación de la sociedad con insuficiencia de poder, y el segundo sobre el otorgamiento de un apoderamiento a tres personas que se estima incide en fraude de ley por pertenecer todas al grupo mayoritario.

La Sentencia dictada por el Juzgado de 1.^a Instancia núm. 1 de Arona el 29 de abril de 2002, en los autos de juicio ordinario núm. 415/2001, desestima la demanda y absuelve a la entidad demandada. Se argumenta, en síntesis: En cuanto al primer acuerdo: que el intento de ratificar lo eventualmente hecho sin poder es correcto; que el “quórum” existente para la ratificación del acuerdo es conforme el art. 19 de los Estatutos sociales; y que no hay infracción del derecho de información porque no consta que se haya solicitado. Y respecto al segundo acuerdo impugnado se razona que los apoderamientos efectuados se ajustaron al régimen estatutario de la sociedad (arts. 7 y 19).

La Sentencia dictada por la Sección Primera de la Audiencia Provincial de Santa Cruz de Tenerife del 16 de junio de 2003 (JUR 2004, 2443), en el Rollo núm. 697/2002, desestima el recurso de apelación de don Evaristo y confirma la resolución recurrida. Se argumenta, en cuanto el primer acuerdo (cuya legalidad se cuestiona por el apelante por falta del necesario concurso del poderdante para la ratificación de lo actuado con un poder revocado, dado que el poder estaba conferido para representar a cada uno de los consejeros poderdantes y no a la sociedad, siendo así que el poder otorgado por don Evaristo fue revocado), que la ratificación efectuada en segunda convocatoria mediante el voto favorable de tres de los cinco miembros del Consejo es válido de conformidad con el régimen general de adopción de acuerdos regulado en el art. 19.1 de los Estatutos. Se razona que si son contratos efectuados por los consejeros en nombre y representación de la sociedad sólo ésta es la legitimada para efectuar la ratificación en tanto que representada, lo que tendrá lugar por medio de sus órganos de administración, de acuerdo con lo previsto en los arts. 62 y 63 de la LSRL (RCL 1995, 953), y con independencia de las personas concretas que compongan dichos órganos, en este caso, al efecto, el Consejo de Administración, a quien se atribuye la representación de la sociedad por el art. 19 de los Estatutos sociales, sin que después del cambio normativo operado por Ley 2/1995, de 23 de marzo, pueda oponerse al régimen mayoritario un supuesto derecho de veto de la minoría, que el art. 43, a diferencia del 137 de la LSA (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206), no contempla. En cuanto a la denuncia de fraude de ley en el otorgamiento de los apoderamientos (segundo de los acuerdos) se razona que el nombramiento se ajusta al art. 10.1 de los Estatutos, que prevén una mayoría distinta de la prevista en el art. 10.4 para el nombramiento de consejeros delegados, añadiéndose, por un lado, que el convenio de sindicación de 23 de junio de 1997 ya se reflejó en los Estatu-

tos Sociales mediante la modificación de los arts. 8, 9.2 y 10, por lo que su eficacia respecto de la sociedad viene dada en cuanto a tal resultado modificativo operado en los estatutos, y, por otro lado, que carece de eficacia la invocación de dicho convenio a efectos de impugnación de acuerdos con fundamento en contravenir los principios de coestión, lealtad y buena fe derivados de tal convenio, por cuanto, conforme reiterada jurisprudencia, en base al art. 115 de la LSA, sólo podrán ser impugnados los acuerdos que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros los intereses de la sociedad.

Contra esta última resolución se interpuso por la parte actora recurso de casación por interés casacional que fue admitido por Auto de esta Sala de 27 de marzo de 2007.

Con carácter previo al examen de los motivos del recurso debe analizarse la petición de inadmisibilidad del recurso que se formula por la entidad mercantil Turística Konrad Hidalgo SL en el escrito de oposición al recurso de casación, al amparo del art. 485, párrafo segundo de la LEC (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892), que permite alegar “las causas de inadmisibilidad que se consideren existentes y que no hayan sido ya rechazadas por el Tribunal”. La primera causa de inadmisibilidad invocada se concreta en que la parte recurrente altera el sustrato fáctico de la sentencia de apelación, toda vez que esta resolución parte de la premisa de que quien ratifica las actuaciones es la propia sociedad, a través de un acuerdo adoptado por su Consejo de Administración, no los consejeros que, individualmente, forman parte, en cada momento, de dicho Consejo, ya que las actuaciones cuya ratificación se operó habían sido efectuadas en nombre y representación de la sociedad, y fueron ratificadas por el Consejo de Administración, como tal órgano societario, no por los Consejeros Delegados, ni por éstos actuando a título individual. Aun cuando es cierto que en el recurso de casación no cabe contradecir ni expresa ni tácitamente los aspectos fácticos sentados en la sentencia recurrida, sin embargo no cabe tampoco pretender en el juicio de admisibilidad, que tiene carácter previo al de la procedencia del motivo, efectuar un examen detallado de todas las alegaciones del mismo,

de modo que cuando se reprocha el defecto o vicio procesal de que se trata en relación con aspectos parciales, y no respecto de la totalidad, no procede declarar la inadmisibilidad, sin perjuicio de que en el análisis del motivo se prescinda, en su caso, de los extremos o particulares que inciden en petición de principio o hacen supuesto de la cuestión. La segunda causa de inadmisibilidad aducida, que se refiere al acuerdo de apoderamiento, se resume en que, —a juicio de la parte recurrida alegante—, “se evidencia la absoluta desconexión de la cuestión planteada con las sentencias de contraste invocadas”. El juicio de que se trata excede del ámbito de la admisión, y corresponde su análisis a propósito del estudio de la estimación o desestimación de infracción, bastando para aquélla la mera apariencia que excluya la artificialidad, apariencia que sí concurre en el supuesto que se enjuicia. Por todo ello se desestima la petición de inadmisibilidad formulada por la parte recurrida Turística Konrad Hidalgo SL.

Segundo.—El único motivo del recurso se articula con el siguiente enunciado: Se formula al amparo del art. 477.2.3.º de la LEC (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892) citándose como infringida la doctrina jurisprudencial contenida en las Sentencias del Tribunal Supremo de 24 de septiembre de 1987 (RJ 1987, 6194) y 10 de febrero de 1992 (RJ 1992, 1204) que permiten oponer a la sociedad los pactos parasocietarios firmados por socios como fundamento de la impugnación de los acuerdos sociales, en relación con el art. 115.1 de la Ley de Sociedades Anónimas (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206), al que remite el art. 56 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (RCL 1995, 953).

El motivo carece de consistencia y no puede ser estimado por las siguientes razones.

Un recurso de casación por interés casacional como el que es objeto de enjuiciamiento requiere para su prosperabilidad la concurrencia de dos requisitos: la existencia de una infracción legal y que la misma resulte de una oposición a doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo. Así resulta de los arts. 477.1, 2.3.º y 3 y 479.4 de la LEC (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892), y de la doctrina que mantiene esta Sala en la aplicación de la normativa casacional en los procesos seguidos

por razón de la materia, como es el del caso de autos.

Pues bien, en el supuesto que se examina no concurre ninguno de los dos requisitos, porque aparte de que la que se cita como doctrina jurisprudencial no tiene tal carácter, tampoco hay la infracción legal, con independencia de que ésta por sí sola resultaría insuficiente en la perspectiva del recurso ejercitado.

El art. 115.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, de aplicación por remisión del art. 70.2 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada establece que los acuerdos (del Consejo de Administración en el caso) podrán ser impugnados por ser contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o lesionen en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad, y sucede que la parte recurrente no cita ninguna norma legal como infringida, reconoce que no hay vulneración de los estatutos, y no alega (y en cualquier caso no prueba) que haya habido una lesión de la sociedad con beneficio de algunos socios o terceros.

La tesis del recurso es que la doctrina jurisprudencial permite impugnar un acuerdo societario (de la Junta o del Consejo de Administración) que es contrario a un pacto parasocial, al constituir una ilegalidad la vulneración de éste por ser de obligado cumplimiento para los socios y consejeros. Tal alegación carece de fundamento. La Sentencia de 24 de septiembre de 1987 (RJ 1987, 6194), que es una de las citadas en el recurso, estima la impugnación del acuerdo social por violación del art. 14 de los Estatutos vigentes en la fecha que se adoptó el acuerdo, con independencia de que discorra acerca de los pactos existentes

entre los socios al respecto de la legitimación de la impugnante y aplique la doctrina denominada del “levantamiento del velo”; y la Sentencia de 10 de febrero de 1992 (RJ 1992, 1204), que es otra de las mencionadas por la parte recurrente, razona, frente al alegato del motivo de que el abuso del derecho en que se funda la sentencia de apelación no se encuentra entre las posibles causas de impugnación de acuerdos sociales que prevé el art. 67 de la LSA de 17 de junio de 1951 SIC (RCL 1951, 811, 945) (del que es trasunto el actual 115 de la LSA 1989 (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206), que, “la lesión de los intereses de la sociedad en beneficio de uno o varios accionistas (que es una de las causas de impugnación contempladas en el precepto invocado) puede producirse mediante acuerdos sociales adoptados con la intervención de las circunstancias tipificadoras del abuso del derecho (subjética, de intención de perjudicar o falta de una finalidad seria, y objetiva, de anormalidad en el ejercicio del mismo), que es lo ocurrido en el presente supuesto litigioso, como acertadamente ha entendido la sentencia recurrida”.

Como es de ver ninguna de las Sentencias citadas mantiene la doctrina alegada, al referirse a causas de impugnación de las previstas en el actual 115.1 de la LSA, y no a un mero pacto extrasocietario.

Finalmente debe señalarse que el ordenamiento contractual no puede servir de norma “eludible o soslayable” a efectos de configurar un hipotético fraude de ley, como ya declaró esta Sala en Sentencia de 3 de noviembre de 1992 (RJ 1992, 9190).

Primera Sentencia del Tribunal Supremo, de 6 de marzo de 2009

Ponente: Exmo. Sr. D. José Ramón Ferrándiz Gabriel

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—El único motivo del recurso de casación interpuesto por el demandante, don Lorenzo, contra la sentencia que, en la segunda instancia, desestimó su demanda de impug-

nación de dos acuerdos adoptados por el consejo de administración de la sociedad demandada, Camanchaca, SL, plantea la cuestión de decidir sobre la eficacia que, frente a la sociedad, debe atribuirse a un convenio parasocial celebrado anteriormente por todos los socios

y, más en concreto, sobre si el alegado incumplimiento del mismo ha de considerarse causa bastante para anular los acuerdos impugnados.

El pacto de que se trata lo perfeccionaron, presentes o representados, todos los socios sin haberse constituido en órgano social. La causa concreta del mismo fue la conveniencia sentida de evitar los conflictos surgidos entre aquellos como consecuencia de estar integrados en dos grupos familiares, con unas participaciones desiguales en el capital de la sociedad. Buscaron mediante el convenio establecer un sistema de cogestión relativa, al dotar al órgano colegiado de administración de una composición que hiciera necesario el voto de un miembro del grupo minoritario.

Lo convenido en tal sentido se llevó a los estatutos de la sociedad, los cuales proclaman que el consejo se compone de cinco miembros —la junta designó en su día tres de una familia y dos de la otra—. También que la mayoría precisa para la adopción de cualquier acuerdo en el seno del referido órgano se logra con el voto favorable de cuatro miembros. Y, finalmente, que la delegación de facultades debe recaer en cuatro consejeros, para que actúen de forma mancomunada, por parejas constituidas por un miembro de cada familia.

El pacto que se identifica en la demanda es, por lo tanto, del tipo de los de sindicación llamados de mando, dirigido a defender a la minoría y, por repercusión, a dotar a la sociedad de estabilidad de funcionamiento, puesta en peligro por anteriores disensiones entre los socios. Además, sus efectos se pactaron para operar en el seno del órgano de administración colegiado —no en la junta de socios— y no para dirigir directamente la gestión social, sino para determinar el régimen de mayorías necesarias para la adopción de acuerdos. Por su contenido se trató de un convenio destinado a tener reflejo en los estatutos sociales —a los que corresponde regular el modo de organizarse la administración de la sociedad, conforme establecen los artículos 13.f) y 57 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo (RCL 1995, 953)—.

La impugnación de los acuerdos encuentra su explicación en que los estatutos contienen también una norma supletoria, aplicable en el caso de que la mayoría necesaria para adoptar acuerdos no se logre en la reunión del consejo

—cuatro votos de los cinco posibles—. Según dicha regla estatutaria, el presidente está facultado, en ese caso, para convocar de nuevo la reunión, en la que los acuerdos son válidos ya con el “voto favorable de tres de sus cinco miembros”.

Los acuerdos impugnados en la demanda fueron el resultado de la aplicación de esa disposición supletoria, pues se adoptaron con la mayoría de tres miembros —todos del grupo mayoritario— en una reunión que había sido convocada, por segunda vez, por el presidente al no lograr el acuerdo de cuatro miembros en una primera oportunidad.

De ese modo, el consejo ratificó los actos realizados por un apoderado sin poder bastante, a causa de haber sido revocado, por un miembro del grupo minoritario, el conferido —primer acuerdo social—. Y designó tres apoderados, todos del grupo mayoritario, con atribución de amplias facultades —acuerdo social segundo—.

Al impugnar ambos acuerdos, el demandante, miembro de la minoría, invocó el convenio parasocial, destacando su eficacia, con apoyo en los artículos 6, apartado 4, y 7, apartado 2, del Código Civil (LEG 1889, 27).

En las dos instancias la impugnación fue desestimada. El Tribunal de apelación decidió en tal sentido tras negar, con carácter general, que la infracción de un convenio como el litigioso permita invalidar unos acuerdos sociales que habían respetado lo establecido literalmente en los estatutos por los que se regía la sociedad.

Segundo.—Los pactos parasociales mediante los cuales los socios pretenden regular, con la fuerza del vínculo obligatorio, aspectos de la relación jurídica societaria sin utilizar los cauces específicamente previstos para ello en la ley y los estatutos, son válidos siempre que no superen los límites impuestos a la autonomía de la voluntad.

Se refieren a ellos, entre otros, los artículos 42, apartado 1, letra c), del Código de Comercio (LEG 1885, 21), 7, apartado 1, del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas —Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206)—, 11, apartado 2, de la Ley 2/1995, de 23 de marzo (RCL 1995, 953), de sociedades de responsabilidad limitada, 60, apartados 1,

letra b) y ter, 112 y 116 de la Ley 24/1988, de 28 de julio (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), del mercado de valores.

La jurisprudencia los ha tomado en consideración como negocios jurídicos válidos, entre otras, en las sentencias de 27 de septiembre de 1961, 10 de noviembre de 1962, 28 de septiembre de 1965, 24 de septiembre de 1987 (RJ 1987, 6194), 26 de febrero de 1991 (RJ 1991, 1600), 10 de febrero de 1992 (RJ 1992, 1204), 18 de marzo de 2002 (RJ 2002, 2850), 19 de diciembre de 2007 y 10 de diciembre de 2008 (RJ 2009, 17).

No se trata ahora, sin embargo, de determinar si el convenio extrasocietario litigioso fue válido o no, ni siquiera cuáles son las consecuencias que de su alegado incumplimiento se derivan para quienes lo hubieran infringido.

Lo que el recurso plantea es la necesidad de decidir si los dos acuerdos sociales impugnados pueden ser declarados nulos o anulados por contravenir, si es que lo hacen, lo pactado por los socios en aquella ocasión.

La impugnación de los acuerdos del consejo de administración de las sociedades de responsabilidad limitada, clase a la que pertenece la demandada, se rige por las normas reguladoras de los acuerdos de la junta general de accionistas en el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas —artículo 70, apartado 2, de la Ley 2/1995— y, entre ellas, por la del artículo 115, apartado 1, de dicho texto, que condiciona el éxito de la impugnación a que los acuerdos sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad.

De la literalidad del referido precepto resulta como consecuencia que la mera infracción de un convenio parasocial no baste, por sí sola, para la anulación de un acuerdo social —sentencia de 10 de diciembre de 2008—. Lo que, en el supuesto que se enjuicia, caracterizado porque los acuerdos son plenamente conformes con los estatutos y no se han impugnado por lesionar los intereses sociales, implica la necesidad de averiguar si infringieron, además de o junto al pacto, alguna norma jurídica.

Tercero.—En el motivo se acusa la infracción del artículo 56 —por el 70— de la Ley 2/1995, de 23 de marzo (RCL 1995, 953), en relación con el 115, apartado 1, del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206), y de la jurisprudencia expresada en las 24 de septiembre de 1987 (RJ 1987, 6194) y 10 de febrero de 1992 (RJ 1992, 1204) que, según el recurrente, “permite oponer los pactos parasocietarios firmados por todos los socios como fundamento de la impugnación de acuerdos sociales”.

Alega el demandante que el convenio de que se trata estableció un principio de gestión social compartida que vinculaba a los socios, a los consejeros y a la propia sociedad, con independencia de cuál hubiera sido su reflejo estatutario. Añade que, en concreto, los acuerdos de ratificación de los actos ejecutados por un apoderado sin poder suficiente y de atribución de poderes, por tres, en lugar de cuatro, consejeros, eran contrarios a aquel principio, por más que se manifestaran como formalmente correctos.

El motivo se desestima.

Ha de indicarse que ninguna de las sentencias en él señaladas ofrecen el apoyo que busca el recurrente. La de 24 de septiembre de 1987 declaró no haber lugar al recurso de casación interpuesto contra una sentencia que había anulado los acuerdos impugnados, pero lo hizo por la razón de ser los mismos opuestos a los estatutos. Y la *ratio decidendi* de la de 10 de febrero de 1992 no fue otra que la demostración de una lesión de los intereses de la sociedad en beneficio de una o varios accionistas.

En definitiva, dichas sentencias no se alejan de los términos en que se expresa la norma del artículo 115, apartado 1, del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Por otro lado, no pueden considerarse contrarios a la Ley —las otras causas de impugnación ya se ha dicho que no fueron alegadas— los dos acuerdos impugnados por la mera invocación de los artículos 6, apartado 4, y 7, apartado 2, del Código Civil (LEG 1885, 21).

El primero de ellos exige, además de que el acto se haya realizado bajo la cobertura de una norma y persiga un resultado prohibido por el ordenamiento jurídico o contrario a él, la existencia de otra norma eludida, que no se identifica en el motivo y que es la que debería ser aplicada en el caso de declararse el fraude de ley y, por ende, la que debería determinar cuál habría de ser el tratamiento que merece el acto considerado fraudulento.

Por otro lado, no cabe hablar de abuso de derecho, sin tener en cuenta las circunstancias del caso concreto. Entre ellas, que lo pactado

por los socios debía proyectarse por voluntad de los mismos, y se proyectó, en los estatutos. Que, como se dijo, es a estos a los que corresponde establecer el régimen de organización y funcionamiento del consejo, con inclusión, en todo caso, del modo de deliberar y adoptar acuerdos por mayoría —artículos 13, letra f), y 57 de la Ley 2/1995—. Y que los estatutos de Camanchaca, SL, por decisión de la junta que los aprobó en su día, contienen, junto a las normas que expresaron la voluntad de dar intervención a la minoría en la administración social, otra, de aplicación supletoria, que elimina el rigor de tal exigencia.

Segunda Sentencia del Tribunal Supremo, de 6 de marzo de 2009

Ponente: Excmo. Sr. D. José Ramón Ferrándiz Gabriel

FUNDAMENTOS DE DERECHO

(...)

Segundo.—En el primer motivo del recurso se acusa la infracción de la jurisprudencia que, según los recurrentes, permite oponer a la sociedad los pactos parasociales y basar en su infracción la impugnación de los acuerdos adoptados por los órganos de aquella —citan en apoyo de esa alegación las sentencias de 24 de septiembre de 1987 (RJ 1987, 6194) y 10 de febrero de 1992 (RJ 1992, 1204)—.

El motivo se desestima.

Como declaramos en la sentencia de fecha 2 de marzo de 2009 los pactos parasociales, mediante los cuales los socios pretenden regular, con la fuerza del vínculo obligatorio entre ellos, aspectos de la relación jurídica societaria sin utilizar los cauces específicamente previstos en la ley y los estatutos, son válidos siempre que no superen los límites impuestos a la autonomía de la voluntad —se refieren a ellos, entre otros, los artículos 42.1.c) del Código de Comercio (LEG 1885, 21), 7.1 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206), 11.2 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo (RCL 1995, 953), de sociedades de responsabilidad limitada, 60.1.b) y ter, 112 y 116

de la Ley 24/1988, de 28 de julio (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), del mercado de valores—. La jurisprudencia los ha tomado en consideración como negocios jurídicos válidos, entre otras, en las sentencias de 27 de septiembre de 1961, 10 de noviembre de 1962, 28 de septiembre de 1965, 24 de septiembre de 1987 (RJ 1987, 6194), 26 de febrero de 1991 (RJ 1991, 1600), 10 de febrero de 1992 (RJ 1992, 1204), 18 de marzo de 2002 (RJ 2002, 2850), 19 de diciembre de 2007 y 10 de diciembre de 2008 (RJ 2009, 17).

Sin embargo, no se trata de determinar si el litigioso convenio, al que llegaron los socios fuera de los cauces establecidos en la legislación societaria y en los estatutos, fue válido ni cuáles serían las consecuencias que de su alegado incumplimiento se pudieran derivar para quienes lo hubieran incumplido. Lo que el recurso plantea es la necesidad de decidir si el acuerdo adoptado en el seno del órgano social puede ser declarado nulo o anulado por contravenir, si es que lo hace, lo pactado por los socios en aquella ocasión.

Y la respuesta debe ser negativa a la vista de los términos en que está redactado el artículo 115.1 del referido Real Decreto 1564/1989 —aplicable a las sociedades de responsabilidad limitada por virtud de lo dis-

puesto en el artículo 56 de la Ley 2/1995—, ya que condiciona el éxito de la impugnación a que los acuerdos sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad.

Consecuentemente, la mera infracción del convenio parasocial de que se trata no basta, por sí sola, para la anulación del acuerdo impugnado —sentencias de 10 de diciembre de 2008 (RJ 2009, 17) y 2 de marzo de 2009—.

Por otro lado, ninguna de las sentencias señaladas en el motivo ofrecen apoyo al mismo. La de 24 de septiembre de 1987 declaró no haber lugar al recurso de casación interpuesto contra una sentencia que había anulado los acuerdos, pero lo hizo por la razón de ser éstos contrarios a los estatutos. Y la *ratio decidendi* de la sentencia de 10 de febrero de 1992 (RJ 1992, 1204) no fue otra que la demostración de una lesión de los intereses de la sociedad en beneficio de una o varios accionistas.

Tercero.—En el motivo segundo se denuncia la infracción de la jurisprudencia que condiciona la declaración de una nulidad parcial del negocio jurídico a la convicción de que el mismo también hubiera sido celebrado sin la parte declarada nula. Ponen los recurrentes esa doctrina en relación con el artículo 12, apartado 3, y la disposición transitoria primera de la Ley 2/1995, de 23 de marzo (RCL 1995, 953), de sociedades de responsabilidad limitada.

El motivo se proyecta, realmente, sobre la declaración de nulidad del artículo 19 de los estatutos, que había opuesto como excepción la sociedad al contestar la demanda. En él pueden distinguirse dos partes. La segunda se refiere a la improcedencia de aplicar la doctrina de la nulidad parcial a los estatutos sociales —*non vitiatur utilis per inutile*—. Pero la primera lo hace a la de declarar nulo un precepto estatutario que sanciona para una sociedad de responsabilidad limitada un sistema de representación proporcional, en el órgano colegiado de administración, similar al que para las sociedades anónimas establece el artículo 137 del Real Decreto Legislativo 1564/1989 (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206). Por eso se remitieron los recurrentes al artículo 12, apartado 3, de la Ley 2/1995 —a cuyo tenor “en la

escritura se podrán incluir todos los pactos y condiciones que los socios juzguen conveniente establecer, siempre que no se opongan a las leyes ni contradigan los principios configuradores de la sociedad de responsabilidad limitada”— y lo pusieron en relación con la disposición transitoria primera de la misma —que manda aplicar sus preceptos a todas las sociedades del mismo tipo, cualquiera que hubiera sido la fecha de su constitución—. Y, por ello, alegaron, al argumentar el motivo, que “una cosa es que no se reconozca *ex lege* el derecho de representación proporcional (en los términos en que lo hace la Ley de sociedades anónimas) y otra muy distinta que se excluya, bajo sanción de nulidad, el pacto por el que los socios... puedan configurar el modo de nombramiento de los consejeros en una compañía de tipo familiar.

Cuarto.—La decisión del Juzgado de Primera Instancia de declarar nulo el artículo 19 de los estatutos sociales y, por repercusión, válido el acuerdo de nombramiento del consejero por la mayoría —adoptado conforme a él—, se basó —con la aceptación de la Audiencia Provincial— en el artículo 58.1 de la Ley 2/1995 (RCL 1995, 953) —que atribuye a la junta general, en exclusiva, “la competencia para el nombramiento de los administradores”—; en la ausencia en dicha Ley de una norma similar a la del artículo 137 del Real Decreto Legislativo 1564/1989 (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206), para las sociedades anónimas —silencio explicado en la exposición de motivo con las palabras “con todo, no se ha considerado conveniente reconocer a la minoría el derecho de representación proporcional en el órgano de administración colegiado, evitando así que el eventual conflicto entre socios o grupos de socios alcance a un órgano en el que, por estrictas razones de eficacia, es aconsejable cierto grado de homogeneidad”—; y, finalmente, en el tenor del artículo 191 del Reglamento del Registro Mercantil (RCL 1996, 2112) —Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio—, según el cual “no se admitirá el nombramiento por cooptación ni por el sistema de representación proporcional”.

Sin embargo, tanto el Juzgado de Primera Instancia como la Audiencia Provincial no han explicado suficientemente el paso dado desde la voluntad del legislador de no recono-

cer a la minoría el derecho de representación proporcional —por parecerle conveniente para evitar que los eventuales conflictos entre los socios repercutan en el funcionamiento del órgano de administración— hasta la nulidad del precepto estatutario, en el que quedó reflejada la voluntad de todos los interesados en que la minoría tuviera alguna representación en el consejo. No debe olvidarse que el artículo 12.3 de la Ley 2/1995 exigía averiguar si la regla estatutaria declarada nula —con la consecuencia de considerar válido el acuerdo contrario a ella— se opone o no a las leyes o es contraria a los principios que inspiran la regulación de las sociedades de responsabilidad limitada.

En todo caso, los argumentos en que se basa la decisión recurrida carecen de entidad para ser decisivos.

El silencio de la Ley 2/1995 —y la exclusiva referencia a las acciones contenida en el Real Decreto 823/1991, de 17 de mayo SIC (RCL 1991, 1344)— no tiene el significado de una prohibición aplicable a las sociedades de responsabilidad limitada.

El sistema proporcional en la designación de los miembros del órgano colegiado de administración no priva a la junta general de la competencia que el artículo 58.1 de la Ley 2/1995 le atribuye para el nombramiento.

Tampoco resulta contrario al principio de igualdad de los derechos vinculados a las participaciones —artículo 5.1 de la misma Ley—, dada la desigualdad de la que, de hecho, parten las minorías en la designación de los consejeros.

La rotundidad del artículo 191 del Reglamento del Registro Mercantil no puede ser determinante dado el rango que la norma ocupa en nuestro ordenamiento, regido por el principio de jerarquía normativa —artículos 9, apartado 3, de la Constitución Española y 1, apartado 2, del Código Civil—. Además, dicha norma es interpretada por la Dirección General de los Registros y del Notariado como meramente excluyente de la aplicación supletoria del régimen de representación proporcional propio de las sociedades de responsabilidad anónimas —resoluciones de 17 de marzo de 1995 y 11 de octubre de 2008—.

De otro lado, ha de tenerse en cuenta que la regulación de este tipo de sociedad está inspirado en las ideas de flexibilidad —como se afirma en la exposición de motivos de la Ley 2/1995, “a fin de que la autonomía de la voluntad de los socios tenga la posibilidad de adecuar el régimen aplicable a sus específicas necesidades y conveniencias”— y de protección de la minoría, que —como se señala en la misma exposición de motivos— carece de la más eficaz medida de defensa, consistente en “la posibilidad de negociar libremente en el mercado el valor patrimonial en que se traduce la participación del socio”.

Por lo demás, sería paradójico que el deseo del legislador de evitar “el eventual conflicto entre socios o grupos de socios alcance a un órgano en el que, por estrictas razones de eficacia, es aconsejable cierto grado de homogeneidad”, inspirase la declaración de nulidad de un precepto estatutario que los socios, puestos todos de acuerdo —fuera y dentro de los órganos sociales—, pactaron como la mejor solución para evitar los conflictos entre ellos.

En conclusión, puesto que el precepto estatutario no contiene ninguna otra regla que se pueda considerar incompatible con la ley o los principios configuradores de la sociedad de responsabilidad limitada, procede la estimación del motivo, si bien no con la extensión pretendida por los recurrentes, por las razones que se exponen seguidamente.

Quinto.—El artículo 19 de los estatutos de Turística Konrad Hidalgo, SL establece que, “para la efectividad de este derecho de agrupación, bastará con que los socios que se propongan ejercitarlo lo notifiquen por cualquier medio al secretario del consejo de administración, con cinco días de antelación a la celebración de la junta general de que se trate...”.

El referido precepto estatutario fue tomado en consideración por el Tribunal de la segunda instancia para declarar —fundamento de derecho tercero de la sentencia recurrida—, a mayor abundamiento, que “los socios que representaban a la minoría, debidamente convocados a la junta, no ejercitaron antes de su celebración su derecho de representación proporcional en la forma que viene regulado en el precepto estatutario... (el cual) no puede abar-

car los casos en que ésta (la minoría) no ejerza tal derecho”.

Tal afirmación —que, por su contenido fundamentalmente fáctico, debe ser mantenida en casación— sirvió a la Audiencia Provincial como base de un segundo argumento para la desestimación de la impugnación del nombramiento del consejero por la mayoría: el mismo no fue opuesto a los estatutos, sino, como consecuencia de la falta de ejercicio del

derecho reconocido a la minoría, conforme a sus disposiciones.

Dicho argumento debe ser también mantenido por su solidez jurídica.

En conclusión, procede que estimemos el motivo sólo en cuanto a la declaración de la nulidad de la regla estatutaria —con la que, además, se dio respuesta excesiva a la excepción que había planteado la demandada—.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. PRESUPUESTOS OBJETIVOS DE LA IMPUGNACIÓN.
 - 1. Validez y eficacia del pacto.
 - 2. Posibilidad de ejecución específica de lo dispuesto en el pacto y acción de remoción.
 - III. PRESUPUESTOS SUBJETIVOS DE LA IMPUGNACIÓN.
 - 1. Participación de todos los socios en el pacto.
 - 2. Protección de otros terceros ante la impugnación.
 - IV. FUNDAMENTO JURÍDICO DE LA IMPUGNACIÓN.
 - 1. La necesidad de fundamentar jurídicamente la impugnación.
 - 2. La equiparación a los estatutos sociales.
 - 3. La concreción del deber de fidelidad y el interés social.
 - 4. El levantamiento del velo.
 - V. CONCLUSIONES.
-

I. INTRODUCCIÓN

Superados los iniciales recelos en cuanto a la validez en general de los pactos parasociales, la jurisprudencia y la doctrina centran en la actualidad sus esfuerzos en delimitar la eficacia que cabe reconocer a dichos pactos. De especial importancia, en

este sentido, resulta la posibilidad de recurrir a mecanismos societarios a fin de obtener el cumplimiento de determinados pactos parasociales con relación a sociedades de capital.

En concreto, varias sentencias del Tribunal Supremo han vuelto a plantear recientemente la posibilidad de que se impugne un acuerdo social por infringir lo previsto en un pacto parasocial [SSTS de 10 de diciembre de 2008 (*RJ* 2009, 17); de 6 de marzo de 2009 (*RJ* 2009, 2793), y de 6 de marzo de 2009 (*RJ* 2009, 2794)]. Es cierto que dichas resoluciones descartan que la vulneración del pacto, por sí misma, constituya un motivo de impugnación. Pero no lo es menos que pretenden enlazar con la jurisprudencia anterior en la materia, y que conforme al entender de la doctrina especializada apoyaba esta posibilidad [cfr. SSTS de 24 de septiembre de 1987 (*RJ* 1987, 6194); de 26 de febrero de 1991 (*RJ* 1991, 1600); de 10 de febrero de 1992 (*RJ* 1992, 1204)]⁽¹⁾.

En cualquier caso, las nuevas sentencias del Tribunal Supremo en la materia ofrecen la oportunidad no sólo de reflexionar sobre la posibilidad de impugnar un acuerdo social por incumplimiento de un pacto parasocial, sino asimismo de tratar de determinar los presupuestos y límites con que debe admitirse, en su caso, un recurso semejante o de apuntar alguna idea en cuanto al fundamento jurídico en que debería apoyarse una solución de este tipo.

Conviene recordar que el debate en torno a estas cuestiones se ha suscitado fundamentalmente en la literatura de lengua alemana, con ocasión igualmente de determinadas resoluciones judiciales. En este sentido, respecto del ordenamiento alemán, se ha

(1) Sobre estas resoluciones, en el sentido de considerar que consienten impugnar un acuerdo social por violación de un pacto parasocial, PÉREZ MORIONES: *Los sindicatos de voto para la Junta General de Sociedad Anónima*, Valencia, 1996, pp. 483-485; PAZ-ARES: "El enforcement de los pactos parasociales", *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez* 5/2003, pp. 33-35; ALONSO LEDESMA, voz "Pactos parasociales", en ALONSO LEDESMA (dir.): *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Madrid, 2006, p. 857; FERNÁNDEZ DEL POZO: "El enforcement societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado", *RdS* 29 (2008), p. 175; PÉREZ MILLÁN: "Sobre los pactos parasociales. Comentario a la STS 1.ª de 19 de diciembre de 2007 (*RJ* 2007, 9043)", *RdS* 31 (2008), p. 393; id.: "De la posible la impugnación de pactos parasociales por infracción de pactos parasociales" en RODRÍGUEZ ARTIGAS/FARRANDO MIGUEL/GONZÁLEZ CASTILLA/TENA ARREGUI: *La Junta General de las sociedades de capital (Cuestiones actuales)*, Madrid, 2009, pp. 432, 435, 436 y 438.

En rigor, el Tribunal Supremo se aferra en sus últimas sentencias a que los recurrentes, a diferencia de lo sucedido en otros casos, no habían invocado ninguna de las causas de impugnación legalmente previstas (*ex* artículo 115 de la LSA). A lo que hay que añadir que los recursos no se rechazan exclusivamente por esa razón. En la STS núm. 128/2009 se entiende que lo dispuesto en los estatutos sociales concreta el principio de cogestión entre los distintos grupos de socios que el pacto parasocial consagraba, y en la medida en que las partes se han ajustado a lo previsto a las reglas estatutarias, no habría infracción del pacto parasocial (cfr. Fundamento Tercero). En el caso que examina la STS núm. 138/2009 sucede algo semejante. Lo previsto en el pacto parasocial encuentra reflejo en los estatutos mediante la regulación de un mecanismo de representación proporcional para la elección de los miembros del órgano de administración, cuyos plazos no han sido respetados por los recurrentes. Tampoco hay, por consiguiente, violación del pacto parasocial (cfr. Fundamento Quinto). Por todo lo anterior, no pueden compartirse los términos de la crítica a estas sentencias que puede encontrarse en SÁEZ LACAVE: "Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces", *InDret* 3/2009, p. 20.

admitido jurisprudencialmente la impugnación de acuerdos sociales por infracción de acuerdos que vinculaban el derecho de voto de todos los socios de una sociedad limitada (Sentencias del BGH de 25 de enero de 1983 y de 27 de octubre de 1986)⁽²⁾. La misma tendencia, aun con diferencias de fundamentación jurídica, cabe observar en la jurisprudencia austríaca (Sentencias del OGH de 5 de diciembre de 1995 y de 26 de agosto de 1999)⁽³⁾.

En cambio, la impugnación de un acuerdo social por violación de un pacto parasocial encuentra mayores obstáculos en la jurisprudencia y doctrina italianas, aunque puedan encontrarse posturas aisladas que, a la luz de la experiencia alemana, se muestren favorables a una evolución en esa línea⁽⁴⁾. En el ordenamiento portugués, sin embargo, se establece legalmente con absoluta claridad que en base a pactos parasociales no pueden ser impugnados los actos de la sociedad o de los socios para con la sociedad (artículo 17.1 del CSC).

En consecuencia, no puede afirmarse tampoco que la cuestión reciba una respuesta unívoca en el Derecho comparado. Conviene, pues, examinar con cierto detenimiento los distintos argumentos que han llevado a admitir en supuestos muy concretos la impugnación de acuerdos sociales ante el incumplimiento de pactos parasociales, y los requisitos que suelen exigirse para conceder ese recurso.

II. PRESUPUESTOS OBJETIVOS DE LA IMPUGNACIÓN

1. Validez y eficacia del pacto

Lógicamente, para que pueda plantearse siquiera la impugnación de un acuerdo social por vulnerar un pacto parasocial, resulta necesario que el pacto infringido sea válido y eficaz entre las partes. En este sentido, hace tiempo que no se discute la validez con carácter general de los pactos parasociales, teniendo en cuenta tanto el principio de la autonomía de la voluntad en materia de contratos (artículo 1255 del CC) como la consideración de semejantes acuerdos en cada vez más normas de nuestro ordenamiento [arts. 42.1 del C. Com., 7.1 II de la LSA, 11.2 de la LSRL, arts. 60, 60 ter, 112, 116, 116 bis de la LMV; artículos 3, 4, 5, 9, 26 y 29 del RD 1066/2007;

(2) Para un resumen de lo afirmado en dichas resoluciones y de las distintas opiniones doctrinales al respecto, WINTER, M.: "Satzungsergänzende schuldrechtliche Abreden?", *ZHR* 154 (1990), pp. 265-268; RODEMANN: *Stimmbindungsvereinbarungen in den Aktien- und GmbH-Rechten Deutschlands, Englands, Frankreichs und Belgiens*, Köln-Berlín-Bonn-München, 1998, pp. 85-87.

(3) En cuanto a estas sentencias, VAVROVSKY: *Stimmbindungsverträge im Gesellschaftsrecht*, Wien, 2000, p. 122.

(4) RESCIO: "I sindacati di voto", en COLOMBO/PORTALE: *Trattato delle società per azioni*, vol. 3, Torino, 1994, pp. 557-559; íd.: "La disciplina dei patti parasociali dopo la legge delega per la riforma del diritto societario", *Riv. soc.*, 2000, pp. 860-862.

disposición final segunda, ap. 2, Ley 7/2003; RD 171/2007]⁽⁵⁾. De hecho, jurisprudencialmente se ha reconocido en numerosas ocasiones la validez de tales negocios jurídicos dentro de los límites impuestos a la autonomía de la voluntad [SSTS de 24 de septiembre de 1987 (*RJ* 1987, 6194); de 26 de febrero de 1991 (*RJ* 1991, 1600); de 10 de febrero de 1992 (*RJ* 1992, 1204); de 18 de marzo de 2002 (*RJ* 2002, 2850); de 19 de diciembre de 2007 (*RJ* 2007, 9043); de 10 de diciembre de 2008 (*RJ* 2009, 17); de 6 de marzo de 2009 (*RJ* 2009, 2793); de 6 de marzo de 2009 (*RJ* 2009, 2794)].

No resulta tan evidente, sin embargo, cuáles son precisamente los límites a que vienen sometidos dichos pactos. Obviamente, en cuanto que contratos, los pactos parasociales se ven afectados por los distintos regímenes de ineficacia que en general conoce el Derecho civil, aunque en este punto ha de tenerse en cuenta la estructura jurídica del pacto en concreto⁽⁶⁾. A los efectos que aquí interesan, basta con señalar que los pactos parasociales dan lugar en la mayoría de los casos a una sociedad interna, a la que han de aplicarse en el plano jurídico-obligacional las normas sobre la sociedad civil (cfr. artículo 1669 del CC)⁽⁷⁾.

Pero para valorar la validez y eficacia del acuerdo debe tomarse también en consideración la dependencia funcional del pacto parasocial respecto del contrato de sociedad en el que está llamado a influir. Como consecuencia de esta conexión, determinadas vicisitudes de la relación jurídico-societaria se proyectan sobre las relaciones

(5) En nuestra doctrina, pese a lo que establecía el artículo 6 *in fine* de la LSA 1951, puede verse ya, por todos, GIRÓN: *Derecho de sociedades*, Madrid, 1976, p. 54. En concreto, respecto de los sindicatos de voto, paradigma de los pactos parasociales, asimismo GIRÓN: *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, p. 313; GARRIGUES: “Los sindicatos de voto”, *RDM* 55 (1955), pp. 91 y ss.; MENÉNDEZ: “Los pactos de sindicación para el órgano administrativo”, en *Estudios de Derecho mercantil en homenaje a Rodrigo Uría*, Madrid, 1978, pp. 351 y ss.; MAMBRILLA: “Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas”, *RDM* 181-182 (1986), pp. 301 y ss. En tiempos más recientes, por todos, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, voz “Pacto parasocial”, *EJB*, III, Madrid, 1995, p. 4715; ALONSO LEDESMA, op. cit., p. 856; FERNÁNDEZ DEL POZO, op. cit., pp. 169 y 170.

(6) Un análisis en detalle de las distintas formas jurídicas que pueden adoptar los pactos parasociales puede encontrarse en NOACK: *Gesellschaftervereinbarungen bei Kapitalgesellschaften*, Tübingen, 1994, pp. 47-58.

(7) PAZ-ARES, “Artículo 1678 del CC”, en PAZ-ARES/DÍEZ-PICAZO/BERCOVITZ/SALVADOR CODERCH, *Comentario del Código Civil*, II, Madrid, 1991, p. 1399; *id.*: “El enforcement...”, cit., p. 29 (nota 35). Cfr. también FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: op. cit., p. 4714; ALONSO LEDESMA: op. cit., pp. 855 y 856, y por lo que se refiere a los protocolos familiares, FERNÁNDEZ DEL POZO: op. cit., pp. 147, 154 y 159. En cuanto a la naturaleza societaria de los sindicatos de voto, ya GIRÓN: *Derecho de sociedades anónimas*, cit., p. 313; *id.*: *Derecho de sociedades*, cit., p. 37; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: *La atipicidad en Derecho de sociedades*, Zaragoza, 1977, pp. 310 y 311, y nota 65; MENÉNDEZ, op. cit., p. 361 (nota 14); MAMBRILLA, op. cit., pp. 358-365. En cambio, a favor de la consideración de los sindicatos de voto como contratos de colaboración o asociativos en sentido amplio, VICENT CHULIÁ: “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, en *Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, p. 1205; PÉREZ MORIONES, op. cit., pp. 285 y 356 y ss.

derivadas del pacto parasocial, y las normas societarias pueden repercutir en el pacto parasocial⁽⁸⁾.

En este punto, sin embargo, pueden apreciarse diferencias en la doctrina española que se ha ocupado de los pactos parasociales. Tradicionalmente, el límite genérico a la validez de los pactos parasociales se sitúa en la vulneración de normas imperativas, la desnaturalización de los elementos configuradores del tipo social o la violación de los principios ordenadores del sistema societario⁽⁹⁾. En una línea aparentemente distinta, se sostiene que la validez de los pactos parasociales no ha de enjuiciarse conforme a la imperatividad del Derecho de sociedades, sino conforme a la imperatividad general del Derecho de obligaciones, lo que significaría que los pactos no dejan de ser válidos por contravenir normas del tipo societario, sino solamente cuando atentan contra valores sustantivos del entero sistema⁽¹⁰⁾. En realidad, no es fácil aportar una fórmula con la que valorar cualquier pacto parasocial, sino que, más bien, habrá de considerarse el contenido del acuerdo en concreto y las normas o los principios con que contrasta⁽¹¹⁾. La solución, además, se encuentra probablemente condicionada por el papel que se reconozca a los preceptos imperativos en el Derecho de sociedades y, a un nivel aún más general, por la concepción misma que se defienda de dicha disciplina⁽¹²⁾.

De todos modos, parece que habría que distinguir entre las normas imperativas con las que entra en conflicto el pacto parasocial y tener en cuenta asimismo las partes del pacto parasocial en relación con las del contrato social. Puede afirmarse con seguridad que no es válido el pacto parasocial que vulnera una norma societaria imperativa cuyo fundamento responda a la protección de terceros. De ahí que sea nulo el sindicato de voto por el que determinados socios de una sociedad de capital acuerden no disolverla ni adoptar cualquiera de las demás medidas que permiten eliminar la causa de disolución en caso de pérdidas cualificadas⁽¹³⁾. También habría de considerarse inefi-

(8) Es mérito de la doctrina italiana el haber destacado esta relación entre ambos negocios y extraer de esa conexión las consecuencias que en el texto se indican: desde OPPO: *Contratti parasociali*, Milano, 1942, pp. 74, 75, 82, 83, 104 y 105; a TORINO: *Contratti parasociali*, Milano, 2000, pp. 32, 33, 44 y 45. Entre nosotros, vid. MAMBRILLA, op. cit., pp. 318-322.

(9) FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, voz "Pacto parasocial", op. cit., pp. 4714 y 4715; cfr. ALONSO LEDESMA, op. cit., p. 856. En términos semejantes, con anterioridad, GIRÓN: *Derecho de sociedades*, cit., p. 54.

(10) PAZ-ARES: "El enforcement...", op. cit., p. 21, nota 3, que contrapone a tales efectos "imperatividad tipológica" e "imperatividad sustantiva". Cfr. también lo afirmado en FERNÁNDEZ DEL POZO: op. cit., p. 170.

(11) Al respecto, puede verse lo apuntado en TORINO, op. cit., pp. 45 y 46; y, por lo que respecta a los sindicatos de voto, en SEMINO: *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Milano, 2003, pp. 373, 387 y 388.

(12) Como puede apreciarse en la exposición de SÁEZ LACAVE, op. cit., esp., pp. 8 y ss. y 22 y ss.

(13) VICENT CHULIÁ, op. cit., p. 1237. En el mismo sentido, aunque considerándolo un caso de escuela, JAEGER: "Il problema delle convenzioni di voto", *Giur. comm.*, 1989, I, p. 240.

caz el pacto por el que se permite a un socio ejercer de cualquier manera su derecho al voto cuando hay una prohibición legal que lo impida o razones de interés social que determinen la improcedencia del voto conforme a lo pactado⁽¹⁴⁾. En definitiva, cabe concluir que el pacto parasocial será ineficaz cuando mediante el mismo pretenda alcanzarse un acuerdo social nulo o anulable⁽¹⁵⁾.

Al contrario, no son nulos o, en general, ineficaces los pactos parasociales que supongan cualquier desviación respecto del tipo legal. En efecto, no todo aquello que se exige para la conformidad con el tipo supone un límite a la autonomía de la voluntad; a la inversa, no todo lo que se aparta del tipo, y que es ineficaz en el ámbito del mismo, está prohibido⁽¹⁶⁾. Pero aquí debe atenderse también a las partes del pacto parasocial y del contrato de sociedad, pues si coinciden, como sucede en los supuestos en los que se plantea la impugnación de un acuerdo social por infracción de un pacto parasocial, habrá de cuestionarse entonces si el acuerdo no supone un fraude de ley en relación con normas de las que no pueden disponer las partes en el contrato social, incluso aunque tales preceptos no pretendan tutelar de manera inmediata los intereses de terceros⁽¹⁷⁾.

(14) Cfr. PAZ-ARES: "El *enforcement*...", op. cit., p. 25, donde la prohibición de votar que afecta al acreedor de un pacto parasocial se extiende al deudor de éste. De forma semejante, OPPO: "I patti parasociali: ancora una svolta legislativa", *Riv. dir. civ.*, 1998, II, p. 222; id.: artículo 123, en ALPA/CA-PRIGLIONE: *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, p. 1137; SCHMIDT, K.: Scholz, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, II, 9. Aufl., Köln, 2002, § 47 Rdn. 47; ZÖLLNER: Baumbach/Hueck, *GmbH-Gesetz*, 18. Aufl., München, 2006, § 47 Rdn. 114; HÜFFER: ULMER/HABERSACK/WINTER, *Großkommentar zum GmbHG*, II, Tübingen, 2006, § 47 Rdn. 77. Para ulteriores matices respecto del tipo de ineficacia que afecta a los pactos contrarios al interés social, v. RESCIO: op. cit., pp. 552-554 y 612; SEMINO: op. cit., pp. 374-384; RODEMANN: op. cit., pp. 59-61.

(15) VICENT CHULIÁ: op. cit., p. 1235. Así también RODEMANN: op. cit., p. 59.

(16) OPPO: "Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società", *Riv. dir. civ.*, 1987, I, p. 527. Cfr., en la misma línea, LUTTER: en ZÖLLNER, *Köllner Kommentar zum Aktiengesetz*, I, 2. Aufl., Köln-Berlín-Bonn-München, 1988, § 54 Rdn. 22.

(17) Con razón se afirma que, puesto que ante su infracción se les reconoce una eficacia similar, los pactos en los que intervienen todos los socios deberían en buena lógica venir sometidos a los mismos límites que se imponen a los estatutos: RODEMANN: op. cit., p. 95; y cfr. también WINTER: op. cit., pp. 278-280. Sobre la tipicidad social como límite a los pactos parasociales suscritos por todos los socios, SEMINO: op. cit., pp. 432 y 433, que examina el supuesto de aquellos acuerdos que de hecho sustituyan la organización de base capitalista-corporativa por una organización de base personalista. Aun sin considerar la coincidencia entre las partes del contrato social y el pacto parasocial, sobre la posibilidad de un fraude de leyes societarias a través de lo previsto en el pacto, OPPO: *Contratti parasociali*, op. cit., pp. 80-82; id.: "Le convenzioni parasociali", op. cit., pp. 523 y 524; RESCIO: "La distinzione del sociale dal parasociale", *Riv. soc.*, 1991, p. 598 (nota 5); TORINO: op. cit., p. 130. Por otra parte, en cuanto a la protección de intereses de terceros incluso mediante algunas de las normas sobre la formación de la voluntad en el seno de las sociedades de capital, OPPO: *Contratti parasociali*, op. cit., pp. 140 y 141.

2. Posibilidad de ejecución específica de lo dispuesto en el pacto y acción de remoción

La posibilidad de impugnar un acuerdo social por infracción de un pacto parasocial depende además de que se admita la ejecución específica de las obligaciones asumidas en virtud del pacto. Al contrario, si ante el incumplimiento del pacto se concede únicamente la facultad de resolverlo y, en su caso, una indemnización de daños y perjuicios, difícilmente se podrá llegar a plantear la impugnación de un acuerdo social⁽¹⁸⁾.

En nuestra doctrina se defiende la ejecución específica de lo dispuesto en un pacto parasocial, incluso respecto de aquellos tipos de acuerdos en los que la cuestión presenta más dificultades de orden teórico y práctico, como sucede con los que tienen por objeto el ejercicio del derecho al voto, aunque no haya el mismo consenso en cuanto al cauce procesal a seguir (cfr. en la actualidad artículos 706, 708, 709 y 710 de la LEC)⁽¹⁹⁾.

También para el ordenamiento alemán, pese a los problemas procesales y sustantivos que la cuestión ha planteado, se reconoce la ejecución en forma específica de los contratos que vinculan el derecho de voto (Sentencia del BGH de 29 de mayo de 1967)⁽²⁰⁾. La misma solución se defiende en la doctrina austríaca, pese a que no existan pronunciamientos jurisprudenciales en este sentido⁽²¹⁾.

Hasta en los sistemas jurídicos de *common law*, donde las *injunctions* y la *specific performance* constituyen remedios de equidad, se alcanzan resultados equivalentes. Mientras en los tribunales británicos se concede desde hace tiempo el recurso, según los casos, a una *prohibitive injunction* (*Greenwell v. Porter* [1902] 1 Ch. 530; *Russel v. Northern Bank Development Corp. Ltd.* [1992] 1 W. L. R. 588) o a una *mandatory*

(18) ULMER: “Verletzung schuldrechtlicher Nebenabreden als Anfechtungsgrund im GMBH-Recht?”, *NJW* 1987, p. 1855. En la literatura española, PAZ-ARES: “El *enforcement*...”, op. cit., p. 37 (nota 61).

(19) Al respecto, puede consultarse VICENT CHULIÁ: op. cit., p. 1212; o PÉREZ MORIONES: OP. CIT., pp. 468-474; pero, sobre todo, y conforme a la LEC vigente, PAZ-ARES: “El *enforcement*...”, op. cit., pp. 22-26, donde, siguiendo a la doctrina alemana, se distingue en función de si el pacto que pretende ejecutarse obliga a votar en un sentido determinado, a votar en un sentido determinable, o a no votar en determinado sentido o abstenerse de votar.

(20) Cfr. BAUMANN/REISS: “Satzungsergänzende Vereinbarungen-Nebenverträge im Gesellschaftsrecht. Eine rechtstatsächliche und rechtsdogmatische Untersuchung”, *ZGR* 1989, p. 185; ZÖLLNER: “Zur Schranken und Wirkung von Stimmbindungsverträgen”, *ZHR* 155 (1991), pp. 186-187; y, con mayor detalle, en particular sobre las distintas vías procesales a las que se debe acudir en función de la obligación asumida en virtud del pacto, ZUTT: “Einstweiliger Rechtsschutz bei Stimmbindungen”, *ZHR* 155 (1991), pp. 191 y 196 y ss.; NOACK: op. cit., pp. 68 y ss.; RODEMANN: op. cit., pp. 118 y ss.; SCHMIDT, K.: op. cit., § 47 Rdn. 55 y ss.

(21) VAVROVSKY: op. cit., pp. 147 y ss., donde también se reproduce el debate alemán sobre los mecanismos procesales a los que en concreto debería acudirse.

injunction (*Puddelphatt v. Leith* [1916] 1 Ch. 200)⁽²²⁾, el *specific enforcement* de los *voting agreements* ha sido incluso consagrado expresamente en distintas legislaciones estadounidenses [Section 7.31 (b) *Revised Model Business Corporation Act*; § 706 (a) *California Corporations Code*; Sec. 33-716 (b) *General Statutes of Connecticut* (Chapter 601); Sec. 7.70 (b) *Illinois Compiled Statutes* (Chapter 805, Act 5)]⁽²³⁾.

Por contraste, la jurisprudencia y la doctrina italianas rechazan la ejecución específica de los acuerdos sobre el voto, debido en gran medida a problemas prácticos y jurídicos propios del ordenamiento italiano, aunque también en consideración a los posibles efectos del pacto para terceros⁽²⁴⁾. Que una orientación semejante se considere superada no impide advertir las importantes dificultades técnicas que la cuestión presenta⁽²⁵⁾.

De la viabilidad de la ejecución específica respecto de las obligaciones contenidas en un pacto parasocial se derivaría, a su vez, la posibilidad de remover o deshacer *a posteriori* la situación jurídica que resultara de la violación de dicho acuerdo (en nuestro Derecho *ex* artículo 1098 II del CC). De esta forma, ante una infracción de pactos que regulen el ejercicio del derecho al voto podría convocarse con posterioridad otra junta en la que se procediera a la ejecución específica de lo pactado, siempre y cuando no se vieran perjudicados por ello los derechos de terceros y, en particular, los de los socios que no fuesen parte del pacto⁽²⁶⁾.

(22) CADMAN: *Shareholders' Agreements*, 4th ed., London, 2004, pp. 21 y 27. Cfr. asimismo RODEMANN: op. cit., p. 345; y EHRICKE: *Schuldvertragliche Nebenabreden zu GmbH-Gesellschaftsverträgen*, Heidelberg, 2004, pp. 113-115, que señala cómo la jurisprudencia británica aún no se ha pronunciado, en cambio, sobre la posibilidad de recurrir en estos casos a la *specific performance*.

(23) FLETCHER: *Cyclopedia of the Law of Corporations*, V, § 2067, septiembre de 2009, en donde además se incluyen referencias a varias resoluciones que conceden bien una *injunction* bien la *specific performance* de lo pactado. En la misma línea, pueden observarse los comentarios y trabajos citados ya en "Specific Enforcement of Shareholder Voting Agreements", *U. Chi. L. Rev.* 15, 1948, pp. 743 y 744.

(24) En cuanto a este tipo de objeción, considerando como tercero a la sociedad, v. ya OPPO: *Contratti parasociali*, pp. 124 y 125; si bien cfr. asimismo la respuesta de SANTINI: "Esecuzione specifica di accordi parasociali?", *Archivio Giuridico "Filippo Serafini"*, 1968, p. 491 (nota 19), quien subraya cómo con la ejecución específica no se sustituye la voluntad social sino la del socio que incumple el pacto, aunque encuentra obstáculos insalvables en cuanto a la sustitución de la asistencia en junta del socio que incumple el pacto (pp. 490 y 491). Para un resumen de la escasa jurisprudencia y de las distintas aportaciones doctrinales al respecto, TORINO: op. cit., pp. 363 y ss.; o SEMINO: op. cit., pp. 73 y ss. y pp. 163 y ss.

(25) En particular, sobre la discusión en torno a la posible adopción de medidas cautelares, de capital importancia ante pactos que comprometan el voto de los contratantes, por todos, ZUTT: op. cit., pp. 199-207; RODEMANN: op. cit., pp. 131-144; PÉREZ MORIONES: op. cit., pp. 478-483; PAZ-ARES: "El *enforcement*...", p. 27; SEMINO: op. cit., pp. 169 y 170.

(26) Cfr. SCHMIDT, K.: op. cit., § 47 Rdn. 60. Entre nosotros, PAZ-ARES: "El *enforcement*...", op. cit., p. 28, quien entiende además que la acción de remoción *ex* artículo 1098 II del CC como una acción de cumplimiento, lo cual la separaría del resarcimiento *in natura* o *Natural restitution* a que se refiere la doctrina alemana en estos casos por lo que hace a la necesidad de prueba sobre el daño y la imputación subjetiva del incumplimiento.

Lo anterior explica que se plantee el recurso a la impugnación del acuerdo adoptado como consecuencia de la infracción de un pacto parasocial⁽²⁷⁾. Ahora bien, a la inversa, el ejercicio de una acción de remoción, al menos cuando pretende revocarse un acuerdo social previo, encuentra límites similares a las que plantea la impugnación de acuerdos sociales por violación de pactos parasociales. En ambas hipótesis de los remedios que se defienden ante la infracción del pacto parasocial pueden derivarse efectos para quienes, en principio, son terceros con relación al mismo, en particular los socios ajenos al pacto⁽²⁸⁾. Por ello no es de extrañar que, de forma similar a lo que sucede con la impugnación, se discuta en la doctrina si puede recurrirse a la acción de remoción únicamente cuando todos los socios son parte del pacto parasocial o si basta con que intervengan en el pacto socios que constituyan una mayoría suficiente a los efectos de sustituir el acuerdo social adoptado en violación del pacto⁽²⁹⁾. También cabe dudar de que el ejercicio de una eventual acción de remoción no deba someterse a los mismos plazos que pesan sobre las acciones de impugnación (artículo 116 de la LSA), habida cuenta de que en ambos casos se aprecia la misma necesidad de seguridad jurídica⁽³⁰⁾.

(27) Sobre esta relación entre el reconocimiento de la acción de remoción y la posibilidad de impugnación, PAZ-ARES: “El *enforcement*...”, op. cit., pp. 28 y 37 (nota 61). Precisamente, la primera resolución alemana que, si bien entre líneas, reconoce una acción semejante es la Sentencia del BGH de 25 de enero de 1983, en la que también por vez primera se concede el recurso a la impugnación de un acuerdo social por infracción de un pacto parasocial, como subraya RODEMANN: op. cit., pp. 146 y 147, quien asimismo destaca cómo son pocos, no obstante, los autores alemanes que expresamente se han pronunciado a favor de la *Naturalrestitution* ante el incumplimiento de convenios de voto.

(28) Del hecho de que no puedan verse afectados los derechos de terceros se derivaría que en muchas ocasiones determinados acuerdos no podrían ser sustituidos mediante una acción de remoción, como, por ejemplo, acuerdos de distribución de beneficios o de nombramiento de auditores, lo que, entre otras razones, limita el significado práctico de un recurso de este tipo: RODEMANN: op. cit., p. 147. Cfr. también VAVROVSKY: op. cit., p. 120.

(29) Respecto de la *Naturalrestitution*, puede verse, para la primera de las opciones, HÜFFER: op. cit., § 47 Rdn. 79, 83 y 84; y, a favor de la segunda, SCHMIDT, K.: op. cit., § 47 Rdn. 60.

(30) Nuestra doctrina no se ha planteado esta cuestión y sólo algunos autores alemanes han señalado que, de no extenderse al resarcimiento de daños y las penas convencionales los plazos de la acción de impugnación (así, ULMER: ULMER/HABERSACK/WINTER, *Großkommentar zum GmbHG*, I, Tübingen, 2005, § 3 Rdn. 125), los pactos parasociales suscritos por todos los socios se convertirían en un “*Hypersatzungsrecht*”, que combinaría las ventajas de las sanciones del Derecho societario con la típica flexibilidad del Derecho de obligaciones (WINTER: op. cit., pp. 276 y 277). La seguridad jurídica no parece que autorice la limitación de los plazos en que puede reclamarse una indemnización de daños o una pena convencional, pero no puede decirse lo mismo cuando se ejerce una acción de remoción, con independencia de que ésta se califique como resarcimiento *in natura* o acción de cumplimiento, precisamente porque los resultados que se alcanzan por esta vía son equivalentes a los que se siguen de la impugnación del acuerdo social.

III. PRESUPUESTOS SUBJETIVOS DE LA IMPUGNACIÓN

1. Participación de todos los socios en el pacto

La doctrina española considera que cabe la impugnación de acuerdos sociales por infracción de pactos parasociales únicamente cuando los intervinientes en el pacto coinciden con los socios⁽³¹⁾. En realidad, no está claro si lo que se precisa es que todos los socios hayan suscrito el pacto parasocial o también que todas las partes del pacto parasocial sean socios, es decir, que no intervengan en el pacto terceros [cfr. el supuesto de hecho de la STS de 24 de septiembre de 1987 (*RJ* 1987, 6194)]⁽³²⁾. Parte de la doctrina alemana rechaza expresamente la impugnación de acuerdos sociales por incumplimiento de pactos suscritos por todos los socios frente a un tercero⁽³³⁾. Sin embargo, con precedentes judiciales semejantes a los alemanes, se defiende lo contrario para el ordenamiento austríaco⁽³⁴⁾. Aunque, desde un punto de vista práctico, puede ser complicado entender que se rechace entonces la impugnación de un acuerdo social, cuando no medien intereses de terceros ajenos al pacto, el problema radica en el fundamento jurídico que justificaría en ese caso la impugnación.

Por otra parte, algunos autores alemanes van más allá de lo afirmado por la jurisprudencia y defienden asimismo la impugnación cuando en el pacto no intervienen todos los socios, sino aquellos que gozan de una mayoría suficiente para modificar los estatutos, a condición de que el pacto incumplido fuera conocido por los demás socios en el momento de adoptarse el acuerdo social⁽³⁵⁾. En contra, se considera con razón que un acuerdo social sólo es impugnabile cuando vulnera una norma cuyos destinatarios son todos los socios, lo que, con la excepción de los vínculos contractuales asumidos por la totalidad de los socios, sucede únicamente cuando dicha regla se contiene en la Ley o los estatutos, pues de lo contrario el pacto desplegaría sus efectos contra terceros, en contradicción con la eficacia que cabe reconocer a cualquier contrato⁽³⁶⁾. Basta

(31) PAZ-ARES: “El *enforcement...*”, op. cit., p. 36; ALONSO LEDESMA: op. cit., p. 857; FERNÁNDEZ DEL POZO: op. cit., pp. 174.

(32) En puridad, esta sentencia consideró que quien impugnaba un acuerdo social adoptado por el único socio formal de una anónima, en realidad, era también accionista frente a la sociedad a tenor del pacto parasocial. De esta forma, matizamos lo afirmado en PÉREZ MILLÁN: “De la posible impugnación de pactos parasociales”, op. cit., p. 435.

(33) SCHMIDT, K.: op. cit., § 45 Rdn. 117.

(34) VAVROVSKY: op. cit., pp. 126 y 127.

(35) NOACK: op. cit., p. 167; y para otras propuestas en un sentido semejante, RODEMANN: op. cit., pp. 86 y 87.

(36) VAVROVSKY: op. cit., pp. 126 y 127.

pensar en que, si prosperara la acción de impugnación, los costes del proceso habrían de asumirse con cargo al patrimonio social⁽³⁷⁾.

2. Protección de otros terceros ante la impugnación

Del mismo modo que se requiere la intervención en el pacto parasocial de todos los socios de la sociedad sobre la que el pacto se proyecta es discutible si debe exigirse asimismo que no existan otros terceros cuyos derechos o intereses puedan verse afectados a resultas de la impugnación.

En el caso de administradores que no ostenten simultáneamente la condición de socio, se ha señalado que pueden carecer de la información necesaria para defender a la sociedad frente a la impugnación⁽³⁸⁾. Ciertamente, los socios interesados en la eficacia del acuerdo social podrían proporcionar esa información y resultarían suficientemente protegidos, de admitirse que pueden intervenir en el proceso de impugnación en su propio interés⁽³⁹⁾. Pero lo anterior no soluciona la posición del administrador ajeno al pacto, a quien entonces podría pedirse que eligiera entre suspender o ejecutar el acuerdo no sólo basándose en una eventual infracción de la ley o los estatutos, sino además atendiendo al contenido del pacto parasocial⁽⁴⁰⁾. En cualquier caso, se producirá siempre un perjuicio para el patrimonio social derivado de los costes procesales, si se acaba concediendo la impugnación, lo que, en mayor o menor medida, podría afectar incluso los intereses de acreedores sociales. Con todo, las consecuencias que para terceros puede implicar el ejercicio de una acción de impugnación o remoción contra un acuerdo social alcanzado por la infracción de un pacto parasocial se minimizan considerablemente cuando se subraya la eficacia *ex nunc* de tales remedios y se advierte que en algunos supuestos, además, no será posible la supresión del acuerdo social adoptado incumpliendo el pacto⁽⁴¹⁾.

(37) Cfr. HÜFFER: op. cit., § 47 Rdn. 84; RODEMANN: op. cit., pp. 90 y 91. Y ello con independencia de que se afirmara el derecho de la sociedad a repetir contra el socio o socios cuyo incumplimiento de las obligaciones asumidas en virtud del pacto parasocial se materializó en la adopción del acuerdo finalmente impugnado.

(38) WINTER: op. cit., p. 274.

(39) NOACK: op. cit., p. 158. Cfr. también ULMER: “Verletzung schuldrechtlichen Nebenabreden”, cit., p. 381. Y en nuestra doctrina, PAZ-ARES: op. cit., p. 37 (nota 62). Considera, en cambio, insuficiente la intervención procesal, WINTER: op. cit., p. 275.

(40) Cfr. WINTER: op. cit., p. 271, que sugiere incluso que el administrador podría verse expuesto a una acción de responsabilidad de ejecutar el acuerdo social adoptado en violación del pacto parasocial.

(41) NOACK: op. cit., pp. 165 y 166. A resultados similares podría llegarse a partir de los efectos de la publicidad registral y las normas sobre representación orgánica, pero, sobre todo, de los límites subjetivos de la cosa juzgada. Para apreciar la diferencia en cuanto a las consecuencias que pueden derivarse frente a terceros, cabe pensar, por una parte, en la acción que se ejerciera contra el acuerdo para el nombramiento de un administrador que no ostente la condición de socio, que puede desplegar sólo efectos *ex nunc*; por otra, en la acción contra el acuerdo por el que se nombró un auditor de cuentas, que no puede tener ningún efecto (cfr. artículo 204.3 de la LSA).

IV. FUNDAMENTO JURÍDICO DE LA IMPUGNACIÓN

1. La necesidad de fundamentar jurídicamente la impugnación

Incluso en los casos en que todos los socios son parte del pacto, la impugnación de acuerdos sociales por la infracción de pactos parasociales no está exenta de dificultades, y ha de atenderse necesariamente a la fundamentación jurídica que permita precisar el alcance de un remedio de este tipo.

Nuestra jurisprudencia ha admitido la impugnación de acuerdos sociales ante el incumplimiento de pactos parasociales sirviéndose para ello de distintos argumentos. En un primer momento, la cuestión se ha resuelto como un supuesto de levantamiento del velo que permitía considerar verificada una infracción de los estatutos [STS de 24 de septiembre de 1987 (*RJ* 1987, 6194)]. Posteriormente, se ha dado a entender que el pacto parasocial podría suponer un acuerdo informal adoptado en junta universal, que, por consiguiente, vinculaba como tal a la sociedad [cfr. SSTs de 26 de febrero de 1991 (*RJ* 1991, 1600) y de 10 de febrero de 1992 (*RJ* 1992, 1204), y v. asimismo STS de 18 de marzo de 2002 (*RJ* 2002, 2850), aunque no se discutiera aquí sobre la impugnación de un acuerdo social]. No obstante, también se ha considerado que el acuerdo impugnado, al haber sido adoptado con abuso de derecho y mala fe teniendo en cuenta el pacto parasocial, lesionaba los intereses de la sociedad [STS de 10 de febrero de 1992 (*RJ* 1992, 1204)]. En esta línea, las últimas sentencias del Supremo entienden que, de acuerdo además con la jurisprudencia anterior, los acuerdos sociales no pueden impugnarse exclusivamente por el incumplimiento de un pacto parasocial, sino cuando tales acuerdos resulten contrarios a los estatutos o al interés social [SSTs de 10 de diciembre de 2008 (*RJ* 2009, 17); de 6 de marzo de 2009 (*RJ* 2009, 2793); de 6 de marzo de 2009 (*RJ* 2009, 2794)].

Tampoco en la doctrina aparentemente hay consenso por lo que se refiere a los motivos que justifican la impugnación de acuerdos sociales ante supuestos semejantes, pero las distintas elaboraciones doctrinales parecen coincidir en considerar el acuerdo social anulable como consecuencia de la equiparación, por una u otra vía, de lo contenido en el pacto con los estatutos y, en última instancia, con el interés social⁽⁴²⁾. En realidad, ninguno de los razonamientos ofrece una respuesta totalmente satisfactoria, sino que, como se verá, han de combinarse a fin de poder justificar adecuadamente la impugnación en casos como los examinados⁽⁴³⁾.

En cualquier caso, debe intentarse encuadrar tales hipótesis en las causas de impugnación previstas en el artículo 115 de la LSA [para la importancia en la práctica

(42) Para una exposición de los distintos argumentos que se esgrimen en la doctrina alemana, cfr. WINTER: op. cit., pp. 267 y 268; NOACK: op. cit., pp. 157-162; RODEMANN: op. cit., pp. 86-94. Respecto del ordenamiento y la doctrina españoles, PAZ-ARES: op. cit., pp. 38-41.

(43) Aunque en ocasiones se trate de reducir su planteamiento a una postura en concreto, este tipo de orientación puede reconocerse, entre otros, en ZÖLLNER: *GmbH-Gesetz*, op. cit., § 47 Rdn. 79; SCHMIDT, K.: op. cit., § 45 Rdn. 116.

de este aspecto, de nuevo, SSTS de 10 de diciembre de 2008 (*RJ* 2009, 17); de 6 de marzo de 2009 (*RJ* 2009, 2793), y de 6 de marzo de 2009 (*RJ* 2009, 2794)]. Por las mismas razones de seguridad jurídica a las que responden los límites que, en general, se imponen al ejercicio de estas acciones, no debiera concluirse la existencia de un nuevo motivo de impugnación, si es posible encontrar apoyo en alguno de aquellos tipificados legalmente⁽⁴⁴⁾.

Por ello tampoco se antoja suficiente con invocar la economía procesal. Según ha podido apreciarse, el recurso a la impugnación sólo puede reconocerse en la medida en que se admita la ejecución específica de las obligaciones contenidas en un pacto parasocial y el ejercicio de una acción de remoción dirigida a sustituir el acuerdo social alcanzado mediante el incumplimiento de dicho pacto. Atendiendo a las consecuencias prácticas que se alcanzarían por esta vía, semejantes a las que se persiguen con la impugnación, se trata de explicar la posibilidad de impugnar directamente el acuerdo social adoptado en violación del pacto a partir de la economía procesal o el principio *dolo facit qui petit quod redditurs est*⁽⁴⁵⁾.

El argumento de la economía procesal ha provocado, sin embargo, algunas dudas en parte de la doctrina. De seguir este razonamiento, se advierte, como en el caso de una acción de remoción, podría recurrir a la impugnación de un acuerdo social el socio que gracias a un pacto parasocial dispusiera de una mayoría cualificada o simple, sin que pudiera exigirse, en cambio, que todos los socios fueran parte del pacto⁽⁴⁶⁾. Y aunque se considerara que una acción de remoción tampoco puede ejercerse salvo cuando todos los socios forman parte del pacto parasocial, la economía procesal, por sí sola, no explicaría adecuadamente la impugnación⁽⁴⁷⁾. En cualquier caso, apelando únicamente a la economía procesal sigue sin indicarse la causa que conforme a la legislación societaria permite impugnar el acuerdo social.

(44) No obstante, PAZ-ARES: “El *enforcement...*”, cit., pp. 39-40, aunque posteriormente se considere que la impugnación puede igualmente fundarse en una infracción de los estatutos o una lesión del interés social (pp. 40 y 41). Cfr. asimismo ULMER: “Verletzung schuldrechtlichen Nebenabreden”, cit., pp. 1853 y 1854, quien a partir de la consideración de estos supuestos como un caso de levantamiento del velo infiere una nueva causa de impugnación no prevista legalmente.

(45) PAZ-ARES: “El *enforcement...*”, cit., pp. 38 y 39. La economía procesal también es la razón en la que se ha apoyado el BGH (*NJW* 1983, p. 1911), convirtiendo así la excepción *dolo petit* en fundamento de la demanda de impugnación: ULMER: “Verletzung schuldrechtlichen Nebenabreden”, cit., pp. 1849, 1853 y 1854. Apelan a la economía procesal asimismo SCHMIDT, K.: op. cit., § 45 Rdn. 116; HAPP: “Stimmbindungsverträge und Beschlufanfechtung - Besprechung der Entscheidung BGH WM 1983, 334”, *ZGR* 1984, pp. 172-174.

(46) WINTER: op. cit., p. 275. Cfr., de hecho, en ese sentido, HAPP: op. cit., pp. 177 y 178.

(47) Especialmente críticos con el BGH, entre otras razones, por basar sus resoluciones simplemente en la economía procesal, ULMER: “Verletzung schuldrechtlichen Nebenabreden”, op. cit., pp. 1849 y 1850; WINTER: op. cit., p. 276; RODEMANN: op. cit., p. 90. En la doctrina austríaca, VAVROVSKY: op. cit., p. 124.

2. La equiparación a los estatutos sociales

En supuestos como los que se analizan se ha defendido para justificar la impugnación de acuerdos sociales que en determinados pactos parasociales cabe encontrar elementos para la comprensión o interpretación de los estatutos. La infracción del pacto se traduciría, por consiguiente, en una violación de normas estatutarias⁽⁴⁸⁾.

Al contrario, se defiende que los estatutos deben interpretarse siempre objetivamente y no subjetivamente en consideración de los pactos parasociales suscritos por los socios⁽⁴⁹⁾. Pero, precisamente, en supuestos en que todos los socios son parte de un pacto parasocial, resulta más discutible que los estatutos hayan de interpretarse objetivamente en todo aquello que únicamente afecte a las relaciones internas entre los socios⁽⁵⁰⁾.

La otra objeción que podría oponerse a esta tesis consiste en su escasa relevancia para la práctica, puesto que la impugnación sólo se concedería cuando se encontrara una cláusula estatutaria para cuya comprensión o interpretación pudiera recurrirse al pacto parasocial⁽⁵¹⁾. Pero esta consideración no afecta a la validez del argumento en sí mismo y, por otra parte, se comprobará que hay acuerdos sociales adoptados incumpliendo un pacto parasocial suscrito por todos los socios que sólo cabría impugnar por esta vía.

Sin embargo, se va más allá cuando, para explicar la impugnación de acuerdos sociales por infracción de pactos parasociales, se considera que dichos pactos, al igual que los estatutos, forman parte del contrato de sociedad⁽⁵²⁾. Este tipo de razonamiento conlleva importantes peligros. Llevado a sus extremos, la posibilidad de impugnación no debiera limitarse a los acuerdos sociales adoptados infringiendo un pacto parasocial suscrito por todos los socios, sino que podría defenderse que el incumplimiento del

(48) ZÖLLNER: *GmbH-Gesetz*, cit., § 47 Rdn. 79; SCHMIDT, K.: op. cit., § 45 Rdn. 116. Cfr. también PAZ-ARES: “El enforcement...”, op. cit., p. 40 (nota 78).

(49) ULMER: “Verletzung schuldrechtlichen Nebenabreden”, op. cit., pp. 1851 y 1852; WINTER: op. cit., pp. 270 y 271.

(50) NOACK: op. cit., pp. 84 y 159. En un sentido parecido, SCHMIDT, K.: *Gesellschaftsrecht*, 4. Aufl., Köln-Berlin-Bonn-München, § 5 I 4 c), y también, con carácter más general, WIEDEMANN: *Gesellschaftsrecht*, I, München, 1980, § 3 II 2. En HAPP: op. cit., pp. 169 y 170, se sugiere incluso que la Sentencia del BGH de 20 de enero de 1983, al admitir la impugnación de acuerdos sociales por infracción de pactos parasociales, está en realidad interpretando subjetivamente los estatutos a partir de lo dispuesto en tales pactos, aunque en dicha resolución se afirme expresamente lo contrario. Respecto del ordenamiento austríaco, a favor también de que pueda recurrirse a un convenio de voto para interpretar los estatutos sociales, VAVROVSKY: op. cit., p. 124, que cita, en el mismo sentido, la Sentencia del OGH de 11 de marzo de 1996.

(51) Cfr. ULMER: “Verletzung schuldrechtlicher Nebenabrede”, op. cit., p. 1852.

(52) SÁEZ LACAVE: op. cit., pp. 4, 9 y 24. En general, para ideas en una línea semejante, puede consultarse NOACK: op. cit., pp. 101 y ss., esp. 117 y 118.

pacto conlleva las mismas consecuencias que la violación de los estatutos⁽⁵³⁾. En una posición más moderada, podría apoyar la impugnación cuando al menos interviene en el pacto una mayoría suficiente para modificar los estatutos⁽⁵⁴⁾. Por las razones que se ha indicado, no puede compartirse esta conclusión.

En realidad, quien defiende la integración del contrato de sociedad con lo dispuesto en los pactos parasociales, circunscribe este planteamiento a aquellos pactos que vinculan a todos los socios⁽⁵⁵⁾. Del mismo modo, la mayor parte de la doctrina que se refiere a la eficacia corporativa de los pactos parasociales en sociedades de capital confiere a esta expresión un sentido bastante restringido, utilizándola, más bien, para describir los resultados que se alcanzan tras admitir la impugnación de acuerdos sociales por infracción de pactos parasociales⁽⁵⁶⁾. Por consiguiente, la conclusión sobre el carácter corporativo de los pactos parasociales suscritos por todos los socios no explica ni la razón ni los límites de semejante afirmación.

3. La concreción del deber de fidelidad y el interés social

A fin de justificar la impugnación de acuerdos sociales por violación de pactos parasociales en que intervienen todos los socios, se considera en buena parte de la doctrina alemana que en esos supuestos se estaría ante una violación del deber de fidelidad de los socios (*Treupflichtverletzung*)⁽⁵⁷⁾. Entre nosotros, se considera también que un acuerdo parasocial adoptado infringiendo un pacto parasocial suscrito por todos los socios es contrario entonces al deber de fidelidad y, por consiguiente, lesivo del interés social [en cuanto al resultado, asimismo STS de 10 de febrero de 1992 (*RJ* 1992, 1204)]⁽⁵⁸⁾.

De esta forma se resuelven algunas de las dudas que había suscitado en la doctrina el argumento en torno al deber de fidelidad. Parece claro que los deberes fiduciarios de los socios no sólo se predicán respecto de la sociedad, sino de unos frente a

(53) Tal y como denuncia WINTER: op. cit., pp. 268 y 269.

(54) Y, de hecho, cfr. NOACK: op. cit., p. 167, aunque exija a tales efectos que los socios ajenos al pacto lo conozcan en el momento en que se adopta el acuerdo social que se adopta incumpléndolo.

(55) También SÁEZ LACAVE: op. cit., esp. pp. 4, 8 y 26.

(56) ZÖLLNER: *GmbH-Gesetz*, op. cit., § 47 Rdn. 79, que, en consecuencia, habla de una “*um-grenze körperschaftsrechtliche Wirkung*”; o SCHMIDT, K.: *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, op. cit., § 45 Rdn. 116, § 47 Rdn. 38 y 53; y con más claridad íd.: *Gesellschaftsrecht*, op. cit., § 5 I 5. Incluso puede verse lo afirmado en NOACK: op. cit., p. 101.

(57) ZÖLLNER: *GmbH-Gesetz*, op. cit., § 47 Rdn. 79; SCHMIDT, K.: *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, op. cit., § 45 Rdn. 116; íd.: *Gesellschaftsrecht*, op. cit., § 5 I 5; EHRICKE: op. cit., p. 65. En cuanto al ordenamiento austríaco, pueden verse las sentencias del OHG de 5 de diciembre de 1995 y de 26 de agosto de 1999, así como VAVROVSKY: op. cit., p. 124.

(58) PAZ-ARES: “*El enforcement...*”, op. cit., p. 41; SÁEZ LACAVE: op. cit., pp. 21 y 22, que se apoyan en cuanto a la relación de los deberes fiduciarios y el interés social en ALFARO: *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Madrid, 1995, pp. 21 y ss.

otros⁽⁵⁹⁾. El problema consiste en decidir si tales deberes pueden concretarse a partir del contenido de pactos parasociales. En contra, se afirma que deben encontrar necesariamente su fundamento en los estatutos⁽⁶⁰⁾. Sin embargo, el deber de fidelidad sirve al interés social o común de los socios, que puede venir concretado por todos ellos en un pacto parasocial al margen del contrato de sociedad, pues los requisitos de forma y publicidad que se imponen a los estatutos pretenden proteger a futuros socios o a otros terceros que se relacionen con la sociedad, pero no a los socios entre sí, quienes pueden determinar por unanimidad los fines que debe perseguir la sociedad y los medios con que esos fines han de alcanzarse⁽⁶¹⁾. Además, con este tipo de razonamiento se explica en gran medida que el deber de fidelidad y el interés social puedan concretarse únicamente en pactos parasociales en que intervienen todos los socios. Cuando algunos socios no son parte del pacto parasocial, al contrario, el deber de fidelidad y el interés social han de determinarse a partir exclusivamente de los estatutos. Lo mismo debería valer, como regla, para los administradores que no ostenten simultáneamente la condición de socio.

Con todo, puede resultar complicado recurrir a la justificación de la impugnación a partir del deber de fidelidad de los socios y el interés social ante el incumplimiento de pactos parasociales en que todos los socios asumen obligaciones frente a terceros⁽⁶²⁾. Parece que el acuerdo sólo podría impugnarse si se ha infringido entre los socios dicho deber de fidelidad⁽⁶³⁾. Lo cual implica que algunos socios deben haber respetado el pacto. Es más, conforme a las normas en materia de legitimación activa para la impugnación de acuerdos anulables, sólo dichos socios podrían impugnar el acuerdo, siempre y cuando se hubiera cumplido con los demás requisitos que en tal caso se exigen legalmente (artículo 117.2 de la LSA).

También pueden encontrarse dificultades para fundamentar en una lesión del interés social la impugnación de acuerdos sociales en cuya adopción se infringen normas procedimentales contenidas en un pacto parasocial, como las reglas sobre la formación de la voluntad dentro de un sindicato de voto. Por definición, parece que esa clase de pactos son neutrales respecto del interés social⁽⁶⁴⁾. De hecho, parte de la doctrina descarta expresamente la impugnación en tales hipótesis y admite el recurso a la impugnación sólo cuando el contenido del pacto parasocial incumplido determina

⁽⁵⁹⁾ Por todos, ZÖLLNER: *GmbH-Gesetz*, cit., Anh. § 47 Rdn. 52. Para ulteriores referencias bibliográficas y la traslación de esta idea a nuestro ordenamiento, puede consultarse ALFARO: op. cit., pp. 34-37.

⁽⁶⁰⁾ Fundamentalmente, ULMER: “Verletzung schuldrechtlichen Nebenabreden”, op. cit., p. 1852. Cfr. también NOACK: op. cit., p. 162; RODEMANN: op. cit., pp. 89 y 90.

⁽⁶¹⁾ EHRICKE: op. cit., pp. 29-34. En la misma línea, VAVROVSKY: op. cit., pp. 124 y 125.

⁽⁶²⁾ Para la polémica que plantean los convenios de voto frente a terceros y su relación con el deber de fidelidad de los socios, RODEMANN: op. cit., pp. 27 y ss.

⁽⁶³⁾ Cfr. SCHMIDT, K.: *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, op. cit., § 45 Rdn. 117.

⁽⁶⁴⁾ En la doctrina italiana, aunque en relación con los límites a la eficacia de tales pactos parasociales, JAEGER: op. cit., p. 247; SEMINO: op. cit., p. 381.

en concreto el sentido del voto que habían de emitir los socios⁽⁶⁵⁾. En otros casos, por tanto, sólo podría recurrirse a la impugnación si cabe considerar que el contenido del pacto parasocial contribuye a interpretar una determinada cláusula estatutaria.

4. El levantamiento del velo

Casos como los que aquí se consideran se han entendido como supuestos de levantamiento del velo⁽⁶⁶⁾. Los defensores de esta opinión consideran asimismo que debe restringirse la posibilidad de impugnar un acuerdo social por la infracción de un pacto parasocial, incluso cuando en el pacto intervienen todos los socios⁽⁶⁷⁾. Por tanto, no parece que este punto de vista pueda llevar a defender la nulidad del acuerdo social por fraude de ley con el que se incumple un pacto parasocial⁽⁶⁸⁾. Entender estos casos como levantamiento de velo, al contrario, conduce igualmente a considerar el pacto parasocial equivalente a los estatutos o al interés social⁽⁶⁹⁾.

En realidad, las críticas parecen, más bien, dirigidas en general a la doctrina jurisprudencial del levantamiento del velo. A fin de evitar equívocos, puede hablarse de problemas de levantamiento del velo (*Durchgriffsprobleme*), en el sentido de que existen determinados grupos de casos, en los que se cuestiona si debe mantenerse estrictamente la separación entre la persona jurídica y sus miembros a la hora de

(65) ZÖLLNER: *GmbH-Gesetz*, cit., § 47 Rdn. 79; NOACK: op. cit., pp. 166 y 167, que entiende, además, necesario que el pacto parasocial se refiera a una decisión en particular y no contenga reglas duraderas.

(66) Una orientación semejante puede verse en ULMER: “Verletzung schuldrechtlichen Nebenabreden”, op. cit., pp. 1853-1855; WINTER: op. cit., pp. 277 y 278; HÜFFER: op. cit., § 47 Rdn. 84. Cfr. también SCHMIDT, K.: *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, cit., § 45 Rdn. 116. Entre los autores españoles, FERNÁNDEZ DEL POZO: op. cit., p. 174; y un apunte en esta dirección ya en DUQUE: “Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas”, en ALONSO UREBA/DUQUE/ESTEBAN VELASCO/GARCÍA VILLASVERDE/SÁNCHEZ CALERO: *Derecho de sociedades anónimas*, I, Madrid, 1991, p. 89.

(67) ULMER: “Verletzung schuldrechtlichen Nebenabreden”, op. cit., p. 1855, que defiende una reducción de los supuestos de impugnación a los casos de lesiones inequívocas y gravemente abusivas. WINTER: op. cit., p. 278, quien admite la impugnación sólo cuando la eficacia de los pactos parasociales se agota en un caso concreto y no se perjudican de manera inmediata los intereses de terceros. Se trata, por lo demás, de la principal crítica a esta corriente: cfr. NOACK: op. cit., p. 161.

(68) No obstante, cfr. PAZ-ARES: “El enforcement...”, op. cit., p. 40.

(69) Así, SCHMIDT, K.: *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, op. cit., § 45 Rdn. 116. Asimismo, PAZ-ARES, en URÍA/MENÉNDEZ: *Curso de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 2006, p. 597, para concluir una infracción estatutaria. Respecto del ordenamiento austríaco la Sentencia del OHG de 26 de agosto de 1999 también alude al levantamiento del velo para considerar infringidos los deberes fiduciarios de los socios con la adopción de un acuerdo social por incumplimiento de un pacto parasocial (cfr. VAVROVSKY: op. cit., p. 122). En la STS de 24 de septiembre de 1987 (*RJ* 1987, 6194)], sin embargo, la doctrina del levantamiento del velo se aplica para entender que frente a una sociedad anónima aparentemente unipersonal existían realmente dos socios, y concluir así que se había infringido la cláusula estatutaria que exigía para la adopción de acuerdos en junta el voto favorable de dos socios como mínimo, salvo cuando hubiera un único socio.

interpretar o aplicar ciertas normas y determinar los sujetos a los que se deben imputar las consecuencias jurídicas que de esas normas se derivan⁽⁷⁰⁾. Es lo que sucede con los pactos parasociales suscritos por todos los socios ante los cuales la sociedad no puede considerarse un tercero⁽⁷¹⁾.

En definitiva, el que se señale que se está ante un problema de levantamiento del velo ayuda simplemente a explicar que cuando todos los socios son parte de un pacto parasocial los estatutos se pueden interpretar subjetivamente conforme a él, que a partir de un pacto parasocial suscrito por todos los socios cabe concretar el deber de fidelidad de los socios y el interés social, y que en esos supuestos, pero únicamente en éstos, es posible reconocer, por todo lo anterior, una limitada eficacia corporativa a los pactos parasociales en sociedades de capital.

V. CONCLUSIONES

En resumen, la impugnación de acuerdos sociales por infracción de pactos parasociales sólo debe admitirse cuando todos los socios son parte del pacto y puede, en consecuencia, afirmarse que la sociedad contra la que se dirige la acción no es un tercero respecto de sus socios. La impugnación ha de fundarse en que el acuerdo adoptado incumpliendo el pacto resulta anulable por contravenir los estatutos o lesionar el interés social. Para que haya infracción de los estatutos es necesario que alguna de sus cláusulas pueda interpretarse subjetivamente a partir de lo pactado por todos los socios. Para que haya violación de los deberes fiduciarios de los socios o una lesión de los intereses de la sociedad, éstos deben poder entenderse concretados por todos los socios en el pacto, lo que implica que éste ha de tener un contenido preciso que obligue a un determinado comportamiento respecto de los derechos de voto, sin que sea suficiente con que se dejen de observar las reglas procedimentales para la formación de la voluntad en el seno del pacto. Sin embargo, el que se admita la impugnación del acuerdo social ante pactos parasociales que incluyan una previsión concreta respecto de la conducta a seguir por los socios, no significa que puedan además derivarse otras consecuencias jurídicas del incumplimiento del pacto que, al contrario, requieren de su constancia en estatutos⁽⁷²⁾.

(70) De este modo, SCHMIDT, K.: *Gesellschaftsrecht*, op. cit., § 9 II 3 a).

(71) NOACK: op. cit., p. 164. Igualmente, PAZ-ARES: “El *enforcement...*”, op. cit., p. 36.

(72) En general, lo que sólo puede ser acordado con determinada eficacia en los estatutos no puede exigirse con esa eficacia a partir de lo previsto en un pacto parasocial: RODEMANN: op. cit., p. 95. Y, en particular, la violación de un pacto parasocial no puede conllevar la exclusión del socio incumplidor: LUTTER: op. cit., § 54 Rdn. 21; WINTER: op. cit., pp. 265 y 269; BUNGEROTH, en KROPFF/SEMLER, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, II, München, 2003, § 54 Rdn. 30. En la doctrina española, PAZ-ARES: “El *enforcement...*”, op. cit., p. 37; *contra*, SÁEZ LACAVE: op. cit.,

Los estrechos límites con que puede admitirse la posibilidad de impugnar un acuerdo social por el incumplimiento de lo dispuesto en un pacto parasocial no autorizan una reconstrucción de este tipo de negocios por la cual se les atribuya una naturaleza semejante a la de los estatutos ni siquiera en lo que respecta a sociedades cerradas y aunque participen en el pacto todos los socios. Sólo con carácter descriptivo y las debidas salvedades puede hablarse entonces de una eficacia corporativa de determinados pactos parasociales. Los estatutos, por el contrario, contienen reglas previstas para incidir en la esfera jurídica de sujetos distintos de aquellos que constituyen inicialmente la sociedad. De ahí las reglas sobre forma y publicidad así como ciertas restricciones a la autonomía de la voluntad que se imponen en la configuración de los estatutos. Los pactos parasociales, por definición, no son parte del contrato social, precisamente porque los socios así lo han decidido. Cuando, no obstante, ante el incumplimiento de pactos suscritos por todos los socios se pretenden excepcionalmente consecuencias similares a la infracción de normas estatutarias habría de preguntarse, con carácter previo, si el contenido de esos pactos podría haber formado parte de los estatutos. En caso contrario, más que sobre la eficacia del pacto frente a la sociedad, debería comenzar por discutirse la eficacia del pacto entre los mismos socios.

pp. 15 y 16. Para ello sería necesario, al menos, establecer en los estatutos como prestación accesorial la obligación de cumplir el pacto parasocial: PAZ-ARES: “El *enforcement*...”, op. cit., p. 42 (nota 84); FERNÁNDEZ DEL POZO: op. cit., p. 181; al respecto cfr. también PÉREZ MILLÁN: “Sobre los pactos parasociales”, op. cit., pp. 394 y 395.

Noticias

1. SENTENCIA DEL TJCE SOBRE LA UTILIZACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El 23 de diciembre de 2009, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (Sala Tercera) hizo pública su Sentencia en el asunto *Spector* (C45/08). Su texto completo puede consultarse en: <http://curia.europa.eu/jurisp/cgi-bin/form.pl?lang=es>. La sentencia se ha dictado en respuesta a una petición de decisión prejudicial planteada, con arreglo al artículo 234 de la CE, por un Tribunal belga (*Hof van beroep te Brussel*).

Los antecedentes del caso (apartados 11 a 22 de la sentencia) afectan a la sociedad cotizada belga Spector Photo Group NV (en adelante Spector) y a uno de sus directivos. Spector había anunciado un plan de opciones sobre acciones a favor de sus empleados, cuya ejecución requería la disposición de acciones poseídas por la propia sociedad o, en su caso, la entrega de aquellas acciones previamente adquiridas en el mercado. Para dar cumplimiento a ese plan, Spector anunció en el año 2002 que tendría que adquirir en el mercado más de 45.000 de sus propias acciones. Entre mayo y agosto de 2003, Spector compró 27.773 acciones. Posteriormente hizo públicas determinadas informaciones sobre sus resultados y su política comercial que provocaron un alza en la cotización de las acciones de la sociedad.

La autoridad supervisora belga, *Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen* (en adelante, CBFA), consideró que algunas de esas compras constituyeron operaciones con información privilegiada legalmente prohibidas, acordando sendas sanciones a Spector (multa de 80.000 euros) y al directivo que había ordenado la compra de las acciones (multa de 20.000 euros).

Los sancionados interpusieron recurso ante el Tribunal belga ya citado. En el marco de ese procedimiento se plantearon determinadas cuestiones acerca de la trasposición al Derecho belga de la Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) (publicada en DOUE L 96, de 12 de abril de 2003, pp. 16 y ss.). Ante el planteamiento del debate, el Tribunal belga decidió suspender el procedimiento y plantear ante el Tribunal de Justicia seis cuestiones prejudiciales:

“1) ¿Constituyen las disposiciones de la Directiva [2003/6], en particular su artículo 2, una armonización exhaustiva, con la excepción de las disposiciones que dejan explícitamente a los Estados miembros aplicar libremente sus medidas, o bien forman en su totalidad una armonización mínima?

2) ¿Debe interpretarse el artículo 2, apartado 1, de la Directiva [2003/6] en el sentido de que el mero hecho de que una persona mencionada en el artículo 2 [apartado 1] párrafo primero, de dicha Directiva [que] posea información privilegiada, adquiera o ceda, o intente adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, instrumentos

financieros a los que se refiera la información privilegiada, implica al mismo tiempo que hace uso de tal información privilegiada?

3) En caso de respuesta negativa a la segunda cuestión, ¿debe admitirse que para la aplicación del artículo 2 de la Directiva [2003/06] se requiere una decisión deliberada de utilizar una información privilegiada? Si no es necesario que tal decisión se recoja por escrito, ¿se exige que la decisión de utilizarla se desprenda de circunstancias que no sean susceptibles de otra interpretación o bien basta con que puedan entenderse las circunstancias como tales?

4) En caso de que, con motivo de la comprobación del carácter proporcionado de una sanción administrativa, mencionada en el artículo 14 de la Directiva 2003/06, deban tenerse en cuenta los beneficios obtenidos, ¿debe admitirse que la publicación de la información que ha de calificarse de privilegiada influyó efectivamente de manera apreciable en la cotización del instrumento financiero?

En caso de respuesta afirmativa, ¿qué nivel de oscilación debe existir como mínimo en la cotización para que pueda tener la consideración de apreciable?

5) Con independencia de si la oscilación de la cotización tras la publicación de la información debe ser o no apreciable, ¿qué período debe tenerse en cuenta tras la publicación de la información para determinar el nivel de oscilación de la cotización y en qué fecha procede ubicarse para, al objeto de establecer la sanción adecuada, calcular la ventaja patrimonial obtenida?

6) A la luz de la comprobación del carácter proporcionado de la sanción, ¿debe interpretarse el artículo 14 de la Directiva [2003/6] en el sentido de que, si un Estado miembro ha introducido la posibilidad de imponer una sanción penal acumulada a la sanción administrativa, a la hora de apreciar el carácter proporcionado ha de tenerse en cuenta la posibilidad y/o la cuantía de la condena económica de carácter penal?”.

En el procedimiento presentaron alegaciones no sólo las partes implicadas (los sancionados y la CBFA), sino también distintos Gobiernos europeos (los de Bélgica, Alemania, Francia, Irlanda, Italia, Chipre, Portugal y Reino Unido), además de la Comisión Europea. En contra de las dudas planteadas por la CBFA y algunos Gobiernos, el Tribunal de Justicia admitió tramitar la petición de decisión prejudicial.

Al analizar las cuestiones, abordó en primer lugar la segunda y tercera, que el Tribunal entendió que debía examinar de forma conjunta y prioritaria. Estas cuestiones apuntan a cómo entender el concepto de “utilización de información privilegiada” que figura en el artículo 2.1 de la Directiva 2003/6/CE y, de forma más precisa si basta para afirmar que se está ante una operación con información privilegiada “que un poseedor primario de información privilegiada efectúe una operación de mercado con instrumentos financieros a los que se refiere esta información o si es, además, necesario determinar que esta persona ha ‘utilizado’ dicha información ‘con conocimiento de causa’”.

A esta cuestión dedica la sentencia sus apartados 30 a 38 y en ellos concluye el Tribunal que el citado precepto de la Directiva “define de manera objetiva las operaciones con información privilegiada sin que la intención que las inspira entra de mane-

ra explícita en su definición, y ello con el fin de lograr una armonización uniforme del Derecho de los Estados miembros”. Así como que “la reunión de los elementos constitutivos de la operación con información privilegiada contemplados en el artículo... permite, por lo tanto, presumir la intención del autor de esta operación”.

Mas esa conclusión la matiza a continuación la misma sentencia recordando que la presunción basada en los elementos que contempla el artículo 2.1 de la Directiva no puede vulnerar el principio de presunción de inocencia, que integra un derecho cuyo respeto garantiza también el propio Tribunal (apartados 39 y 40). La presunción de que se está ante una operación de información privilegiada, admite siempre prueba en contrario y debe quedar garantizado el derecho de defensa.

El Tribunal recuerda cuál es el fundamento de la definición objetiva de los elementos constitutivos de las operaciones prohibidas, que no es otro que el de la defensa de la integridad de los mercados y, en concreto, la garantía de la igualdad de condiciones de los inversores (apartados 47 a 49). Citando la exposición de motivos de la propuesta que dio origen a la Directiva 2003/6/CE, se considera que la prohibición de la utilización de información privilegiada trataba de descartar que su poseedor obtuviera ventaja en detrimento de otros sujetos del mercado que no la conocieran. A partir de ahí cobra gran importancia cómo se define lo que constituye el núcleo de la prohibición: qué es y qué no es información privilegiada. El artículo 1 de la citada Directiva dice que es “información de carácter concreto, que no se haya hecho pública” y que “de hacerse pública podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros...”. La información señala la misma Directiva que se entenderá que es precisa “si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a [una conclusión sobre] el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”.

Sin embargo, procede matizar esa general y contundente definición en determinadas situaciones en las que los hechos reclaman un examen en profundidad para concluir que se está ante una actuación realmente prohibida a la vista de su impacto sobre las finalidades que persigue la prohibición de operaciones de información privilegiada: la utilización de una información privilegiada “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”.

La siguiente cuestión que abordó la Sentencia del TJCE fue la primera de las transcritas, señalando que a la vista de la posición expresada en la respuesta a las cuestiones segunda y tercera, la hipótesis de la que partía aquella cuestión no concurría.

Las cuestiones cuarta y quinta planteaban uno de los problemas más evidentes en el tratamiento de las operaciones con información privilegiada. Se trata de los criterios de valoración sobre la influencia que la publicación de la información pudiera tener sobre la cotización y sobre el período que debe analizarse al respecto. A partir de la fundamentación de la Directiva 2003/6/CE y del contenido de su artículo 14.1, el Tribunal concluye que “la ventaja económica resultante de una operación con información privilegiada puede constituir un elemento pertinente para determinar una sanción efectiva, proporcionada y disuasoria. El método de cálculo de esta ventaja económica y, en particular, la fecha o el período que debe tomarse en consideración corresponden al ámbito del Derecho nacional”.

El último precepto de la Directiva es interpretado con respecto a la última cuestión, a la que se responde que “si un Estado miembro ha previsto, además de las sanciones administrativas contempladas en esta disposición, la posibilidad de imponer una sanción pecuniaria de carácter penal, no debe tenerse en cuenta, a efectos de la apreciación del carácter efectivo, proporcionado y disuasorio de la sanción administrativa, la posibilidad y/o la cuantía de una eventual sanción penal posterior”.

Juan Sánchez-Calero

2. LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO (SOCIMI): SU REGULACIÓN POR LA LEY 11/2009

1. Contenido y contexto de la Ley 11/2009

La Ley 11/2009, de 26 de octubre (BOE del martes 27 de octubre de 2009) —que entró en vigor el 28 de octubre de 2009, siendo de aplicación a los períodos impositivos iniciados a partir del 1 de enero de 2009 (disposición final duodécima)—, ha establecido el régimen legal de las SOCIMI con la finalidad de introducir en nuestro mercado una figura semejante a la que se conoce en los mercados más desarrollados con el nombre de REITS (Real Estate Investment Trusts). Esto es, crear unas sociedades anónimas cotizadas que tengan por objeto la inversión, directa o indirecta, en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que gocen de un régimen fiscal favorable, que se extenderá a sus socios. Con ello se pretende permitir que los pequeños y medianos inversores puedan acceder a la inversión en activos inmobiliarios de manera profesional, con una cartera de activos diversificada y disfrutando desde el primer momento de una rentabilidad mínima al exigir la Ley que las SOCIMI distribuyan dividendos en un porcentaje muy significativo.

El contexto de la introducción en nuestro Derecho de estas SOCIMI viene determinado por dos factores esenciales:

a) En primer lugar, por el carácter mixto o ambivalente de estas SOCIMI porque pretenden producir efectos beneficiosos tanto en el mercado inmobiliario, ya que buscan dinamizar el mercado del alquiler; como en el mercado de instrumentos financieros, ya que buscan ampliar la gama de valores disponibles para la inversión con las acciones de estas SOCIMI, que deberán negociarse necesariamente en un mercado de valores regulado. Con ello, nuestro legislador sigue la senda de introducir instituciones financieras para la mejora del mercado inmobiliario, trazada en su día con la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria [véase al respecto nuestro estudio “Instituciones Financieras para la mejora del mercado inmobiliario: los Fondos de Titulización (en particular, los Fondos de Titulización Hipotecaria) y las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias (en particular, los Fondos de Inversión Inmobiliaria)”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 3, 2008, pp. 37 a 58].

b) En segundo lugar, la introducción de la SOCIMI debe tomar en consideración la pre-existencia, desde 1992, de Instituciones de Inversión Colectiva de carácter inmobiliario con forma de Fondos de Inversión Inmobiliaria y Sociedades de Inversión Inmobiliaria (véase nuestro estudio “Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y su vertebración jurídica en España”, en AA.VV.: *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria*, Ed. Aranzadi, 2009, pp. 31 y ss.). Aun cuando las SOCIMI comparten su objeto con estas IIC inmobiliarias, presentan características que las diferencian de ellas y que permiten albergar la esperanza de que puedan tener una implantación efectiva en el mercado, a diferencia de la vida lánguida de aquellas IIC inmobiliarias que recibió la “puntilla” (si se nos permite la expresión taurina) con la crisis de los Fondos de Inversión Inmobiliaria [véase al respecto nuestro estudio “La crisis de los Fondos de Inversión Inmobiliaria: especial referencia al caso de Santander Banif Inmobiliario FII”, en la *RDBB* núm. 114 (2009), pp. 279 a 280].

2. Las SOCIMI como sociedades anónimas especiales

La caracterización legal de las SOCIMI como sociedades anónimas especiales hace que se rijan por la LSA y el RRM, salvo en los aspectos específicamente regulados en la Ley 11/2009 (artículo 1.2). En concreto, se trata de los siguientes aspectos:

a) Su objeto social, establecido en sus estatutos [artículo 9.c) de la LSA y artículo 117 del RRM], que se configura como un objeto social mixto que, en su parte principal, debe consistir en las actividades previstas en el artículo 2 de la Ley 11/2009 y, en su parte accesorio, puede consistir en cualquier otro tipo de actividades que no supongan el 15% o más de las rentas de las SOCIMI. En cuanto al objeto social principal, la inversión inmobiliaria en el mercado de alquiler de las SOCIMI puede hacerse de dos maneras:

- De forma directa, mediante la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento [artículo 2.1.a)].
- De forma indirecta, mediante la tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI o en el de otras entidades no residentes en territorio español

que tengan el mismo objeto social que aquéllas y que estén sometidas a un régimen similar al establecido para las SOCIMI en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios; en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen establecido para las SOCIMI en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios y cumplan los requisitos de inversión y financiación ajena; y la tenencia de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003 [artículo 2.1.b), c) y d)].

b) Su denominación, que debe incluir la indicación “Sociedad Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario, Sociedad Anónima”, o su abreviatura, “SOCIMI, SA” (artículo 5.4).

c) Su capital social, que debe cumplir tres tipos de requisitos especiales: en primer lugar, debe alcanzar un mínimo de 15 millones de euros (artículo 5.1, cfr. artículo 4 de la LSA). En segundo lugar, las aportaciones no dinerarias para la constitución o ampliación del capital que se efectúen en bienes inmuebles deberán tasarse en el momento de su aportación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 38 de la LSA (artículo 5.2). Y, en tercer lugar, sólo podrá haber una clase de acciones (artículo 5.3, cfr. artículo 41 de la LSA).

d) Su régimen financiero, que viene determinado por tres aspectos: en primer lugar, sus inversiones deben cumplir los requisitos establecidos en el artículo 3 de la Ley 11/2009. En segundo lugar, estarán obligadas a distribuir en forma de dividendos a sus accionistas, una vez cumplidas las obligaciones mercantiles que correspondan, el beneficio obtenido en el ejercicio, debiéndose acordar su distribución dentro de los seis meses posteriores a la conclusión de cada ejercicio, en la forma establecida en el artículo 6 de la Ley 11/2009. En tercer lugar, el saldo de la financiación ajena no podrá superar el 70% del activo de la entidad (artículo 7).

e) Su transparencia contable, porque, en la memoria de las cuentas anuales, las SOCIMI que hayan optado por la aplicación del régimen fiscal especial establecido en la Ley 11/2009, crearán un apartado con la denominación “Exigencias informativas derivadas de la condición de SOCIMI, Ley 11/2009”, en la que se incluirá la información detallada en el apartado 1 del artículo 11 de la Ley.

3. Las SOCIMI como sociedades cotizadas

Las acciones de las SOCIMI deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo (artículo 4).

Esta caracterización legal de las SOCIMI como sociedades cotizadas hace que les resulte aplicable el estatuto de este tipo de sociedades anónimas, contenido en la LMV

y en su abundante y compleja normativa de desarrollo reglamentario, salvo en los aspectos específicamente regulados en la Ley 11/2009 (artículo 1.2).

Por lo anterior, se producen los siguientes efectos típicos para las SOCIMI:

a) En primer lugar, las acciones de las SOCIMI deberán estar representadas por anotaciones en cuenta (apartado 5 de la disposición adicional primera de la LSA), no podrán estar sometidas a restricciones a su libre transmisibilidad y tendrán un precio objetivo de cotización en el mercado regulado respectivo. Además, los aumentos de capital que realice la SOCIMI tendrán la calificación automática de oferta pública (apartado 3 de la disposición adicional primera de la LSA) y, en ellos, el derecho de suscripción preferente de los socios estará sometido a un régimen especial tanto en su ejercicio como en su eventual exclusión (artículos 158 y 159 de la LSA). Por otra parte, las SOCIMI tendrán un límite máximo del 10% de autocartera (artículo 75.2 de la LSA) y deberán cumplir deberes especiales de información cuando realicen negocios sobre sus propias acciones (artículo 53 bis de la LMV).

b) En segundo lugar, las SOCIMI deberán cumplir las obligaciones de transparencia societaria, contable, financiera (artículos 35, 35 bis y 36 de la LMV) y política (artículo 53 de la LMV), propias de las sociedades cotizadas.

c) Por último, el gobierno corporativo de las SOCIMI debe cumplir las reglas especiales que afectan tanto al funcionamiento de sus órganos sociales (artículos 113 y ss. de la LMV) como a la transparencia de aquel gobierno corporativo y de los sistemas de retribución de sus administradores (artículos 116 y ss. de la LMV).

4. Las SOCIMI como sociedades con un régimen fiscal específico

Las SOCIMI, así como las entidades residentes en territorio español que tengan el mismo objeto social principal y estén sometidas al mismo régimen de distribución de beneficios y cumplan iguales requisitos de inversión y financiación, podrán optar por la aplicación en el Impuesto sobre Sociedades del régimen fiscal especial regulado en la Ley 11/2009, que también será de aplicación a sus socios. Esta opción deberá adoptarse por la junta general de accionistas y comunicarse a la Delegación de la Agencia Estatal de Administración Tributaria del domicilio fiscal de la entidad, antes de los tres últimos meses previos a la conclusión del período impositivo (artículo 8).

El régimen fiscal especial de las SOCIMI en el Impuesto sobre Sociedades se caracteriza, básicamente, por la exención en el 20% de las rentas procedentes del arrendamiento de viviendas y en la aplicación de un tipo de gravamen de un 18% (artículo 9).

El régimen fiscal especial de los socios de las SOCIMI se caracteriza, básicamente, porque, cuando el perceptor sea un sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, la renta a integrar en la base imponible correspondiente al dividendo distribuido al tipo del 18% será el resultado de multiplicar por 100/82 el ingreso contabilizado correspondiente a los dividendos percibidos; mientras que si el perceptor es un contribuyente del IRPF, el dividendo percibido se considerará renta exenta de dicho impuesto (artículo 10).

5. Contenido adicional de la Ley 11/2009

La Ley 11/2009 incorpora, en sus disposiciones finales, dos tipos de previsiones:

- a) Las modificaciones de las leyes tributarias (LIS, LITPAJD, LIVA) que vienen impuestas por el nuevo régimen fiscal de las SOCIMI (disposiciones finales segunda y ss.).
- b) Las modificaciones de otras leyes (LIIC, LMV, Ley 25/1964 y Ley 54/1997) que se hacen aprovechando la ocasión.

6. Conclusión

Las SOCIMI se presentan como instituciones ambivalentes porque pretenden producir efectos benéficos en el maltrecho mercado inmobiliario sobre la base de proporcionar liquidez y rentabilidad constante a los inversores que participen en estas sociedades mediante el reconocimiento de un régimen fiscal privilegiado tanto a las propias SOCIMI como a sus socios que queda condicionado al cumplimiento de los requisitos legales que modelan este tipo societario especial.

Alberto Javier Tapia Hermida

3. MUJERES EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN: EL INFORME DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA CNMV DE 2008

El día 30 de diciembre de 2009 la CNMV publicó en su *web* el *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales ejercicio 2008* (en adelante, el *Informe*). Estamos ante un nuevo informe como los que, con periodicidad anual, viene publicando la CNMV desde el ejercicio 2004, todos ellos de gran interés práctico para pulsar el estado del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas.

El *Informe*, (al que se hace referencia en la entrada “Informe CNMV: Gobierno Corporativo 2008”; <http://jsanchezcalero.blogspot.com/2009/12/informe-cnmv-gobierno-corporativo-2008.html>), amén de tratar acerca de muchas otras materias propias del gobierno corporativo de las cotizadas, dedica un apartado, titulado “Diversidad de género”, a la delicada cuestión de la presencia de mujeres en los Consejos de administración de las sociedades cotizadas, materia a la que vengo dedicando diversos estudios en los últimos años, con la reciente publicación en concreto de la monografía *Las mujeres en la nueva regulación de los Consejos de Administración de las sociedades mercantiles españolas*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor 2009, 470 pp. Por ello dedico este breve trabajo a analizar los aspectos más relevantes, a mi juicio, que el *Informe* presenta sobre dicha cuestión.

El citado apartado del *Informe* me llama la atención, en una primera aproximación, tanto por lo que omite como por lo que dice.

Por un lado, se hace hincapié, ya desde el primer párrafo que dedica a esta materia (p. 32), en las recomendaciones del CUBG sobre el desafío que supone lograr una adecuada diversidad de género en los Consejos de administración en el plano de la ética, la política y la responsabilidad social corporativa, y se alude al objetivo de eficiencia que, a su juicio, supondría cumplir ese desafío. El *Informe* insiste en que el CUBG recomienda que las sociedades donde exista escasa presencia de mujeres en el Consejo hagan un esfuerzo deliberado por buscar posibles candidatas cada vez que deba cubrirse alguna vacante en sus órganos de administración.

Es, como mínimo, asombroso que la CNMV, mirándose al ombligo, se refiera una y otra vez (v. gr., pp. 32, 83, 84 del *Informe*) a las recomendaciones del CUBG, y que, sin embargo, no haga ni siquiera alusión a la Ley orgánica 3/2007, de 22 de marzo (que fue publicada en el *BOE* del 23 de marzo de 2007 y entró en vigor al día siguiente, con excepción de lo previsto en el artículo 71.2 —referido a “factores actuariales” en contratos de seguros o afines— que entró en vigor el 31 de diciembre de 2008), para la igualdad efectiva de mujeres y hombres (en adelante, Ley de igualdad).

Como es bien sabido dicha Ley de igualdad recoge los requerimientos comunitarios de igualdad entre sexos (como la Directiva 2002/73/CE, de igualdad de trato entre hombres y mujeres, ahora refundida en la Directiva 2006/54/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y la Directiva 2004/113/CE del Consejo, de 13 de diciembre de 2004, sobre aplicación del principio de igualdad de trato entre hombres y mujeres en el acceso a bienes y servicios de suministro) y diseña *ex novo* un amplio conjunto de medidas para promover la igualdad efectiva de mujeres y hombres en distintos ámbitos de la vida social —y también en las empresas privadas—. Una de las medidas que establece la Ley de igualdad para lograr la igualdad real y efectiva de mujeres y hombres es el impulso a la participación de las mujeres en los Consejos de administración de las sociedades mercantiles privadas. Se incorpora este “empujón” a las empresas privadas en el artículo 75 de la Ley, que es el último artículo del pequeño título VII rotulado “La igualdad en la responsabilidad social de las empresas” (con la inclusión de este apartado específico, se sigue una “tendencia constante y creciente en nuestro tiempo”, como manifiesta EMBID IRUJO, J.M: “Igualdad de género y poder de decisión en la empresa. La participación de las mujeres en los Consejos de administración de las sociedades mercantiles”, *El Cronista del Estado social y democrático de Derecho*, Iustel, número 0, octubre de 2008, p. 86). Dicho artículo 75 de la Ley de igualdad dice:

“Participación de las mujeres en los Consejos de administración de las sociedades mercantiles.

Las sociedades obligadas a presentar cuenta de pérdidas y ganancias no abreviada procurarán incluir en su Consejo de administración un número de mujeres que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres en un plazo de ocho años a partir de la entrada en vigor de esta Ley.

Lo previsto en el párrafo anterior se tendrá en cuenta para los nombramientos que se realicen a medida que venza el mandato de los consejeros designados antes de la entrada en vigor de esta Ley”.

Puede discutirse que este texto tenga carácter imperativo o dispositivo, e incluso puede debatirse si debe interpretarse, como es mi opinión, de forma extensiva (puesto que se trata de un precepto incluido en una Ley orgánica y de desarrollo de derechos fundamentales) o no. Pero no cabe la menor duda de que se trata de un texto posterior en el tiempo, muy superior en rango jerárquico —en realidad con un rango en la jerarquía normativa del que carece, por más que se quiera disimular por los “*cruzados del neoliberalismo*”, el *soft law*—, claramente más concreto en la incorporación de valores y mucho más exigente en los objetivos a lograr.

En mi opinión, ni es admisible que la CNMV silencie el contenido de la Ley orgánica de igualdad en esta materia, porque el artículo 75 de esta Ley es una norma de la mayor importancia formal y de fondo, que no puede ignorarse deliberadamente, ni tampoco puede comprenderse que la CNMV se dé por satisfecha con el análisis de la proyección de la aplicación de unos criterios de *soft law* por parte de las sociedades cotizadas, máxime cuando son más viejos y menos exigentes que la legislación vigente en el tiempo a que se refiere el *Informe*.

Por otro lado, y pasando ya al estado del análisis de lo que el *Informe* dice sobre la presencia de mujeres en los Consejos de las sociedades cotizadas, en cambio, por desgracia, su contenido es poco sorprendente, pues viene a corroborar lo que es una realidad histórica y perpetua en la composición de los órganos de administración de las cotizadas españolas.

La CNMV explica que “se ha registrado un ligero incremento (0,6%) de la presencia de mujeres en los consejos de las sociedades cotizadas”. Lo cierto es que este incremento, en mi opinión, más que ligero es casi inapreciable; peca, pues, el *Informe* de excesivamente complaciente con la desafortunada realidad en la materia. Los objetivos del artículo 75 de la Ley de igualdad, a esta “*impresionante*” ligera velocidad, tardarían más de una generación en conseguirse, pues habría que pensar en el horizonte de casi cincuenta y cuatro años, esto es, en el horizonte de la década de los sesenta del presente siglo, muy rebasado, por tanto, el más cercano año 2015 que previene la Ley de igualdad para que se haya plasmado en la realidad la composición equilibrada de los Consejos de administración de las sociedades mercantiles grandes (40% / 60%).

Es más, el *Informe* ratifica que al cierre del ejercicio 2008, el 46,3% de las sociedades cotizadas no contaban con ninguna mujer en su Consejo de administración, frente al 48,6% en 2007, cambio porcentual asimismo misérrimo.

También es un dato revelador de la ausencia de poder real de las mujeres en los Consejos el hecho, que refleja el *Informe*, de que el porcentaje de mujeres ejecutivas sea bastante escaso: “históricamente se ha mantenido por debajo de la media de mujeres en los consejos y en 2008 ha descendido hasta situarse en el 3,6%”. Del mismo modo, se refleja que el porcentaje de mujeres que ocupan el cargo de presidente del Consejo incluso descendió al 3,6% (5% en 2007), porcentaje que representa el 2,2% para el cargo de consejera delegada (también inferior al ejercicio 2007, en el que dicho

porcentaje era de un 3%). Al igual que en 2007, la representación de las mujeres en la Comisión ejecutiva (5,5%) es inferior a la del Consejo (8,1%), mientras que en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones (8,3%) y en el Comité de Auditoría (10%) el porcentaje de mujeres es “*ligeramente superior*”.

Los datos que acabo de referir reflejan que a las mujeres consejeras no se les atribuyen funciones ejecutivas. Se mantiene la inercia de dotar a las mujeres de funciones técnicas, lo que revela que, a juicio de las empresas, tienen la formación suficiente, pero no llegan a los puestos de decisión, todo ello siempre, por supuesto, muy matizado, porque insisto en que los porcentajes de mujeres siguen siendo tan bajos que no son nunca muy significativos.

Sí me parece positivo, en cambio, que se haya producido un incremento de la presencia femenina en los Consejos en la tipología de consejeros independientes, que ha pasado de representar un 4% en 2005 a un 11,7% en 2008, pues entiendo que es en el ámbito de los consejeros independientes y de los consejeros ejecutivos, más que en el de los dominicales, donde se revela la verdadera implantación de las mujeres *per se* en los órganos de administración de las sociedades cotizadas, abstracción hecha de que éstas pertenezcan o no a familias propietarias de paquetes significativos de acciones.

El *Informe* también se refiere a la diversidad de género en los órganos de gobierno de las cajas de ahorro durante el período 2005 a 2008. Resulta interesante observar que si bien la proporción de mujeres en el órgano de administración de las cajas (18,7%) sigue siendo más baja que en la Asamblea general (25,1%), su presencia es netamente superior a la registrada en los consejos de las sociedades cotizadas (8,1%). A pesar de que las cajas de ahorro no estén sujetas, en principio, al artículo 75 de la Ley de igualdad —debe dejarse noticia, en todo caso, de la creciente aproximación del régimen de las cajas de ahorro al de las sociedades mercantiles, de lo que es buena muestra la nueva disposición adicional tercera de la Ley de modificaciones estructurales de 3 de abril de 2009, introducida, con absoluta falta de ciencia de la legislación y deprisa y corriendo en su tramitación en el Senado, a través de la disposición final cuarta de la Ley 27/2009, de 30 de diciembre, de medidas urgentes para el mantenimiento y el fomento del empleo y la protección de las personas desempleadas— es revelador su mayor nivel de cumplimiento de los objetivos de composición equilibrada en sus órganos de administración. Ahora bien, esta mejor situación de las cajas no es tampoco satisfactoria. Todos los porcentajes muestran una media de mujeres netamente inferior a la de hombres en las Comisiones de control (la presencia de mujeres en la Comisión de control se ha reducido respecto a 2007 y es la más baja de los órganos de gobierno), y en las Comisiones delegadas: durante 2008 el número de mujeres en las Comisiones delegadas de los órganos de gobierno de las cajas se ha situado en el 12,2%; y “con carácter general, el número de comisiones delegadas con presencia de mujeres nula, es muy elevado. En el 40,5% de las cajas, ninguna mujer ocupa el cargo de vocal de la Comisión ejecutiva, este porcentaje asciende al 61,9% para el caso de la Comisión de retribuciones, para la Comisión de auditoría al 62,5% y a un 69% en las Comisiones de inversiones”.

En definitiva, queda mucho camino por recorrer en el tejido societario español de las grandes empresas para llegar a hacer real el objetivo marcado por la Ley de igual-

dad de la composición equilibrada en los órganos de administración. Y si no se dan pasos reales para cambiar la orientación que se está siguiendo, será difícil —o imposible— que ese objetivo se cumpla. El camino ha de recorrerse y la velocidad, sin duda, debe incrementarse.

M.^a Isabel Huerta Viesca

4. GRAN BRETAÑA: EXIGENCIA DE INFORMACIÓN SOBRE RECLAMACIONES RECIBIDAS

La *Financial Services Authority* (FSA) —autoridad encargada de la supervisión financiera en Gran Bretaña— hizo público el pasado mes de enero de 2010 el siguiente documento: *Publication of Complaints Data* que puede descargarse a través de la página web de dicha Institución (www.fsa.gov.uk).

Este documento tiene su origen en el debate que ha seguido a distintas iniciativas de la FSA con respecto a la introducción de una mayor transparencia en el mercado financiero. En mayo de 2008 la FSA presentó el documento titulado *Transparency as Regulatory Tool* y un año después, en julio de 2009 sometió a consulta pública el documento *Transparency as a Regulatory Tool and Publication of Complaints Data*. El documento que reseñamos expresa una posición de política legislativa clara a favor de la transparencia exigible a las instituciones financieras con respecto a las reclamaciones de sus clientes. La FSA ha aprobado nuevas reglas que entrarán en vigor el 6 de abril de 2010. La norma más relevante es la que afecta a aquellas instituciones, que al informar a la FSA, declaren haber recibido más de 500 reclamaciones en el período de seis meses. En este caso, se exige un documento adicional consistente en un sumario que detalle los siguientes extremos:

- “the number of complaints received during the period;
- the number of complaints closed;
- the percentage of closed complaints upheld; and
- the percentage of complaints which had been closed within eight weeks”.

Las estimaciones de la FSA apuntan a que serán unas 175 entidades las que, en función del número de reclamaciones recibidas, estarán obligadas a ese especial deber de información.

Juan Sánchez-Calero

5. NUEVA CIRCULAR APLICABLE A LAS SOCIEDADES DE TASACIÓN

Los efectos de la crisis económica se han hecho sentir en especial sobre el mercado inmobiliario español y su financiación. La revisión de los precios y de las valoraciones atribuidas a inmuebles ha resultado exigible a partir de la nueva situación que ha obligado a las entidades de crédito a articular soluciones corporativas y comerciales singulares para hacer frente al hundimiento del mercado citado.

En ese escenario se ha aprobado la Circular 2/2009, de 18 de diciembre, del Banco de España a sociedades y servicios de tasación homologados (BOE de 31 de diciembre de 2009). Con ella se modifica la precedente Circular 3/1998, de 27 de enero, que regulaba la información a rendir ante el Banco de España. La nueva Circular actualiza los deberes de información de las sociedades de tasación relativos a sus accionistas pero también a su balance y cuenta de resultados, así como el procedimiento de presentación. Se produce una aproximación a la regulación aplicable en esta misma materia con respecto a las demás entidades supervisadas por el Banco de España.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

6. LEY 16/2009, DE 13 DE NOVIEMBRE, DE SERVICIOS DE PAGO: TRANSPOSICIÓN EN ESPAÑA DEL RÉGIMEN COMUNITARIO ARMONIZADO

El pasado 4 de diciembre entró en vigor la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago (cuya publicación en el Boletín Oficial del Estado (“BOE”) tuvo lugar el 14 de noviembre de 2009) (en adelante, la “LSP”). La LSP constituye la herramienta inicial de transposición al ordenamiento español del texto de la Directiva 2007/64/CE, de 13 de noviembre de 2007, del Parlamento y del Consejo, de servicios de pago en el mercado interior (la “DSP”). El objeto fundamental de la LSP, siguiendo el espíritu de la DSP, es la creación de un marco jurídico homogéneo y moderno que permita fomentar la competencia de los prestadores de servicios en toda la comunidad y articular jurídicamente la creación efectiva de un espacio único de pagos en ella (SEPA [*Single European Payment Area*]). Dicho marco jurídico se compone, por el momento, de la DSP y el Reglamento (CE) núm. 924/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, relativo a los pagos transfronterizos en la Comunidad y por el que se deroga el Reglamento (CE) núm. 2560/2001 (el “Reglamento”).

A pesar de que no es objeto de esta noticia llevar a cabo una exposición detallada de los términos e implicaciones del Reglamento, sí destacaremos que con él (i) se

extiende el principio de igualdad de tarifas de los pagos nacionales y transfronterizos en euros (las transferencias, los pagos con tarjeta y las retiradas de efectivo ya estaban contempladas en la versión anterior del Reglamento) a los adeudos domiciliados (hasta 50.000 euros), (ii) se introducen normas temporales sobre las tasas multilaterales de intercambio entre los bancos, y (iii) se fija noviembre del 2010 como plazo para la plena puesta en marcha de los adeudos directos.

Se entiende que SEPA “será una realidad cuando todos los pagos en euros realizados en la zona del euro sean considerados pagos internos y la actual distinción entre pagos nacionales y transfronterizos haya desaparecido” (*La Zona Única de Pagos para el Euro (SEPA): Un Mercado integrado de pagos al por menor* —Folleto del Eurosistema, BCE, noviembre de 2006—). A estos efectos, la DSP y el Reglamento tratan de conseguir, en la medida de lo posible que, por medio de su transposición, los Estados miembros den virtualidad a este proyecto SEPA.

No obstante, la transposición de la DSP al ordenamiento jurídico español no se ha completado con la promulgación de la LSP, que se ha centrado, en líneas generales, en la regulación de aquellas disposiciones cuyo tratamiento requería rango legal, creando así un marco jurídico general que adolece del grado de detalle y concreción al que insta la DSP, el cual ha quedado pospuesto para un ulterior desarrollo reglamentario (lo que producirá la completa transposición de la DSP).

El texto de la LSP ha optado por seguir la estructura y el propio contenido de la DSP; por tanto, se ha centrado en los siguientes puntos: (i) la definición de los servicios de pago regulados por la LSP y la delimitación de los sujetos autorizados para su prestación, (ii) el régimen jurídico de las entidades de pago, (iii) el régimen de transparencia e información aplicable a los servicios de pago, y (iv) los derechos y obligaciones de usuarios y proveedores de servicios de pago respectivamente.

1. Objeto y ámbito de aplicación de la LSP (título I)

La LSP configura la prestación de servicios de pago como una actividad reservada a ciertas entidades que, de forma exclusiva, podrán realizar con carácter profesional las actividades que se encuentran comprendidas dentro del ámbito de los servicios de pago.

Enumera los servicios de pago a los que se aplica su régimen, entre los que se comprenden (i) la ejecución de operaciones de pago, incluidas entre otras transferencias, adeudos directos y operaciones mediante tarjeta; (ii) los ingresos y retiradas de efectivo en una cuenta de pago y todas las operaciones necesarias para la gestión de la propia cuenta de pago; (iii) la emisión y adquisición de instrumentos de pago; (iv) el envío de dinero; y (v) la ejecución de operaciones de pago en las que se transmita el consentimiento del ordenante a cada ejecución mediante dispositivos de telecomunicación, digitales o informáticos, y se realice el pago a través del operador correspondiente, que actúa únicamente como intermediario entre el usuario de servicios de pago y el prestador de bienes y servicios.

Sin perjuicio de lo anterior, se dejan fuera de su ámbito de aplicación un amplio elenco de servicios de pago entre los que se encuentran (i) las operaciones de pago por

las que un proveedor de servicios de pago pone fondos a disposición del beneficiario mediante la expedición de documentos en papel como cheques, vales, giros postales u otros efectos; (ii) las operaciones de pago relacionadas con la gestión de carteras, o con amortizaciones o ventas por parte de entidades autorizadas para la custodia de instrumentos financieros; (iii) las operaciones de pago efectuadas por cuenta propia entre proveedores de servicios de pago y sus agentes o sucursales; o (iv) las operaciones de pago entre empresas del mismo grupo, siempre que se realicen sin la intervención de intermediarios, a través de un proveedor de servicios de pago que no pertenezca al propio grupo.

En relación con la excepción (iv), es preciso destacar que, si bien el texto de la LSP coincide con la versión española de la DSP, la versión inglesa de ésta señala que, en este supuesto, las operaciones de pago entre empresas del mismo grupo deben ser a través de un proveedor de servicios de pago que, de hecho, pertenezca al mismo grupo. La lógica nos indica que el supuesto recogido en la versión inglesa de la DSP es el que ha de cualificar como excepción. Hay que destacar que la interpretación literal del precepto, tal y como está, daría lugar al absurdo de que, en aquellos casos en los que los servicios de pago fueran prestados a un grupo de empresas por un proveedor de servicios de pago, éstos quedarían exentos (lo que a todas luces parece contrario a la finalidad perseguida por la DSP). A pesar de que consideramos que el presente precepto debiera ser rectificado, por el momento su dicción literal dice lo que dice y, salvo que se matice (no puede regularse en contra por virtud del principio de jerarquía normativa), hemos de considerar que debe aplicarse en su redacción vigente.

2. Proveedores autorizados para prestar servicios de pago (título II)

La LSP, con carácter adicional a las entidades de crédito (las cuales ya se hallaban facultadas para la prestación de los servicios de pago) habilita para la prestación de ciertos servicios de pago a la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos, SA, el Banco de España y la Administración General del Estado, las Comunidades Autónomas y las Entidades Locales (cuando no actúen en su condición de autoridades públicas) y crea una nueva figura, a cuya regulación dedica todo el título III, denominada entidad de pago (“EP”).

Las EP son entidades de nuevo cuño, distintas de las entidades de crédito y las entidades de dinero electrónico, cuya supervisión corresponde al Banco de España, y a las que se autorizará para realizar todos o algunos servicios de pago enumerados en la LSP. No obstante, en ningún caso podrán llevar a cabo la captación de depósitos u otros fondos reembolsables del público, ni emitir dinero electrónico.

La LSP no entra a regular muy en profundidad la figura de las EP limitándose a reproducir literalmente el texto de la DSP y dejando aquellas materias en las que la DSP planteaba alternativas y concedía a los Estados miembros libertad para elegir la opción que reputasen más conveniente (capital mínimo, recursos propios, régimen de garantías, etc.) a un posterior desarrollo reglamentario. Sin perjuicio de lo anterior, habilita al Ministerio de Economía y Hacienda para autorizar la creación de EP así como el establecimiento en España de sucursales de EP extracomunitarias (en lo referente a EP comunitarias el régimen será el de comunicación entre supervisores).

3. Transparencia de las condiciones del servicio y requisitos de información aplicables (título III)

La finalidad de este título es establecer una línea de contorno capaz de encuadrar el modo y la forma en la que se desarrollarán las relaciones contractuales derivadas de la contratación entre un proveedor de servicios de pago y un usuario de éstos. El detalle y rigor que tiene el título III de la DSP trae causa de su finalidad tuitiva del consumidor, constituyendo este título materia libremente disponible por las partes cuando ninguna de ellas es consumidor.

El contenido y el tipo de información y condiciones relativas a la prestación del servicio de pago que debe proporcionarse al usuario del servicio de pago así como el momento en el que hay que hacerlo, es uno de los aspectos remitidos a posterior desarrollo reglamentario (hasta que dicha circunstancia suceda será de aplicación, entre otros preceptos legales, y en relación con los servicios financieros prestados a distancia, el artículo 7.1 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, de comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores). No obstante, es conveniente señalar que la LSP, en relación con el cumplimiento de lo dispuesto en este título y su desarrollo reglamentario, impone la carga de la prueba al prestador del servicio.

4. Derechos y obligaciones del proveedor y del usuario de servicios de pago (título IV)

La LSP incluye un amplio elenco de derechos y obligaciones derivados de la relación contractual entre el proveedor de servicios de pago y el usuario para la protección de los derechos de los clientes de servicios financieros.

Asimismo, incide en el buen uso de los instrumentos de pago, incrementa de manera notable el nivel de protección de los usuarios, tanto a nivel general como en relación con cada uno de los aspectos sustanciales de la relación contractual previstos, es decir, los relativos a los gastos aplicables, la autorización de operaciones de pago y la ejecución de órdenes de pago. Llegando hasta el punto de exigir a los prestadores de servicios de pago la disponibilidad de medios adecuados y gratuitos que permitan al usuario de un instrumento de pago la notificación sobre su extravío, sustracción o utilización no autorizada, así como de medios que permitan demostrar que se ha efectuado dicha comunicación durante los 18 meses siguientes a ella.

Con carácter general, la LSP prohíbe a los proveedores de servicios de pago el cobro de comisión alguna por facilitar aquella información que tenga carácter imperativo o por el cumplimiento de las medidas correctivas o preventivas, salvo en tres casos excepcionales en que el proveedor de servicios y el usuario podrán convenir el pago de dichos gastos: (i) notificación del rechazo de una ejecución de una operación de pago cuando dicha negativa esté objetivamente justificada (sin especificar la Directiva cuáles pueden considerarse causas objetivamente justificadas); (ii) gastos por la revocación de una orden de pago tras los plazos estipulados para su irrevocabilidad, cuando el contrato marco así lo permita; y (iii) gastos por las gestiones realizadas para

la recuperación de fondos del usuario cuando éste haya facilitado un identificador único incorrecto en una operación de pago.

En España, hasta fechas muy recientes y a diferencia de lo que sucedía en la mayor parte de los países, las transferencias bancarias nacionales en euros únicamente se podían emitir con todas las comisiones y gastos a cargo del ordenante de la transferencia. Sin embargo, desde el 17 de octubre de 2006, el Sistema Nacional de Compensación Electrónica está en condiciones técnicas de aceptar transferencias en las que el ordenante haya decidido una forma de reparto de los costes diferente a la tradicional. Esto supone no sólo la posibilidad de que existan comisiones diferentes en la emisión de una transferencia bancaria nacional en euros en función de la opción de pago elegida por el ordenante, sino también que las entidades pueden tarifar comisiones por el abono de una transferencia recibida cuando su ordenante haya indicado que las comisiones y gastos son compartidos entre él y el beneficiario de la transferencia.

El texto de la LSP ha venido a fijar de forma normativa y definitiva el reparto de los gastos ocasionados por la operación de pago entre el ordenante y el beneficiario (“SHARE”), debiendo hacerse cargo cada usuario de los gastos cobrados por su proveedor.

5. Responsabilidad en caso de operaciones de pago no autorizadas

El proveedor de servicios de pago deberá devolver de inmediato al ordenante el importe de la operación no autorizada y, en su caso, restablecer en la cuenta de pago en que se haya adeudado el importe el estado que habría existido de no haberse efectuado dicha operación. En este caso, el ordenante sólo soportará (i) hasta un máximo de 150 euros las pérdidas derivadas de operaciones de pago no autorizadas resultantes de la utilización de un instrumento de pago extraviado o sustraído, o (ii) el total de las pérdidas consecuencia de operaciones de pago no autorizadas que sean fruto de su actuación fraudulenta o del incumplimiento, deliberado o por negligencia grave.

Por otro lado, se establece un mecanismo, diferente al hasta ahora existente, para el caso de devolución de operaciones de pago autorizadas, según el cual sólo podrá llevarse a cabo su devolución (salvo que el proveedor y el usuario del servicio de pago lo hubiesen convenido de otro modo en el contrato marco) en el supuesto de que: (i) cuando se dio la autorización, ésta no especificara el importe exacto de la operación de pago, y (ii) si tal importe supera el que el ordenante podía razonablemente prever de acuerdo con sus anteriores pautas de gasto, por contra de la libertad de devolución existente hasta el momento.

En cualquier caso, corresponderá al proveedor de servicios de pago demostrar que una operación de pago fue correctamente autorizada, registrada y contabilizada cuando un usuario niegue haber autorizado tal operación, ya ejecutada, o alegue que ésta se ejecutó de manera incorrecta.

6. Otros aspectos destacados y de implantación de la LSP

Se somete a las EP al régimen sancionador de la Ley 26/1988, de intervención y disciplina de las entidades de crédito, y al procedimiento sancionador establecido para

los sujetos que participan en los mercados financieros. Este régimen se hace extensible a las personas físicas o jurídicas que posean una participación significativa en una EP.

Tendrán la consideración de normas de ordenación y disciplina de los proveedores de servicios de pago, entre otras, las disposiciones de la LSP relativas al régimen jurídico de las EP, a las obligaciones de transparencia de las condiciones del servicio y requisitos de información aplicables, y al procedimiento de reclamación extrajudicial para la resolución de litigios.

Los contratos que las entidades de crédito tengan suscritos con su clientela para la regulación de las condiciones de prestación de servicios de pago sujetos a la LSP seguirán siendo válidos, pero deberán adaptarse a la nueva normativa en el plazo de 12 meses (18 meses para los contratos de tarjeta de crédito o débito), ello sin perjuicio de la aplicación desde la entrada en vigor de la LSP de las condiciones más favorables para el cliente cuando éste sea una persona física. Una vez enviado el contrato modificado, el silencio de tres (3) meses por parte del usuario del servicio de pago será considerado como positivo.

Ana García Rodríguez

7. PLAN DE ACTIVIDADES DE LA CNMV PARA 2010

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha difundido un documento titulado “Plan de Actividades de la CNMV 2010” y que puede consultarse en su página *web*. Continúa así con lo que constituye una buena práctica administrativa que viene practicando esa institución desde el año 2007 y que consiste en publicar anualmente un plan de trabajo que detalle cuáles son los objetivos que la Comisión va a intentar completar luego a lo largo del citado período. En la introducción la CNMV explica que este Plan de Actividades se encuentra condicionado en el año 2010 por una serie de factores.

Primero, por las reformas acordadas internacionalmente y que se han puesto en marcha como respuesta a la crisis financiera a lo largo de los dos últimos años.

Mención particular merece la iniciativa europea que está planteando la creación de tres autoridades supervisoras de nivel europeo que tendrán capacidad para dictar normas, intervenir en situaciones de conflicto entre supervisores y ejercer alguna facultad de supervisión. El segundo factor es el papel que a la CNMV le va a corresponder durante la Presidencia Europea en el asesoramiento al Gobierno cara a la discusión de la normativa aplicable a los Mercados de Valores.

Al final de su introducción (p. 9), la CNMV detalla lo que son los aspectos principales de su Plan de Actividades 2010, en los siguientes términos:

“Con relación al Plan de Actividades, en primer lugar, la CNMV culminará los desarrollos normativos pendientes en el ámbito de las empresas de servicios de inversión, las instituciones de inversión colectiva y las entidades de capital riesgo. En lo que respecta a las sociedades emisoras, cabe destacar la actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas y el mantenimiento de un papel activo en la *promoción de reflexiones normativas* en ámbitos como la operativa en corto, el sistema de compensación y liquidación español o la operativa de autocartera.

En segundo lugar, y en línea con una de las principales lecciones obtenidas tras la crisis, la CNMV dedicará especial atención a los aspectos relacionados con la *mejora de la transparencia* sobre los distintos aspectos relevantes de la actividad financiera. Para ello se mantendrá el rigor en la supervisión del cumplimiento de las normas vigentes de información financiera para las sociedades emisoras y se seguirá dedicando especial atención a la información que se suministre al inversor minorista, ya sea por parte de las entidades que prestan servicios de inversión o por los propios emisores de valores. En el ámbito de la transparencia, cabe señalar las actuaciones de la CNMV destinadas a continuar con la práctica de difusión de sus criterios y recomendaciones.

En tercer lugar, la CNMV hará especial *hincapié en la revisión de determinados aspectos de la supervisión de la prestación de servicios de inversión* por parte de las entidades habilitadas, así como en el cumplimiento de las nuevas normativas. Así mismo, la mejora de los mecanismos de detección de posibles prácticas de abuso de mercado constituye un buen objetivo para el presente ejercicio, en línea con las iniciativas de ejercicios anteriores.

Una cuarta área de especial relevancia es la *mejora de la formación y protección de los inversores*, especialmente de los inversores minoristas. Para este ejercicio se prevé un importante impulso al Plan de Educación Financiera (PEF), proyecto conjunto con el Banco de España que se inició en 2008 y que cuenta con el apoyo de los tres supervisores financieros, tras la incorporación de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

Finalmente, la CNMV *dedica especial atención a la mejora de la flexibilidad y la eficacia de su funcionamiento*, con el objetivo de facilitar la comunicación con los inversores, la tramitación de expedientes con los supervisados y mantener, en última instancia, unos requisitos máximos de seguridad en todas sus actuaciones”.

Juan Sánchez-Calero

8. DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SOBRE LAS PROPUESTAS DE REGLAMENTOS QUE AFECTAN A LAS NUEVAS AUTORIDADES EUROPEAS EN MATERIA FINANCIERA

Una de las principales consecuencias institucionales de la crisis financiera en Europa ha sido la propuesta de creación de un nuevo marco de supervisión financiera. En concreto a lo largo del otoño del año 2009, las instituciones europeas han estado discutiendo las propuestas de tres Reglamentos que deben dar lugar a la creación de, respectivamente, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y, por último, la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

No es sencillo entender el encaje de estas nuevas instituciones en el actual Sistema Europeo de Bancos Centrales y en la relación que puedan tener con otras autoridades de ámbito nacional. Por ello cobran interés las observaciones y respuestas de modificación que al respecto realizó el Banco Central Europeo por medio de su dictamen de 8 de enero de 2010 (DOUE C núm. 13, de 20 de enero de 2010, pp. 1 y ss.). Es obvio que el Banco Central Europeo saluda la creación de estas nuevas agencias por lo que pueda suponer de impulso al proceso de armonización del sector financiero pero también en el plano normativo, lo que sin lugar a dudas va a favorecer tanto la supervisión como las condiciones de competencia y la protección adecuada de los depositantes, los inversores y los consumidores europeos. Las observaciones más interesantes que realiza el dictamen del BCE son las que se refieren a los intercambios de información que puedan llevar a cabo las distintas instituciones, tanto las existentes como las proyectadas. Se trata de garantizar una circulación de la información libre de obstáculos.

El BCE formula en anexo las propuestas concretas de modificación a los textos sometidos a consulta.

Blanca Villanueva García-Pomareda

9. GRAN BRETAÑA: HACIA UNA MAYOR CONCRECIÓN EN LAS MEDIDAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Dentro de las distintas y relevantes reacciones en materia de gobierno corporativo que la crisis financiera ha dejado en Gran Bretaña, en enero de 2010 la *Financial Services Authority* ha presentado un nuevo documento para consulta titulado *Effective corporate governance (Significant influence controlled functions and the Walker review)* y cuyo texto puede consultarse en http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp10_03.pdf. Se trata de una iniciativa que enlaza con los trabajos e informes que se han venido registrando en Gran Bretaña como reacción ante la crisis financiera. Entre esos infor-

mes, juega un especial papel el Informe Walker, cuya versión definitiva se publicó el pasado 26 de noviembre de 2009.

En relación con ese Informe y con los trabajos que se están desarrollando para adaptar el Código de Gobierno Corporativo británico, se publica este nuevo documento que se centra en lo que llaman las funciones con una influencia significativa en la gestión de las empresas. Parte el documento de la consideración de que un gobierno deficiente de las sociedades cotizadas ha constituido un factor importante en la reciente crisis y que obliga a profundizar en las distintas medidas que desde el año 2008 se concentran tanto en el nombramiento como en el desempeño de alguna de esas funciones con influencia significativa.

Para ello se propone un nuevo marco de clasificación de esas funciones. Éstas comprenden cualesquiera que sean asignadas a un individuo que desarrolle una actividad que tenga una incidencia significativa en la marcha de la empresa. A esos efectos, el apartado 2.7 enuncia las nuevas funciones que deberán ser objeto de control particular. Éstas son: el Presidente del Consejo; el Presidente de cualquiera de los Comités de Riesgos, Auditoría o Remuneraciones; el llamado Consejero independiente senior; las funciones significativas que se ejerciten en la sociedad dominante; la función financiera; la función de riesgos y la función de auditoría interna. El documento propone toda una serie de medidas destinadas al reclutamiento, nombramiento y actuación de quienes ocupan cualquiera de esos cargos.

Especial interés presenta el apartado 5 que el documento de consulta contiene con respecto a los consejeros no ejecutivos. Se quiere que éstos adquieran un compromiso de dedicación suficiente para atender las responsabilidades inherentes a ese cargo, de manera que su nombramiento haya tomado en consideración particular la disponibilidad del posible consejero. A los consejeros no ejecutivos se les sigue considerando sujetos esenciales para el buen gobierno de las sociedades y se constata que en muchos casos no llevan a cabo ni una actuación suficiente ni oportuna. Para ello se va a endurecer el régimen de responsabilidad exigible a esos consejeros.

Fernando Barco

10. PROPUESTA DE ACTUALIZACIÓN DEL CÓDIGO UNIFICADO DE BUEN GOBIERNO

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha sometido a consulta pública la que ha denominado *Propuesta de Actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. La consulta se inició el 17 de diciembre de 2009 e invitaba a remitir comentarios antes del 17 de febrero de 2010.

Los antecedentes de la Propuesta presentada por la CNMV son dos. El primero que resulta más claro es la aprobación por la Unión Europea de su Recomendación

3177/2009/CE, de 30 de abril de 2009, en materia de remuneraciones de los administradores de las sociedades cotizadas. Esta Recomendación tenía como finalidad complementar las dos Recomendaciones que se aprobaron en la Unión Europea con respecto a aspectos vinculados con la retribución de los administradores. Se trataba de la Recomendación de 14 de diciembre 2004 (2004/913/EC) sobre retribuciones de consejeros de sociedades cotizadas y la Recomendación de 15 de febrero de 2005 (2005/162/EC) sobre consejeros externos y Comisiones del Consejo. Dado que ambas Recomendaciones figuraban entre los materiales que tomó en cuenta la Comisión redactora del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG), la actualización de este último en el plazo establecido en la reciente Recomendación, resultaba obligada. La actuación de la CNMV se ha puesto en marcha dentro de ese plazo.

El segundo antecedente de la Propuesta es el Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible, sobre todo porque su disposición final séptima modifica de manera muy profunda la Ley del Mercado de Valores (LMV) y, en particular, añade un nuevo apartado 7 al artículo 116 de la LMV por el que se impone el sometimiento a la junta general de un Informe sobre remuneraciones.

En cuanto al contenido de la Propuesta que hace la CNMV afecta a cinco Recomendaciones del CUBG, sustancialmente por medio de adiciones a su texto en vigor, con la excepción de la Recomendación 40 que sufre un cambio más importante, puesto que frente a la detallada información que se recomendaba que plasmara la Memoria sobre retribuciones individuales de los consejeros, se simplifica ahora la redacción de esa Recomendación aconsejando a las sociedades cotizadas que “animen a todos sus accionistas y, en particular, a los institucionales a asistir a las Juntas Generales y hacer en ellas un uso prudente de sus votos cuando se trate de la remuneración de los consejeros”.

Juan Sánchez-Calero

11. LA DIRECTIVA 2009/138/CE DE SEGUROS (SOLVENCIA II)

1. Aspectos generales

En el DOUE del 17 de diciembre de 2009 se publicó la Directiva 2009/138/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) (versión refundida) que tendrá efectos a partir del 1 de noviembre de 2012 y algunos de cuyos preceptos deben ser adaptados por los Estados miembros no más tarde del 31 de octubre de 2012 (artículos 309 y ss.).

Lo primero que cabe destacar de su contenido es su extensión, ya que tiene 142 considerandos, 311 artículos y 7 anexos. El segundo rasgo destacable es su carácter de

texto refundido de la multiplicidad de Directivas vigentes hasta el momento en el sector asegurador, porque esta Directiva 2009/138/CE deroga y refunde las Directivas siguientes: 64/225/CEE, 73/239/CEE, 73/240/CEE, 76/240/CEE, 78/473/CEE, 84/641/CEE, 87/344/CEE, 88/357/CEE, 92/49/CEE, 98/78/CE, 2001/17/CE, 2002/83/CE y 2005/68/CE (ver artículo 310). En consecuencia, el Anexo VI de la Directiva, en su parte A, contiene un listado de las “Directivas derogadas y relación de sus sucesivas modificaciones” y, en su parte B, contiene una “relación de los plazos de trasposición al Derecho interno” de aquellas Directivas; y el Anexo VII contiene una “tabla de correspondencias” entre el articulado de esta nueva Directiva y los preceptos de las Directivas previas. Además, en el título V (artículos 297 y ss.), dedicado a “Otras disposiciones”, cabe destacar la modificación de la Directiva 2003/41/CE (artículo 303). La tercera característica de esta Directiva 2009/138/CE es su complejidad, que se aprecia también en el título VI (artículos 305 y ss.) que contiene las “disposiciones transitorias y finales”.

Por lo tanto, se trata de una Directiva extremadamente compleja que pretende mejorar la regulación comunitaria vigente —aún más compleja por dispersa— en el ámbito de los seguros en la que vemos que se encadenan Directivas que dan nueva redacción a preceptos de Directivas anteriores que derogan y que, en ocasiones, habían derogado a su vez otros preceptos; creando, en definitiva, un panorama tenebroso en el que, con frecuencia, resulta difícil precisar la norma que está vigente y que, en consecuencia, lesiona las exigencias más elementales de seguridad jurídica.

Dicho lo anterior, el objeto de la Directiva 2009/138/CE consiste en regular el acceso y el ejercicio de las actividades de seguro y reaseguro dentro de la Comunidad, la supervisión de los grupos de seguros y reaseguros y el saneamiento y liquidación de las empresas de seguros directos (artículo 1); precisándose su ámbito de aplicación por referencia a los seguros distintos del seguro de vida y al seguro de vida, con las respectivas exclusiones en razón de las dimensiones de las empresas de seguros o de las operaciones u organismos que operan en los seguros distintos del seguro de vida, en los seguros de vida y en el reaseguro (artículos 2 a 12).

2. Regulación de los elementos esenciales de la estructura del mercado de seguros y reaseguros comunitario

La Directiva 2009/138/CE refunde la ordenación de los elementos subjetivos y objetivos que conforman la estructura del mercado de seguros y reaseguros comunitario. Así, en su artículo 13 define los sujetos, los objetos y las funciones de dicho mercado. En cuanto a los primeros, cabe destacar las definiciones de empresas de seguros y reaseguros, de empresas de seguros y reaseguros cautivas y de empresas de seguros y reaseguros de un tercer país. En cuanto a los segundos, destacan las definiciones de reaseguro, grandes riesgos, externalización, riesgos de suscripción, de mercado, de crédito, operacional, de liquidez y de concentración.

3. Regulación de la supervisión del mercado de seguros y reaseguros comunitario

El acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio se basan en la necesaria autorización pública y ésta requiere que los Estados establezcan autoridades de supervisión especializadas. Por lo tanto, otro elemento esencial de la estructura de la regulación del mercado de seguros y reaseguros comunitario es el relativo a dichas autoridades que mantienen una relación de sujeción especial con las empresas aseguradoras y reaseguradoras. De ahí que el capítulo III del título I de la Directiva (artículos 27 y ss.) se ocupe de establecer el marco de armonización de las autoridades de supervisión y del ejercicio de dicha supervisión precisando, entre otros extremos, cuál es el objetivo principal de dicha supervisión, cuáles sus principios generales, qué alcance tiene y cuáles son las facultades generales de supervisión.

A estos efectos, también hay que tener en cuenta las normas sobre secreto profesional, intercambio de información y promoción de la convergencia de la actividad supervisora contenidas en la sección 5 del capítulo IV del título I de la Directiva (artículos 64 a 71).

4. Condiciones de acceso a la actividad de seguro directo o de reaseguro

El principio general consiste en que dicho acceso estará supeditado a la concesión de una autorización previa por las autoridades de supervisión del Estado miembro de origen (definido en el artículo 13.8). Dicha autorización se concederá por ramos conforme a la clasificación de ramos de seguro directo distinto del seguro de vida o de seguro de vida que figuran en los Anexos I y II de la Directiva. Para obtener dicha autorización, las empresas de seguros o reaseguros deberán adoptar una de las formas jurídicas contempladas en el Anexo III —que distingue, en cada Estado comunitario, las formas jurídicas admisibles en las empresas de seguros distintos del seguro de vida, en las empresas de seguros de vida y en las empresas de reaseguros— y cumplir las condiciones de autorización que se establecen en el artículo 18 y que abarcan la exigencia de un objeto social exclusivo, la presentación de un programa de actividades, la disposición de fondos propios básicos suficientes, la capacidad de mantener el sistema de gobernanza previsto, etc. (v. capítulo II del título I, artículos 14 y ss.).

5. Condiciones de ejercicio de la actividad de seguro directo o de reaseguro

Según hemos señalado, las empresas de seguros y reaseguros, para ser autorizadas, deberán acreditar que, en el ejercicio de su actividad, pueden cumplir una serie de condiciones necesarias para garantizar su idoneidad y la protección de los asegurados y del mercado de seguros y reaseguros en general.

La primera condición de ejercicio consiste en que el órgano de administración, dirección o supervisión de la empresa de seguros o reaseguros asuma la responsabilidad última del cumplimiento por dicha empresa de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas que los Estados adopten incorporando los mandatos de la propia Directiva (sección 1 del capítulo IV del título I, artículo 40).

La segunda condición de ejercicio consiste en que la empresa de seguros o reaseguros disponga de un sistema eficaz de gobernanza que garantice una gestión sana y prudente de su actividad. Este sistema de gobernanza se basa en la aptitud y honorabilidad de las personas que dirigen de manera efectiva la empresa o desempeñan otras funciones fundamentales y comprende dos subsistemas (el de gestión de riesgos y el de control interno) y dos funciones (de auditoría interna y actuarial, definidas en el artículo 13.29). Cuando las empresas de seguros o reaseguros externalicen funciones deberán garantizar que siguen respondiendo del cumplimiento de todas sus obligaciones (sección 2 del capítulo IV del título I, artículos 41 y ss.).

La tercera condición de ejercicio consiste en la transparencia que deben mostrar las empresas de seguros y reaseguros, que se concreta en el deber de elaborar un informe anual sobre su situación financiera y su solvencia y que se extiende a la obligación de las autoridades de supervisión de cada Estado miembro de facilitar determinada información al Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación (CESSPJ) (sección 3 del capítulo IV del título I, artículos 51 y ss.).

La cuarta condición de ejercicio afecta tanto a las empresas de seguros y reaseguros como a sus socios, ya que reside en el régimen de evaluación por las autoridades de supervisión de las participaciones cualificadas que adquiera toda persona física o jurídica en una empresa de seguros o reaseguros (sección 4 del capítulo IV del título I, artículos 57 y ss.).

La quinta condición de ejercicio reside en la obligación de las empresas de seguros y reaseguros de auditar sus cuentas anuales, por lo que la Directiva especifica las obligaciones de los auditores (sección 6 del capítulo IV del título I, artículos 72 y ss.).

La sexta condición de ejercicio reside en la solvencia exigible a las empresas de seguros y reaseguros. A estos efectos, la Directiva establece las normas relativas a la valoración de activos y pasivos, las provisiones técnicas, los fondos propios, el capital de solvencia obligatorio, el capital mínimo obligatorio y las inversiones (capítulo VI del título I, artículos 75 y ss.). En concreto, regula la valoración de activos y pasivos, las normas relativas a las provisiones técnicas, los fondos propios (precisando la determinación, la clasificación y la admisibilidad de los fondos propios), el capital de solvencia obligatorio (precisando las disposiciones generales relativas al capital de solvencia obligatorio calculado por medio de la fórmula estándar o de un modelo interno), el capital mínimo obligatorio y las inversiones. Lógicamente, la Directiva regula la situación de las empresas de seguros y de reaseguros en dificultades o en situación irregular (capítulo VII del título I, artículos 136 y ss.).

Una vez establecidas las distintas condiciones de ejercicio, la Directiva se ocupa de otros aspectos funcionales y territoriales de dicha actividad. Así:

- Por una parte, regula el ejercicio simultáneo de la actividad de seguro de vida y de seguro distinto del seguro de vida (capítulo V del título I, artículos 73 y 74).

- Por otro lado, regula las condiciones de ejercicio intracomunitario y extracomunitario de la actividad aseguradora y reaseguradora. En concreto:
 - En cuanto al ejercicio intracomunitario, refunde las normas sobre derecho de establecimiento y de libre prestación de servicios, precisando el establecimiento de las empresas de seguros, la libre prestación de servicios de las empresas de seguros (diferenciando las disposiciones generales y las relativas al seguro de responsabilidad civil resultante de la circulación de vehículos automóviles) y las facultades de las autoridades de supervisión del estado miembro de acogida (diferenciando entre las relativas a los seguros y al reaseguro), con especial atención a los deberes de información estadística y al régimen aplicable a los contratos de las sucursales en los procedimientos de liquidación (capítulo VIII del título I, artículos 145 y ss.).
 - En cuanto al ejercicio extracomunitario, establece el estatuto jurídico de las sucursales establecidas en la Comunidad y pertenecientes a empresas de seguros o de reaseguros que tengan su domicilio social fuera de la Comunidad, precisando sus condiciones de acceso a la actividad y de reaseguro, y el régimen de las filiales de empresas de seguros y de reaseguros sometidas al derecho de un tercer país y adquisiciones de participaciones por parte de tales empresas (capítulos IX y X del título I, artículos 162 y ss.).

6. Regulación de algunos aspectos de los contratos de seguro y de reaseguro

El título II de la Directiva, bajo la referencia de “Disposiciones específicas para los seguros y los reaseguros”, se ocupa de determinados aspectos contractuales contenidos en las normas de ordenación y supervisión [téngase en cuenta que la normativa material sobre contrato de seguro no está armonizada en el ámbito comunitario, sin perjuicio de que el grupo Restatement of European Insurance Contract Law haya publicado unos “Principios de Derecho Europeo del Contrato de Seguro (PDECS)/ *Principles of European Insurance Contract Law* (PEICL)]. En concreto, se ocupa de los siguientes aspectos:

- De la legislación aplicable y de las condiciones de los contratos de seguro directo, precisando los aspectos del seguro obligatorio, las condiciones de las pólizas y escalas de primas y la información a los tomadores de seguros, distinguiendo entre los seguros distintos del seguro de vida y los seguros de vida (capítulo I, artículos 178 y ss.).
- De las disposiciones específicas al seguro distinto del seguro de vida, precisando las disposiciones generales, el coaseguro comunitario y las normas especiales sobre los siguientes ramos: asistencia, seguro de defensa jurídica, seguro de enfermedad y seguro de accidentes laborales (capítulo II, artículos 187 y ss.).

- De las disposiciones específicas del seguro de vida (capítulo II, artículos 208 y 209).
- De las normas específicas del reaseguro, en concreto, del reaseguro limitado y de las entidades con cometido especial (capítulo II, artículos 210 y 211).

7. Supervisión de los grupos de empresas de seguros y reaseguros

El título III de la Directiva se ocupa de la supervisión de los grupos de empresas de seguros y reaseguros, que es el segundo objeto general de la Directiva que menciona su artículo 1. En concreto, regula los siguientes aspectos:

- En primer lugar, los presupuestos generales de la supervisión de grupo: definiciones, supuestos de aplicación, ámbito de aplicación y niveles (capítulo I, artículos 212 y ss.).
- En segundo lugar, la situación financiera de los grupos de empresas de seguros y reaseguros, precisando la solvencia de grupo, la concentración de riesgo y operaciones intragrupo y la gestión de riesgos y el control interno (capítulo II, artículos 218 y ss.).
- En tercer lugar, las medidas destinadas a facilitar la supervisión del grupo, tales como la identificación de la autoridad que actúe como supervisor del grupo, de sus derechos y deberes, de los colegios de supervisores y de la cooperación e intercambio de información entre las autoridades supervisoras, etc. (capítulo III, artículos 247 y ss.).
- En cuarto lugar, las relaciones con terceros países cuando las empresas matrices de los grupos estén en el exterior de la Comunidad (capítulo IV, artículos 260 y ss.).
- En quinto lugar, el estatuto de las sociedades mixtas de cartera de seguros (capítulo V, artículos 265 y 266).

8. Saneamiento y liquidación de empresas de seguros

El título IV de la Directiva se ocupa de las medidas de saneamiento y liquidación de empresas de seguro directo, que es el tercer objeto general de la Directiva que menciona su artículo 1. En concreto, regula los siguientes aspectos:

- Los aspectos generales tales como el ámbito de aplicación y las definiciones y las disposiciones comunes (capítulos I y IV, artículos 267 y ss.).
- Las medidas de saneamiento, que únicamente podrá decidir la autoridad competente del Estado miembro de origen de la empresa de seguros afectada; estableciéndose cuál será la legislación aplicable, qué información deberá darse a las restantes autoridades supervisoras y a los acreedores conocidos de la empresa de seguros afectada y cómo deberán publicarse las decisiones relativas a medidas de saneamiento (capítulo II, artículos 269 a 272).

- El procedimiento de liquidación, que —al igual que sucede con las medidas de saneamiento— únicamente podrá decidir la autoridad competente del Estado miembro de origen de la empresa de seguros afectada; estableciéndose también en este caso cuál será la legislación aplicable, qué información deberá darse a las restantes autoridades supervisoras y a los acreedores conocidos de la empresa de seguros afectada, cómo deberán publicarse las decisiones relativas a los procedimientos de liquidación, qué consideración debe darse a los créditos de seguro, cómo podrá ejercitarse el derecho de los acreedores a presentar sus créditos y el efecto automático de la revocación de la autorización de la empresa de seguros derivado de la incoación de un procedimiento de liquidación (capítulo III, artículos 273 a 284).

9. Conclusión

La Directiva 2009/138/CE armoniza la regulación comunitaria del mercado de seguros y reaseguros conforme a las pautas esenciales que configuran dicha regulación desde su inicio, que son: la reserva de la actividad aseguradora y reaseguradora a las empresas previamente autorizadas para acceder al respectivo mercado por las autoridades públicas de supervisión, la exigencia de determinadas condiciones para que dicha autorización se otorgue y el acceso se produzca y la exigencia de una serie de condiciones de ejercicio de la actividad.

En su contenido, hay que diferenciar claramente dos aspectos: por una parte, la refundición del régimen establecido en las Directivas de seguros y reaseguros vigentes; y, por otra parte, la adición de nuevos elementos esenciales en el estatuto de las empresas aseguradoras y reaseguradoras de los que podemos destacar los nuevos sistemas de gobernanza y de solvencia.

Alberto Javier Tapia Hermida

12. NUEVA CIRCULAR PARA ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO DE MONEDA

El Banco de España ha aprobado la Circular 3/2009 de 18 de diciembre (BOE de 31 de diciembre de 2009), dirigida a los establecimientos de cambio de moneda, que modifica la Circular 6/2001, de 29 de octubre. Esta nueva Circular comparte con la Circular 2/2009 que hemos reseñado en una anterior noticia, una común finalidad principal: actualizar la información que deben presentar ante el Banco de España las distintas entidades que están sometidas a su supervisión, configurando esa información requerida de cada una de las categorías de entidades dentro de un marco normativo uniforme. Lo que hace la Circular 3/2009 es eliminar exigencias informativas que

no presentaban utilidad, facilitando la presentación telemática de toda la información. Otras disposiciones se limitan a adaptarse a los cambios normativos producidos, por ejemplo, en materia contable o en relación con la definición de la honorabilidad exigible a los titulares de establecimientos de cambio de moneda.

Alfonso Guilarte Guitiérrez

13. INFORME DE LA *TASK FORCE* EMITIDO POR EL COMITÉ DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA SECCIÓN DE DERECHO MERCANTIL DE LA AMERICAN BAR ASSOCIATION (ABA) SOBRE DELIMITACIÓN DE FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES EN LAS GRANDES EMPRESAS

Tal y como señala *The Business Lawyer* en su número 65 de noviembre de 2009, en el verano de 2008, el Comité de Gobierno Corporativo de la Sección de Derecho Mercantil de la *American Bar Association* impulsó la creación de un Grupo de Trabajo (*Task Force*) sobre delimitación de los roles funcionales y correspondientes responsabilidades en el seno del gobierno societario de las grandes empresas estadounidenses con el fin de estudiar qué cambios están sufriendo respecto de accionistas y administradores y las implicaciones que ello conlleva. Diversos abogados y académicos, en representación tanto de los accionistas como de las propias sociedades, componen esta *Task Force*, y han venido reuniéndose periódicamente durante los últimos diez meses para discutir todas estas cuestiones. El resultado ha sido un informe que se espera proporcione un contexto adecuado para que el legislador y las propias grandes empresas encuentren respuestas a la actual crisis. Se trata de un trabajo extenso y minucioso que tiene como punto de partida la (positiva) mayor integración de accionistas y administradores en sus respectivos papeles y, en general, en el incremento de su grado de compromiso con sus respectivas posiciones o cargos. Sin embargo, las tensiones que surgen sobre los límites entre el rol de los accionistas y el de los administradores se ha hecho cada vez más evidente; tensiones que, además, se han visto subrayadas con la crisis financiera, que ha puesto en entredicho el actual modelo de sociedad cotizada como generador de riqueza.

Desde esta base de partida el trabajo de la *Task Force* aborda su tarea desde tres perspectivas: estudiando el papel desarrollado tradicionalmente por accionistas, administradores y directivos, la rendición de cuentas del consejo de administración, y los cambios que ha sufrido la propia naturaleza o condición de accionista y la influencia que éstos ejercen en sus sociedades. El resultado más remarcable se concreta en la proposición de una serie de medidas (recomendaciones) orientadas a recuperar la confianza del inversor y a incitar a las grandes empresas a adoptar acciones que creen un incremento del valor para el accionista a largo plazo y que, básicamente, consisten en lo que sigue:

En primer lugar, se recomienda que los accionistas actúen siempre debidamente informados de sus derechos a fin de poder formarse un juicio propio y acertado sobre los asuntos que afectan a su compañía y que, a su vez, les permita tener en cuenta sus propios objetivos como inversores; que piensen en el beneficio de su propia sociedad cuando sopesen el uso de sus derechos de voto, especialmente, a la hora de participar en la elección de los miembros del consejo de administración; y que, a la hora de decidir si presentan una iniciativa o secundan las presentadas por otros socios, tengan en cuenta la estrategia a largo plazo de la compañía.

En segundo lugar, se recomienda que los administradores aprovechen su papel como órgano elegido por los accionistas para gestionar y dirigir la compañía comprometiéndose a alcanzar las expectativas de quienes les nombraron, teniendo presentes sus preocupaciones a la hora de desarrollar y perseguir la estrategia a largo plazo de la sociedad, y asegurándose de que los accionistas son debidamente informados de los esfuerzos realizados para alcanzar estos objetivos a largo plazo; que sean conscientes de que, en ocasiones, esos objetivos a largo plazo no contentarán a los accionistas y estén por tanto preparados para explicar adecuadamente por qué una estrategia determinada ha sido adoptada; que proporcionen una mayor claridad sobre cómo los paquetes de incentivos están diseñados para promover una visión más a largo plazo de la obtención de beneficios, desincentivando así las conductas de alto riesgo que únicamente pretenden conseguir ganancias en el corto plazo.

En tercer lugar, se recomienda que los legisladores y los organismos reguladores, en el contexto de las iniciativas de reforma, entiendan la racionalidad de una mejor ordenación de roles funcionales y responsabilidades en el seno de la sociedad, así como la conveniencia de evaluar el impacto que cualesquiera propuestas de reforma puedan tener en esos roles; que valoren cuidadosamente los mecanismos para incentivar el ejercicio responsable del poder por parte de los sujetos clave en el gobierno de las grandes empresas, así como la promoción de la creación de valor a largo plazo; y que se aseguren de que existe igual transparencia informativa para todos los accionistas, con independencia de que éstos sean inversores a corto o largo plazo.

Mónica Fuentes Naharro

14. MODIFICACIONES LEGISLATIVAS QUE AFECTAN A LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA FUTURA LEY DE ECONOMÍA SOSTENIBLE

Sin perjuicio de las disposiciones orientadas al cumplimiento del objeto principal que proclama el Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible (“... introducir en el ordenamiento jurídico las reformas estructurales necesarias para crear condiciones que favorezcan un desarrollo económico sostenible”), el citado Anteproyecto de Ley supo-

ne una muy importante modificación de un amplio número de Leyes con contenido económico y, de manera singular, de las normas fundamentales en la ordenación de los mercados financieros. La futura Ley afectará, además de alguna otra Ley de menor alcance, a las siguientes Leyes:

- Ley del Mercado de Valores;
- Ley de Instituciones de Inversión Colectiva;
- Ley Reguladora de las Entidades de Capital Riesgo;
- Ley de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros y otras normas del sistema financiero;
- Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito;
- Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero;
- Ley de Regulación de Fondos de Planes y Pensiones;
- Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados
- Ley Hipotecaria; y
- Ley Concursal.

El estudio pormenorizado de las disposiciones finales a través de las que se lleva a cabo esa reforma de nuestro ordenamiento jurídico económico pone de manifiesto que muchas de las nuevas medidas no están vinculadas con el objetivo del desarrollo económico sostenible, y que lo que ha animado al Gobierno ha sido el aprovechamiento del debate del futuro Proyecto de Ley, para que éste se convierta en una suerte de Ley de acompañamiento.

Habrà que prestar atención por ello a la tramitación parlamentaria de la futura Ley de Economía Sostenible, entre otras razones, por el profundo impacto normativo que está llamada a alcanzar.

Juan Sánchez-Calero

15. ESTUDIO SOBRE LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES

La investigación *La Remuneración de los Consejeros Independientes en España* desarrollada por Luis FERRÁNDIZ, Cristina CRUZ y Elena MORALES en el seno del Centro de Gobierno Corporativo de la IE Business School (texto disponible en <http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/files/Inv%20-PubIII.pdf>), puede ser dividida en dos grandes bloques. Un primer bloque que abarcaría los cuatro primeros capítulos en los cuales se realiza un estudio de la remuneración de los consejeros en el movimiento internacional de gobierno corporativo, las tendencias retributivas, y las normas que afectan a la retribución de los consejeros externos en España, y un segundo bloque, que comprendería los capítulos cinco y seis, en el que se analiza la retribución de los consejeros independientes en 87 sociedades cotizadas españolas. Existe un séptimo capítulo en el cual se incluyen una serie de anexos.

El tema de la remuneración de los consejeros es un tema controvertido (más aún en el caso de los consejeros independientes donde a menudo se considera que una elevada remuneración puede condicionar su independencia), y que ha venido rigiéndose vía autorregulación, por lo que es el movimiento del buen gobierno corporativo quien le ha prestado especial atención.

Los numerosos escándalos financieros surgidos a partir de 1980 propiciaron la aparición de recomendaciones e informes de gobierno corporativo a nivel internacional, despuntando entre todos los países EE.UU., principal referente en la materia.

El estudio de la remuneración de los consejeros externos en EE.UU. surge con la creación en 1977 de la NACD (*National Association of Corporate Directors*), la cual en 1995 encarga a una comisión de expertos (*Blue Ribbon Commission*) la elaboración de un informe sobre la retribución de los consejeros externos, la peculiaridad de este informe es que logra que sus principios y buenas prácticas sean seguidos, en apenas un ejercicio económico, y proviniendo de una entidad independiente del poder público, por la casi totalidad de las sociedades cotizadas de los EE.UU.; provocando la desaparición de los beneficios extrasalariales, una mayor información en la política retributiva, un mayor uso del *equity* en la retribución de los consejeros externos y la necesidad de que éstos posean un número mínimo de acciones de la sociedad. Con estas medidas se pretendía que los consejeros alinearan sus intereses con los de los accionistas, y que las remuneraciones representaran el valor aportado por los consejeros ayudando a “atraer, retener y motivar” a estos últimos.

Sin embargo, pese a ser los estadounidenses los impulsores del movimiento del buen gobierno, el estudio de la remuneración de los consejeros en este movimiento se inicia con el *Informe Cadbury*, publicado en el Reino Unido en 1992, y pionero en el estudio de la remuneración de los consejeros. Este Informe introduce la primera referencia a la necesidad de moderar las retribuciones de los consejeros. Tan solo tres años después del *Informe Cadbury*, la *Greenbury Commission* elabora una serie de recomendaciones entre las que destaca aquella que aconseja que los contratos de los directivos fueran de duración anual prorrogables, con lo que las indemnizaciones por cese (blindajes) se limitarían a una anualidad.

En 1998 se publica *The Combined Code* que insta a elaborar una Memoria Anual en la que se formule una declaración general sobre política retributiva de los consejeros detallando la retribución individual de cada uno de ellos, en cuanto a los consejeros externos este Código no impide que sean retribuidos con acciones de la empresa, pero no lo recomienda como fórmula general.

Será un nuevo escándalo financiero (la burbuja tecnológica, en 2001) el que impulse el desarrollo de la normativa en materia de remuneración, ante esta situación en EE.UU. se vuelve a reunir la *Blue Ribbon Commission* que ratifica el informe elaborado en 1995, se promulga la *Ley Sabanes-Oxley (SOX)*, de 30 de julio de 2002, y la *NYSE (New York Stock Exchange)* y la *NASDAQ Stock Market (National Association of Securities Dealers Automated Quotation)* dictan una serie de normas para poder cotizar en estos mercados en las que se reclama una mayor transparencia en materia retributiva.

En 2002 se publica el primer Informe de gobierno corporativo de la UE: el *Informe Winter*, en él se recomienda que dentro de la Memoria Anual se informe sobre la política retributiva y que ésta sea tratada como punto del orden del día de la Junta general anual. También aconseja que dentro de la información pública anual se difundan los detalles de la remuneración de cada uno de los consejeros, y que la retribución a través de acciones u opciones requiera la aprobación de la Junta.

Más tarde la UE dicta las Recomendaciones 2004/913/CE que insisten en la necesidad de dar a los accionistas una información clara en materia retributiva, debiéndose fijar la retribución de los consejeros en un punto específico del orden del día de la Junta general anual, e insta a que se hagan constar las remuneraciones en el Informe de Retribuciones, mostrando la remuneración individual de cada consejero; y las Recomendaciones 2005/162/CE, relativas al papel de los consejeros externos y al de las Comisiones de los Consejos de Administración (o de Vigilancia).

En esta nueva crisis el Reino Unido lidera en Europa la reforma de los Códigos de gobierno corporativo, reformando en 2003 *The Combined Code* que da lugar al *The New Combined Code*, destaca su reiteración sobre la necesidad de transparencia y moderación en las retribuciones de modo que éstas resulten “adecuadas para atraer, mantener, y motivar a los consejeros”, debiendo tener en cuenta para su determinación la dedicación y responsabilidad de cada consejero, sin que las empresas deban pagarles más de lo necesario, y desaconsejando la retribución mediante *stock options*. La NAPF [*National Association of Pension Funds* (2000)] y el *Informe Hermes* consideran que los consejeros externos deben ser pagados, al menos parcialmente, en acciones (que deberán mantener hasta que termine su mandato), sin embargo este último considera que no deben participar en beneficios relacionados con los resultados anuales de la empresa. *The Smith Guidance* (2005) recomienda una retribución mayor a los miembros del Comité de Auditoría por su mayor responsabilidad y carga de trabajo, y lo mismo en el caso del Presidente de este Comité.

Es en este período cuando surgen la mayor parte de los Códigos e Informes de gobierno corporativo en Europa: en Bélgica el *Dual Code* (2004), en Dinamarca el código *Norby* (2001), en Francia el código *Bouton* (2002), si bien previamente se habían publicado los Códigos *Viénot I* (1995) y *Viénot II* (1999), en Italia el *Corporate*

Governance Code (2006) precedido por el Informe *Preda* (1999), en Alemania el *Cromme Code* (2002 y revisado en 2003) o en Holanda el *Tabaskblat Code* (2003).

La crisis financiera internacional surgida a finales del 2007, en la que destaca la quiebra de Lehman Brothers, ha puesto de nuevo en el punto de mira las retribuciones de los consejeros al no verse afectadas por los malos resultados de las sociedades que gestionan. En 2009 la NACD establece como objetivo de sus recomendaciones restablecer la confianza de los inversores en el mercado (interesándose por la transparencia informativa y el sistema retributivo).

La Comisión Europea dicta las Recomendaciones 2009/385/CE, de 30 de abril de 2009, que apuntan a un cambio en el sistema de retribuciones (en especial de los consejeros ejecutivos de las Entidades Financieras) que garantice la transparencia de las prácticas retributivas y demandan una votación (vinculante o consultiva) sobre la política retributiva de la sociedad. Propone que las empresas limiten el componente variable de las retribuciones y que parte de su pago se aplase en el tiempo, así como que se limiten los pagos por rescisión de contratos a un máximo de dos anualidades (y sólo sobre la base fija). Insta a que en los pagos mediante acciones, opciones o cualquier otro tipo de derecho se fijen plazos para su adquisición y, en su caso, para su ejercicio a fin de evitar conflictos de interés, que aquellos consejeros que posean acciones de la sociedad mantengan un determinado número hasta el final de su mandato, y considera que los consejeros externos no deben ser retribuidos mediante opciones sobre las acciones. Señala también que al menos un miembro de la Comisión de Nombramientos y Remuneraciones debería tener conocimientos en materia retributiva, y que en caso de que se haga uso de consultores de remuneración externos la Comisión supervise que no existe ningún conflicto de interés.

Han sido muchos los países europeos que han dictado normas de gobierno corporativo tras el último escándalo financiero, y en ellos se presta especial atención a la remuneración de los consejeros: En Bélgica el *Belgian Code on Corporate Governance* (2009), en Dinamarca el *Revised recommendations for Corporate Governance in Denmark* (2008), en Francia las *Récommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé* (2008), en Italia la *New Regulation Bank's Organisation and Corporate Governance* (2008) que se aplica sólo a entidades del sector bancario, en Alemania el *German Corporate Governance Code* (2008) o en Holanda el *Dutch Corporate Governance Code* (2008).

Tras una visión general de las recomendaciones más destacadas en materia retributiva en diferentes Estados, la investigación se centra en el modelo retributivo en España, en donde opera como piedra angular el artículo 130 de la Ley de Sociedades Anónimas, norma imperativa que establece la necesidad de que se fije en los Estatutos el sistema retributivo de los administradores. Establece también este precepto que la retribución mediante participación en los beneficios sólo podrá tener lugar cuando hayan sido dotadas las reservas legales y estatutarias, y una vez distribuido a los accionistas un dividendo del 4% (o uno mayor si así lo han establecido los Estatutos); y para el supuesto de que la remuneración afecte al capital social se requiere el acuerdo de la Junta general.

El primer referente a los principios del buen gobierno corporativo en España lo encontramos en el *Informe Olivencia* (1998), en él aconseja que la propuesta, evaluación y revisión de la política retributiva se atribuya a la Comisión de Retribuciones, que debe tener como criterio orientador “la moderación”, propugnando una correlación entre la remuneración y los rendimientos de la sociedad, y entre el grado de compromiso y responsabilidad de los consejeros con su retribución individual. Este informe propone que la remuneración debe ser suficiente para la dedicación del consejero sin comprometer su independencia, y no es partidario de que los consejeros externos participen con un porcentaje de los beneficios anuales.

En España era común que las empresas remuneraran a sus consejeros con un porcentaje en los beneficios (el 10% era el más común), sin embargo, por estas fechas las grandes empresas españolas comienzan a limitar las retribuciones de sus consejeros a porcentajes menores, siendo común que se fijaran límites en torno al 1 o 2%. En el tema de la información en materia retributiva las empresas también empiezan a seguir las recomendaciones que aconsejan una mayor transparencia, destacando el caso del Banco Santander que en el año 2002 hace públicas las retribuciones de su presidente ejecutivo y se compromete a que el año siguiente se publicarían las del resto de consejeros, al año siguiente otro banco se le adelantará y hará públicas las retribuciones de sus consejeros, siguiendo el ejemplo el resto de grandes empresas.

En el *Informe Aldama* (2003) apenas se alude a la remuneración de los consejeros, si bien, siguiendo la estela del *Informe Olivencia*, es partidario de la moderación de las retribuciones. A raíz de este informe numerosas sociedades optan por retribuir a sus consejeros con asignaciones fijas, limitando la participación en beneficios, y eliminando el pago de las pensiones de sus consejeros, sin embargo, la mayor carga de trabajo de los consejeros supone que éstos demanden mayores retribuciones, produciéndose una tendencia alcista de éstas.

El Código Unificado de Gobierno Corporativo (2006) dedica las Recomendaciones 36 a 41 a la remuneración de los consejeros. El Código, partiendo de la autonomía empresarial en materia de retribuciones, trata de promover la transparencia y evitar remuneraciones excesivas, para ello recomienda que la remuneración de los consejeros externos sea adecuada para cubrir su dedicación y responsabilidad, sin que ésta llegue a ser tan elevada que pueda comprometer su independencia, y desaconseja que se retribuya a estos consejeros en función de los beneficios u otros indicadores similares, dicho lo cual no considera que este tipo de remuneración pueda comprometer su independencia. Promueve que en la Memoria que acompaña a las cuentas anuales se desglose individualmente la remuneración de cada consejero y la eventual entrega de acciones durante el ejercicio. Señala también el Código que las empresas no han de tener como objetivo alcanzar el valor medio de las retribuciones de otras empresas similares pues esto supondría el alza de la retribución media en su conjunto.

Los autores de la investigación prestan especial atención a la Recomendación 40 del CUBG que establece que la Junta general vote, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo, un Informe sobre Política de Retribuciones de los consejeros. Para ello estudia el cumplimiento de esta Recomendación en varias empresas líderes del Ibex 35, y concluye que de las empresas estudiadas ninguna cumple

totalmente con la Recomendación 40 (en general todas ponen a disposición de los accionistas el Informe sobre política retributiva pero no lo someten a votación), y que sólo el 21,4% de las empresas obligadas a presentar IAGC cumple completamente con esta Recomendación.

En respuesta a la actual crisis financiera el Gobierno ha elaborado el anteproyecto de Ley de Economía Sostenible, con el que pretende fomentar la transparencia del sistema retributivo de los consejeros y directivos en las sociedades cotizadas, para ello propone elevar a rango de Ley la Recomendación 40 del CUBG, en virtud de la cual, y tal y como se acaba de señalar, el Consejo de Administración deberá someter a la Junta general, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo, un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros y primeros ejecutivos. Además, el Ministerio de Economía y Hacienda se reserva la posibilidad de modificar la definición legal de cada una de las categorías de consejero, introduciendo nuevos criterios interpretativos para los independientes.

Con el fin de adoptar las modificaciones introducidas por la ley de Economía Sostenible y las medidas sugeridas por la Recomendación 2009/385/CE, la CNMV ha sometido a la opinión pública la *Actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* lo que supondrá dar rango de Ley a las Recomendaciones 35, 40, y 41, y una nueva redacción a las Recomendaciones 36, 39, 40, 54 y 57 del CUBG.

Respecto a las tendencias retributivas en España en esta situación apuntar que en el 2008 se ha producido un leve descenso en la retribución de los consejeros, existiendo una tendencia bajista a retribuir en función de los resultados.

En la segunda parte de la investigación, que comprendería los capítulos cinco y seis, los autores realizan un análisis pormenorizado de las remuneraciones de los consejeros independientes en 87 sociedades españolas que cotizan en bolsa, para ello se basan en los datos del ejercicio 2008 obtenidos de las cuentas anuales, informes anuales de gobierno corporativo, informes de retribuciones (en las empresas en que existe) y el índice Spencer Stuart de Consejos de administración del año 2009. Para realizar el estudio dividen las sociedades cotizadas españolas en tres grupos:

- Ibex Grupo A, compuesto por 5 sociedades que pertenecen al Ibex 35 (Iberdrola, BBVA, Banco Santander, Telefónica y Repsol).
- Ibex Grupo B, formado por el resto de empresas del Ibex 35.
- No Ibex, grupo en el que se encuentran el resto de sociedades cotizadas que no pertenecen al Ibex 35.

Del estudio realizado extraen las siguientes conclusiones:

Compara las empresas del Ibex Grupo A con las multinacionales más importantes a nivel mundial (Top 200) en cuanto a transparencia informativa, composición de *equity* en la retribución (si bien lejos aún de porcentajes recomendables), y una buena relación entre las cantidades retribuidas y la dedicación de los consejeros. Resalta el

estudio que estas sociedades son quienes impulsan la puesta en práctica de las recomendaciones de buen gobierno corporativo.

A las empresas del Ibex Grupo B las equipara con las del índice Estándar & Poor's 500, y señala que siguen la estela de las empresas del Grupo A en el avance del buen gobierno corporativo, indicando algunas sociedades que despuntan en el cumplimiento de las recomendaciones.

Respecto a las empresas que no se encuentran en el Ibex 35 se sitúan más rezagadas en el seguimiento de las recomendaciones del CUBG, y señala que, teniendo en cuenta el alto grado de responsabilidad de los consejeros en España, los honorarios de los consejeros en estas empresas son, en general, bajos.

En cuanto a los factores que determinan la retribución de los consejeros se han señalado:

- La complejidad de la empresa (a mayor complejidad mayor retribución).
- El sector (siendo más elevadas las retribuciones de los sectores energético, luz y financiero).
- El tamaño de la empresa (las empresas con mayor capitalización bursátil pagan más a sus consejeros, relación que no se da en las empresas que no se encuentran en el Ibex).
- La dedicación (los consejeros que pertenecen a más comisiones o presiden alguna cobran mayores retribuciones).

La mayor parte de las empresas han puesto en práctica la recomendación de remunerar a sus consejeros en relación con el mayor o menor trabajo realizado, por ello la mayoría de las empresas retribuyen por la pertenencia a sus comisiones.

Elisa Lucas Martín

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

FLEISCHER, H./SCHMOLKE, K.U., “Klumpenrisiken im Bankaufsichts —Investment— und Aktienrecht”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, núm. 5 (2009), p. 649.

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

GIRARD, O., “Financial Regulation: is transatlantic cooperation still relevant?” en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 577.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

ÁLVAREZ GARCÍA, S./GONZÁLEZ GONZÁLEZ, A.I., “Libertad de movimientos y prevención del blanqueo de capitales en la Unión Europea”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 299 (2009), p. 3.

HAUCH, H.-G./VALLENDER, H./DAHL, M., *European Insolvency Law*, Munich (2009), 500 pp.

MASTRULLO, T., *Le droit international des sociétés dans l'espace régional européen*, París (2009), 629 pp.

NEERGAARD, A., “European Supervisory Authorities – A new model for the exerci-

se of powers in the European Union?”, en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 603.

RAVOET, G., “The European Parliamentary Financial Services Forum, EPFSF”, en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 571.

RUBGEM W.-G./GULLIFER, L./THÉRY, P., *Current Issues in European Financial and Insolvency Law*, Oxford (2009), p. 254.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

CONCEIÇÃO NUNES, F., “As instituições de moeda electrónica e a crise do conceito legal de instituição de crédito”, en *Revista da Banca*, núm. 66 (2008), p. 25.

GRIMONPREZ, B., “Pour une responsabilité des sociétés mères du fait de leurs filiales”, en *Revue des Sociétés*, núm. 4 (2009), p. 715.

PÉREZ RAMÍREZ, J., *Banca y contabilidad. Historia, Instituciones, Riesgos y Normas Internacionales IFRS*, Madrid, (2009), p. 511.

SPANO, E., “In attesa del legal standard”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 6, parte 1.^a, (2009), p. 644.

— CAJAS DE AHORROS

ARIÑO ORTIZ, G., “Bases constitucionales para la correcta asignación de competencias sobre las cajas de ahorro”, en *El Cronista*, núm. 10 (2010), p. 12.

— RESPONSABILIDAD DEL BANCO
(DE LA BANCA)

SCHAUB, R., “Gewinnherausgabe als haftungsrechtliches Problem”, en *Archiv für die Civilistische Praxis*, núm. 5 (2009), p. 706.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD
INTERNACIONAL DE LA BANCA)

BAÑO FOS, J.M., “La responsabilidad de los administradores en la actual crisis financiera: la encrucijada norteamericana”, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 274 (2009), p. 1499.

— CONTRATOS BANCARIOS

AA.VV., *I prodotti finanziari bancari e assicurativi. In ricordo di Gaetano Castellano*, Milán (2008), IV-266 pp.

AMBROSINI, S./DEMARCHI, P.G., *Banche, consumatori e tutela del risparmio. Servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari*, Milán, 2009, VII-564 pp.

APARICIO PÉREZ, A., “Régimen jurídico de los movimientos de capitales y las transacciones económicas con el exterior”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 299 (2009), p. 53.

BARCELLONA, E., “Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 6, parte 1.^a, (2009), p. 652.

BERNAL DEL CASTILLO, J., “El delito de blanqueo de capitales”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 299 (2009), p. 41.

BONELL, M.J./PELEGGI, R., “UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts and Draft Common Frame of Reference: a Synoptical Table”, en *Uniform Law Review*, núm. 3 (2009), p. 437.

CALDERÓN CARRERO, J.M., “Blanqueo de capitales, paraísos fiscales y sistema tributario”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 299 (2009), p. 19.

ESPINIELLA MENÉNDEZ, A., “La autonomía de la voluntad en el Reglamento (CE) núm. 864/2007 («Roma II») sobre la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 299 (2009), p. 95.

FALCE, V., “Cooperazione e regolazione nell’area unica dei sistema di pagamento al dettaglio: note in materia de commissioni interbancarie”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 6, parte 1.^a, (2009), p. 695.

FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *El nuevo régimen de la contratación a distancia con consumidores. Especial referencia a la relativa a servicios financieros*, Madrid, (2009), 633 pp.

GEVA, B., “The harmonization of payment services law in Europe and uniform and federal funds transfer legislation in the USA: Which is a better model for reform?” en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 699.

GÓMEZ DE LIAÑO POLO, G., “Blanqueo de dinero, libre circulación de capitales y su control”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 299 (2009), p. 31.

KADNER GRAZIANO, T./MERRETT, E., *The Law Applicable to Non-Contractual Obligations in Europe*, Oxford (2010), 180 pp.

MANCINI, M., “The duties entrusted to the Bank of Italy under the latest reforms in the legal framework governing payment services and systems”, en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 643.

MARTÍNEZ ARIAS, A., “La prevención del blanqueo de capitales en el ámbito de la Auditoría de Cuentas”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 299 (2009), p. 67.

MECATTI, I., “Payment services Directive-potential implications of the new category of payment services providers in the United Kingdom”, en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 675.

MOLITERNI, F., “Clausole abusive e contratti bancari: azione inibitoria, ius variandi nei rapporti regolati in conto corrente e limitazione pattizia della responsabilità della banca nel contratto di utilizzazione di cassette di sicurezza”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 6, parte 2.^a, (2009), p. 678.

MONTERO DOMÍNGUEZ, A., “La colaboración de Notarios y Registradores en la lucha contra el blanqueo de capitales”, en *Noticias de la Unión Europea*, núm. 299 (2009), p. 83.

NUZZO, G., “Creditori privilegiati: soddisfatti pienamente ma non pagati integralmente”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 6, parte 2.^a, (2009), p. 704.

PARDO GARCÍA, B., *La comercialización por los bancos de productos financieros de terceros*, Madrid (2009), 156 pp.

SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Transposition into Spanish law of the Payment services Directive”, en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 667.

SANTORO, V., “Payment institutions and the Italian legal framework”, en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 639.

SCIARRONE ALIBRANDI, A., “Rights and obligations of users and providers of payment services”, en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 635.

SESTER, P., “Transparenzkontrolle von Anleihebedingungen nach Einführung des neuen Schuldverschreibungsrechts”, en *Archiv für die Civilistische Praxis*, núm. 5 (2009), p. 628.

SOUSI, B., “La transposition en France de la directive sur les services de paiement. Ce qu’on voit et ce qu’on ne voit pas”, en *Euredia*, núm. 4 (2009), p. 653.

TANG, S., *Electronic Consumer Contracts in the Conflict of Laws*, Oxford (2009), 348 pp.

TOWNSEND, J., “Foreign Law and Uniformity in English Arbitration: Fiona Trust v. Privalov”, en *Uniform Law Review*, núm. 3 (2009), p. 555.

— DESCUENTO

BERMÚDEZ REQUENA, J.M., “La oposición por pluspetición a la ejecución del contrato bancario de descuento”, en *Actualidad*

Jurídica Aranzadi, núm. 759, (31 de diciembre de 2009), p. 1.

MARTÍNEZ GUTIÉRREZ, A., “En torno a la comisión por devolución de efectos impagados en el contrato de descuento”, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 271 (2009), p. 187.

— PRÉSTAMO

SANTAGATA, R., “Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 6, parte 2.^a, (2009), p. 750.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

CANDIAN, A., “Assicurazione e garanzie del crédito”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 6, parte 1.^a, (2009), p. 632.

— CRÉDITO DOCUMENTARIO

ELLINGER, P./NEO, D., *The Law and Practice of Documentary Letters of Credit*, Oxford (2009), 440 pp.

— OTROS SERVICIOS FINANCIEROS. TARJETA DE CRÉDITO

CIRAOLO, F., *La carte di debito nell’ordinamento italiano*, Milán (2008), VIII-264 pp.

— CONTRATO DE LEASING

BEY, E.-M., “Les rapports des parties dans la Loi type d’UNIDROIT sur la location et la location-financement”, en *Uniform Law Review*, núm. 3 (2009), p. 601.

DEKOVEN, R., “The Conceptual Approach followed by the UNIDROIT Model Law on Leasing”, en *Uniform Law Review* núm. 3 (2009), p. 625.

HAUCK, B., “The Scope of the UNIDROIT Model Law on Leasing”, en *Uniform Law Review*, núm. 3 (2009), p. 631.

STANFORD, M., “La preparation par UNIDROIT d’une Loi type sur la location et la location-financement: de nouveaux horizons pour le droit uniforme”, en *Uniform Law Review*, núm. 3 (2009), p. 578.

SULTANOV, M., “The UNIDROIT Model Law on Leasing, and Effective New Legal Framework to Support Leasing Markets in the Developing Countries”, en *Uniform Law Review*, núm. 3 (2009), p. 637.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

AA.VV., “Aufsätze – Non Compliance in der AG - Vorstandspflichten im Zusammenhang mit der Vermeidung, Aufklärung und Sanktionierung von Rechtsverstößen”, en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, núm. 46 (2009), p. 2173.

AA.VV., “Report of the Task Force of the ABA Section of Business Law Corporate Governance Committee on Delineation of Governance Roles and Responsibilities”, en *The Business Lawyer*, núm. 1 (2009), p. 107.

DU BOULLAY, E., “L’administrateur et le comité d’audit”, en *RTDF* (1 de diciembre de 2006), p. 22.

DURANTE, F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milán (2009), XIX-432 pp.

CHEFFINS, B.R., “Did Corporate Governance «Fail» During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500”, en *The Business Lawyer*, núm. 1 (2009), p. 1.

FERRÁNDIZ, L. (dir.), “La Remuneración de los Consejeros Independientes en España”, en *Investigaciones y Publicaciones 2009 (III)*, Centro de Gobierno Corporativo, p. 7 y ss.

GUESSOUS, A./MENDELLINI, Y., “Les dispositifs de contrôle interne”, en *Jour. Sociétés* (1 de marzo de 2009), p. 27.

HERWITZ, D.R., “Caveat Auditor: Back to First Principles”, en *The Business Lawyer*, núm. 1 (2009), p. 95.

LE CANNU, P./DONDERO, B., “La consécration des comités d’audit par l’ordonnance du 8 décembre 2008”, en *RTDF* (1 de mayo de 2009), p. 187.

PIETRANCOSTA, A., “Réforme des règles boursières américaines”, en *RD banc fin* (1 de enero de 2004), p. 46.

RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., “El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 274 (2009), p. 1469.

SEVARIO MARTORANO, F./DE LUCA, V., *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Milán (2008), XXVI-406 pp.

STELLA RICHTER, M., “La governance delle società di gestione del risparmio”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento*, núm. 4 (2009), p. 670.

VETTER, E., “Der kraftlose Hauptversammlungsbeschluss über das Vorstandsvergütungssystem nach § 120 Abs. 4 AktG”, en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, núm. 45 (2009), p. 2136.

XI, C., *Corporate Governance and Legal Reform in China* Wildy, Reino Unido (2009), 298 pp.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

MARTELLI, A.G., “L’organismo di vigilanza tra disciplina della responsabilità nella re-

dazione del bilancio di esercizio – Trib. Bari, 12 novembre 2007”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento*, núm. 4 (2009), p. 762.

MONTALENTI, P., “Organismo di vigilanza e sistema dei controlli”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento*, núm. 4 (2009), p. 623.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

BANI, E., *Le borse merci*, Padua (2008), X-218 pp.

CASTILLA CUBILLAS, M., “El coste de la negociación en el segmento del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, y los riesgos del arbitraje regulativo”, en *Derecho de los Negocios*, núm. 231 (2009), p. 5.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

AA.VV., “Report on Selected Legal Opinion Issues in Venture Capital Financing Transactions”, en *The Business Lawyer*, núm. 1 (2009), p. 161.

ASSMANN, H.-D., “Aufsätze – Die Pflicht von Anlageberatern ZUR Offenlegung

von Innenprovisionen”, en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, núm. 45 (2009), p. 2125.

BACHMANN, G., “Abhandlungen - Rechtsfragen der Wertpapierleihe”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, núm. 5 (2009), p. 596.

BRANSON, D.M., “Nibbling at the Edges – Regulation of Short Selling: Policing Fails to Deliver and Restoration of an Uptick Rule”, en *The Business Lawyer*, núm. 1 (2009), p. 67.

— OPAS

ALFREDO, P., “La réforme du droit espagnol des offres publiques d’acquisition – Transposition de la directive OPA – Étude comparative des droits français et espagnol”, en *Revue des Sociétés*, núm. 4 (2009), p. 761.

CHIEFFI, A./BRUNO, F., “L’Azione Sviluppo e la Consob: riflessioni in memoria della passivity rule – Comunicazione Consob DEM8095683 del 17 ottobre 2008”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento*, núm. 4 (2009), p. 788.

ODA, H., “The Current State of Takeover Law in Japan”, en *The Journal of Business Law*, núm. 8 (2009), p. 749.

TÍTULOS VALORES

— EN GENERAL

SCHÜRNBRAND, J., “Gewinnbezogene Schuldteil in der Umstrukturierung”, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, núm. 5 (2009), p. 689.

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

RIGHINI, E., “Responsabilità della capogruppo e tutela dei possessori di warrants

azionari – Trib. Milano, 13 febbraio 2008”, en *Giurisprudenza Commerciale Società e Fallimento*, núm. 4 (2009), p. 773.

OBLIGACIONES

SPADA, P., “Provista del capitale e strumenti finanziari”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 6, parte 1.^a, (2009), p. 621.

RECENSIONES

TÍTULO: LEGISLACIÓN BANCARIA Y DEL MERCADO DE VALORES

Autor: Edición preparada por Agustín Madrid Parra, con la colaboración de Lucía Alvarado Herrera, 4.ª ed., Tecnos, Madrid, 2009, 1411 p.

En pleno tránsito del papel al documento virtual, el profesor MADRID PARRA, catedrático de Derecho mercantil de la Universidad Pablo de Olavide, de Sevilla, ha preparado, con la colaboración de Lucía ALVARADO HERRERA, una nueva edición, la cuarta, de la *Legislación bancaria y del mercado de valores*, publicada por primera vez en 1996, lo que da indicio de la buena acogida que las sucesivas ediciones de la obra han tenido entre los profesionales y estudiosos del sector, y también, digámoslo sin tapujos, de que en ese paso que avanza hacia los nuevos soportes, el tradicional libro de textos legales en papel está aún lejos de la jubilación y continúa siendo para el jurista un instrumento imprescindible.

Desde luego, si existe un sector del Ordenamiento proclive a la aplicación de las nuevas herramientas informáticas éste es el del Derecho bancario y del mercado de valores, en el que la vorágine de producción normativa ha desembocado en un conjunto abigarrado y confuso, asistemático, de textos jurídicos con alcance y origen diverso. En este vasto océano en permanente mutación, parecería que la mejor forma de navegación la ofrecen los nuevos instrumentos virtuales a disposición del público, que facilitan el seguimiento constante de la actualidad legislativa, pero, sin embargo, somos muchos los que, en primera instancia, antes de sumergirnos, acudimos al texto del profesor MADRID PARRA para pertrecharnos debidamente con algo previo y diferente que es lo que confiere verdadera utilidad al texto: orden y sistemática.

De acuerdo esto, no resulta paradójico que comience a comentar la obra justo por su final, dado que es allí donde encontramos el elemento que imprime al trabajo de peculiaridad cualitativa, sus índices: el *cronológico de las disposiciones citadas*, el *cronológico de la jurisprudencia citada* y, sobre todo, el *analítico*.

El índice analítico posiblemente sea la sección más consultada, en primera instancia, de este tipo de obras, pero debe reconocerse que, con mucha frecuencia, la búsqueda se realiza en vano. Crear un índice analítico de auténtica utilidad no es tarea fácil; exige un conocimiento muy profundo de la legislación, orden conceptual y estructural de las normas y del ordenamiento en el que deben integrarse y, sobre todo, dominio de las partes más necesitadas de atención por el operador jurídico. Si, sumado todo ello, la labor se corona con éxito, como es éste el caso, el índice analítico ofrece al lector un instrumento que los mejores buscadores informáticos no pueden igualar. El índice

analítico de la *Legislación bancaria y del mercado de valores* es completo y útil, lo que unido a las numerosas concordancias que se encuentran a pie de página permite al lector no sólo dar con lo que busca, sino también con elementos complementarios que le facilitarán la comprensión de la norma.

Por su parte, el índice cronológico de las disposiciones citadas y el índice cronológico de la jurisprudencia citada facilitan el *iter* de un determinado precepto, su génesis y evolución, tantas veces imprescindible para su entendimiento y adecuada valoración. El primero, completísimo, se abre con la Ley de 2 de diciembre de 1872, *de creación del Banco Hipotecario de España*, y se cierra con la Ley 5/2009, de 29 de junio, mientras el segundo se centra, sobre todo, en la jurisprudencia constitucional y en los más importantes pronunciamientos del Tribunal Supremo.

Otro de los rasgos distintivos del trabajo es la sistemática que emplea para ordenar la legislación. De acuerdo con su título, la obra se ordena en dos grandes apartados, la Legislación Bancaria (A) y la Legislación del Mercado de valores (B), a los que antecede un epígrafe que contiene una selección de textos sobre *Constitución, Unión Europea y Estatutos de Autonomía* con la información elemental sobre la regulación básica y competencial que existe sobre la materia con rango constitucional. Como señala el autor, si bien resulta evidente que ambas materias, tanto en la práctica como conceptualmente, se refieren a ámbitos distintos de la realidad económica y del Ordenamiento jurídico, también es cierto que están íntimamente imbricadas en su desarrollo cotidiano, y de ahí que por razón de utilidad práctica convenga su tratamiento conjunto.

A su vez, cada uno de estos campos se subdivide en esferas temáticas diversas, ordenadas numéricamente. La Legislación bancaria se agrupa en doce apartados: 2) *Régimen general*, 3) *Sector público*, 4) *Operaciones transfronterizas*, 5) *Coeficientes y recursos*, 6) *Bancos*, 7) *Cajas de ahorro*, 8) *Cooperativas de crédito*, 9) *Establecimientos financieros*, 10) *Mercado hipotecario*, 11) *Instituciones de inversión colectiva*, 12) *Contratación*, 13) *Otras disposiciones*. Por su parte, la Legislación del mercado de valores se presenta en cinco subgrupos: 14) *Régimen general*, 15) *Bolsas de valores*, 16) *Mercado de deuda pública*, 17) *Otros mercados* y 18) *Otras disposiciones*.

El conjunto que así se ofrece configura un panorama general del régimen jurídico del sistema financiero español que, lógicamente, no contiene la totalidad de las normas que puedan resultar aplicables, pero sí aquellas que definen su estructura básica, sean de naturaleza pública o privada y posean rango legal o de categoría menor, extendiéndose a fuentes de índole económica-administrativa y descendiendo hasta donde resulta necesario para la consecución del objetivo propuesto (las Circulares del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores aparecen, por lo general, citadas en las notas que ofrecen una información complementaria, concordancias y, en ciertos casos, en el texto de algunas normas). Fuera quedan las leyes puramente fiscales y otras de orden económico. Éste es precisamente otro de los valores añadidos de la obra: su labor de selección y filtro entre lo principal y lo accesorio. Desde su primera edición, la intención declarada del autor ha sido la consecución del difícil equilibrio que requiere este tipo de trabajos entre el carácter completo de la obra y su facilidad de manejo, equilibrio que alcanza gracias a la cuidadosa labor de selección que aporta.

Con todo, la comparación de las sucesivas ediciones de la obra muestra bien a las claras que pese al esfuerzo selectivo, la cantidad de normas que merecen consideración de “esenciales” para la adecuada comprensión de nuestro sistema financiero no deja de crecer. En parte, ello no es sino consecuencia lógica de la complejidad y del dinamismo propio de la materia regulada; como señala el autor en el prólogo a la primera edición de la obra (p. 13), “El sistema financiero se caracteriza por ser esencialmente dinámico. No es una estructura quieta, sino todo lo contrario: en movimiento, esto es, en funcionamiento”, por ello, “difícilmente se podría afirmar que en un determinado momento se hubiera llegado al final del proceso de renovación normativa que se está produciendo en los últimos años”, ya que los acontecimientos de naturaleza económica influyen en el sistema financiero y éste ha de buscar respuestas a la permanente demanda que proviene de los agentes económicos y de los mercados. Pero, de otro lado, la excesiva “volatilidad legislativa” y el volumen gigantesco que ha alcanzado este sector del Ordenamiento denotan que algo falla, que el Derecho del sistema financiero requiere antes que una abundante producción legislativa, orden, claridad y nuevas respuestas, porque los acontecimientos de los últimos años ponen de relieve que el problema al que nos enfrentamos no es el de la ausencia de normas, sino el de su adecuación a los retos de la globalización financiera.

En este sentido, no puede dejar de subrayarse otra aportación clave de esta *Legislación bancaria y del mercado de valores*: sus sucesivos prólogos, en los que encontramos trazada la evolución del Derecho financiero español de los últimos años y las pautas para identificar los desafíos del mercado y las bondades y flaquezas de su ordenación, perspectiva que ahora más que nunca adquiere la máxima expresión de su valor, ante los sucesos a los que venimos asistiendo en los últimos dos años. En el prólogo de la cuarta edición encontramos un buen ejemplo, a propósito de la génesis y desarrollo de la mayor crisis financiera mundial desde el *crack* de 1929; según el autor, “Detonante de capital relevancia fue la comercialización de créditos hipotecarios de alto riesgo (*subprime mortgages*) y la insaciable avaricia de quienes sin ningún escrúpulo aprovecharon la bonanza en los mercados para «hacer dinero fácil» en la generación y negociación de los activos financieros”. Para salir del atolladero, será preciso alumbrar un marco regulatorio de ámbito mundial que evite la repetición de estos desmanes, porque “si el ámbito y los efectos de la actividad financiera no se circunscriben al interior de las fronteras nacionales, el régimen jurídico y contable que haya de aplicarse ha de ser de proyección transfronteriza, esto es, mundial” (p. 47).

Además, la lectura de los sucesivos prólogos de esta obra brinda al profesional un repaso y comentario de las principales novedades legislativas producidas en los últimos trece años. En el de la cuarta edición, por ejemplo, se reflexiona sobre la incidencia de novedades como las que supusieron la Ley 43/2007, de 13 de diciembre, *de protección de los consumidores en la contratación de bienes con oferta de restitución de precio*, directamente tributaria de los casos *Afinsa* y *Fórum Filatélico* (cuya finalidad es reforzar la protección de la parte más débil del contrato, mediante el otorgamiento de garantías a su favor), o la reforma del Mercado Hipotecario, llevada a cabo por Ley 41/2007, de 7 de diciembre.

Tiene, en definitiva, el lector a su disposición una obra muy cuidada, dirigida tanto a los agentes económicos que desenvuelven su actividad como prestadores de

servicios financieros, como a los estudiosos del Derecho bancario y bursátil, de la que sin duda sacarán el provecho de una visión panorámica del régimen jurídico del sistema financiero español, de suma utilidad para conducirse entre la aglomeración normativa de tan sofisticado medio.

Juan Luis Pulido Begines
Catedrático de Derecho Mercantil
Facultad de Ciencias Económicas
y Empresariales
Universidad de Cádiz

**TÍTULO: LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR LA INFORMACIÓN DIVULGADA
POR LAS SOCIEDADES COTIZADAS (SU APLICACIÓN
EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES)**

Autor: Miguel Iribarren Blanco. Profesor Titular de Derecho Mercantil de la Universidad de Oviedo

I. Seguramente nadie podría ser tildado de inexacto ni de exagerado si afirmara que la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores —LMV, en adelante—, es una de las disposiciones normativas que, en sus casi veintidós años de vigencia, ha sufrido más modificaciones; formales una, de fondo otras; meramente estructurales y sistemáticas algunas; ciertas de gran calado dogmático por exigencias comunitarias.

Este cúmulo de circunstancias provoca que la LMV sea un texto legislativo que exige para su estudio y reflexión eso tan fácil de decir mas tan difícil de lograr que es “estar al día” en la legislación. Ello me recuerda un pensamiento del egregio Catedrático de Derecho Administrativo García de Enterría y Tovar que transcribo: “No hay persona alguna, incluyendo a los juristas más cualificados, que pueda pretender hoy conocer una minúscula fracción apenas de esta marea inundatoria e incesante de Leyes y Reglamentos, entre cuyas complejas mallas hemos, no obstante, de vivir”. La aplicación de esta idea a la LMV resulta evidente.

Todo ello requiere, en consecuencia, como ya he manifestado en alguna otra ocasión, valía y valentía intelectual para espigar temas relacionados con el *mercado de valores*; valentía porque, a veces inopinadamente, una norma puede ser modificada en el momento en que se está reflexionado sobre ella, o lo que es aún peor, cuando ya se ha realizado totalmente el esfuerzo intelectual de su comprensión, de su estudio; y valía porque no resulta tarea cómoda para el estudioso adecuar su actitud y aptitud mental a una materia tan susceptible de cambios, modificaciones y supresiones continuos y continuados en el tiempo. Estas dos cualidades del alma humana, valía y valentía intelectual, como digo, concurren en el autor de la monografía de la que tengo el privilegio de realizar su recensión, el Dr. don Miguel Iribarren Blanco, Profesor Titular de Derecho Mercantil de la Universidad de Oviedo. El joven profesor ovetense arrostra la tarea de analizar el tema de la responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas, tema que se incardina en la inextricable “malla” del mercado de valores, pero que, a la vez, hunde sus raíces en materias tradicionales y troncales de los fundamentos del Derecho Civil.

II. El capítulo I (pp. 13-34), capítulo introductorio, se dedica a acotar, atinadamente, el tema objeto de investigación. De la lectura de dichas páginas, se extraen

algunas reflexiones lúcidas y lucidas. En este sentido, podría afirmarse que la ausencia del sinalagma contractual clásico exige una adecuada protección de los inversores y la consiguiente “transparencia” de las entidades intervinientes.

Defendiendo al inversor en particular, velando sus “legítimos intereses egoístas” se protege y defiende al interés general de un mercado de valores que se pretende que funcione “limpio y legalmente competitivo”.

Especialmente acertada es la redacción de las páginas 17 a 23 donde el lector encontrará, bien justificada, la exigencia de plena transparencia en los mercados de valores (deberes de transparencia o *full disclosure*). Concretamente en las páginas 19 a 21 se realiza una escueta y profunda reflexión sobre la extensión de la transparencia que afecta, por razones obvias, a los órganos de administración de un modo especialmente significativo y agudo.

También el Dr. Iribarren se percata y nos advierte que ha de someterse a ciertos límites el desiderátum de la total transparencia puesto que, según el clásico, un abuso de información es desinformación o en sus propias palabras “el exceso de información puede ser tan poco instructivo como su ausencia” (p. 23).

En este primer capítulo el lector hallará, de igual modo, agudas cavilaciones y consideraciones relativas a la transparencia como pieza fundamental para la integración de los mercados de valores de la Unión Europea (pp. 23-27) y al eventual daño causado a los inversores por la difusión de informaciones engañosas (pp. 27-31); destaco la siguiente idea: “La publicidad de la información es seguramente mejor remedio contra el tráfico de iniciados que la prohibición” (p. 27).

La redacción de este inicial capítulo finiquita abordando el tema de la consideración de la anulación del contrato celebrado por el inversor como medio de reparación distinto de la responsabilidad civil (pp. 31-36). Comparto plenamente la conclusión a la que se llega (p. 34) cuando se afirma que la posibilidad de resarcimiento de los daños sufridos como consecuencia de difundir informaciones engañosas a través de la anulación —fundada en el dolo o en el error del inversor— del correspondiente negocio jurídico se enfrenta con obstáculos difícilmente superables.

III. La responsabilidad frente a los inversores en los mercados secundarios de valores y su fundamento legal es el contenido del capítulo II (pp. 39-56).

Entre las páginas 41-44 se sistematizan perfectamente las diferencias y semejanzas que se establecen entre la responsabilidad derivada de la información inserta en el folleto informativo y la proporcionada posteriormente en el mercado, esto es, entre la responsabilidad en el mercado primario (*o de emisión*) y en los secundarios (*o de negociación o adquisición*).

Dentro de este capítulo II merece destacarse la redacción de las páginas 44 a 48 donde el profesor IRIBARREN BLANCO examina convenientemente, con su fino “bisturí” jurídico, la responsabilidad del folleto frene a los inversores en los mercados secundarios. El autor, de igual modo, escudriña la disciplina jurídica de la responsabilidad por los daños y perjuicios derivada de la información que no proporcione una imagen fiel del emisor y ello, a través de un brillante análisis del artículo 35 ter de la LMV —precepto añadido por el artículo 3 de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la LMV, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y

de la transparencia de los emisores—, una vez efectuada la transposición de la Directiva de Transparencia (Directiva 2001/34/CE). Se ofrecen con clarividencia las virtudes y defectos derivados de la nueva redacción del precepto que, en conjunto y modestamente, suscribo.

El capítulo II concluye (pp. 50-65) con una rigurosa, concienzuda y plausible reflexión sobre la viabilidad de la aplicación de la responsabilidad aquiliana en el “marco” de los mercados de valores, siempre que se proceda a divulgar información engañosa.

IV. Las objeciones doctrinales a la exigencia de responsabilidad civil de los emisores han merecido también cierto detenimiento en esta monografía del profesor de Oviedo. El lector deberá acudir a las páginas 59 a 69 para apreciar la *finezza* jurídica con la que el Dr. IRIBARREN rebate dichas objeciones —véanse especialmente las pp. 60, 63, 68 y 69—.

Asimismo, y como parte integrante del capítulo III, se componen las páginas 69-80, donde se explicita, sin alardes superfluos ni vacíos, la experiencia extranjera en este tema, singularmente la norteamericana y germana, sin olvidar ciertos retazos italianos, franceses y portugueses. El final de la redacción de la página 80 es un ejemplo de bien entendida concreción de lo anteriormente expuesto: “Es, además, la responsabilidad civil de las sociedades emisoras perfectamente compatible con el funcionamiento eficiente de los mercados de valores”.

V. Como no podía ser de otra manera, al tema de los presupuestos de la responsabilidad civil frente a los inversores en los mercados secundarios de valores, dedica el autor el *nudo* de su trabajo investigador, cuyas páginas 83 a 141, redactadas con eso tan arduo de alcanzar que se denomina *rigor intelectual*, integran el capítulo IV.

En la estructuración y sistemática de este capítulo el Dr. IRIBARREN ha seguido fielmente las directrices generales de los presupuestos de la responsabilidad civil consagradas en el Ordenamiento jurídico español: comportamiento dañoso, efectiva producción del daño y relación o nexo causal entre la acción y el daño efectivamente indemnizable.

La delimitación de la conducta ilícita se concreta en la emisión de informaciones engañosas en la que medie culpa o negligencia —vid. pp. 81-116—. En estas páginas, se analizan, meticulosa y brillantemente, los deberes periódicos de información de las sociedades cotizadas (pp. 85-88), la información inserta en el folleto informativo, ya estudiada anteriormente (p. 89) y la difusión inmediata de toda la información relevante (pp. 89-116).

El manejo de los textos legales, tanto foráneos cuanto patrios, ha sido realizado con una pasmosa precisión; véanse, como muestra de lo afirmado, las páginas 106 a 116 donde el lector localizará certeras referencias a los ordenamientos jurídicos germano y estadounidense.

Al análisis de la relación de causalidad entre la actuación desarrollada y el daño efectivamente producido, nexo causal legalmente exigible y exigido para que pueda prosperar el ejercicio de cualquier acción de responsabilidad, el Profesor IRIBARREN Blanco consagra las páginas 117 a 128. En éstas, la apelación al Derecho norteamericano resulta ineluctable, tal como así se ha entendido y llevado a efecto. Destaca el

diestro tratamiento de las dificultades probatorias en el espinoso tema del *nexo causal* y de la necesidad de que la información engañosa haya de tener relevancia. Al respecto, no puedo más que compartir el siguiente párrafo que transcribo: “Además de ser engañosa, la información divulgada u omitida ha de reunir la condición de ser relevante para los inversores. Si se refiere a hechos intrascendentes, sin interés para los inversores, ningún daño se les causa y ninguna consecuencia tendente a la reparación de daños se puede desencadenar”(p. 124).

El estudio de la determinación del daño indemnizable, con el consiguiente cálculo indemnizatorio, toma como punto de partida el Derecho de los Estados Unidos de Norteamérica, con alguna referencia al Derecho alemán —vid. pp. 128-141, especialmente, pp. 134, 138, 140 y 141—.

Destaco en este tema la siguiente reflexión (p. 136) que pienso muy acertada: “Si únicamente demuestra el perjudicado (...), la relevancia de la información engañosa y su efecto sobre el precio de los valores adquiridos o transmitidos, pero no la influencia sobre su decisión de invertir, entonces, mi opinión es que la indemnización no puede extenderse más allá de la diferencia entre el precio de los valores pagado por el inversor y su precio en el caso de haber sido correcta la información.

Lo que no es admisible, en fin, es que el perjudicado pretenda la indemnización correspondiente a las pérdidas posteriores al momento en que se haga pública la realidad (...).”

Con una atinada y prudente reflexión en relación con los efectos de la negociación posterior de los valores (pp. 140-141) se da por concluido este fundamental capítulo IV.

VI. El capítulo V (pp. 145-157) se ocupa del examen de la extensión de la responsabilidad a otros sujetos distintos de los emisores, esto es, los administradores sociales y los auditores de cuenta. En estas pocas y enjundiosas páginas, el Dr. IRIBARRÉN, magistralmente, se ocupa y preocupa de desentrañar la responsabilidad frente a los inversores que recae en los administradores de las sociedades, responsabilidad que puede ser exigible por daños que deriven de la difusión de informaciones engañosas. En este sentido, resulta palmario que la función preventiva de la responsabilidad civil se verifica mejor si el riesgo de incurrir en responsabilidad afecta y se extiende también a los administradores y no exclusivamente a la sociedad emisora.

Una sola acotación, que por supuesto ni empaña ni empece el magnífico trabajo realizado: quizá pudiera echarse en falta alguna referencia a los “administradores de hecho” en el tema de la exigencia de responsabilidad civil por difusión de informaciones engañosas puesto que, según mi criterio, desde el 19 de julio de 2003, fecha de entrada en vigor de la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas —Ley más y mejor conocida como *Ley de Transparencia*—, todo acercamiento al estudio y a la reflexión de cualquier institución jurídica o de materia legal relacionada con los administradores sociales ha de partir necesariamente de una atenta y adecuada meditación sistemática que tenga presente una correcta inteligencia de lo que se podría denominar, quizá impropia, el “estatuto jurídico de los administradores de hecho”.

Las páginas 153 a 157, con las que se remata este capítulo, indagan el eventual ejercicio de la acción de responsabilidad contra los auditores de cuentas. En este sentido recalco el siguiente pensamiento (p. 157) “(...) la relevancia del informe de auditoría de las cuentas, junto a la publicidad obligatoria a que viene sometido cuando se refiere a las cuentas de sociedades cotizadas, con objeto precisamente de proteger a los inversores, constituyen argumentos, a mi juicio, suficientes para afirmar que los auditores de cuentas responden frente a los titulares de valores cotizados en los mercados secundarios que experimentan perjuicios a causa de la actuación de aquéllos”.

VII. El estudio del procedimiento para la satisfacción de los derechos de los inversores perjudicados por la difusión de informaciones engañosas por parte de los emisores es el contenido del capítulo VI y último de la monografía (pp. 161-166).

En esas páginas se plasman, perfectamente sistematizadas, soluciones de *lege data* y propuestas de *lege ferenda* que, en su mayoría, comparto y me convencen.

De igual modo como sucede en otros capítulos de la obra, en el sexto la invocación al Derecho Comparado resulta conveniente y esclarecedora. Remito al lector a la lectura reflexiva de las páginas 164, 165 y 166.

VIII. La monografía dedica las páginas 169-172 a dejar por escrito unas bien redactadas y fundamentadas conclusiones, con verdadero valor categórico que son perfectamente asumibles por quien esto escribe. Su lectura me ha recordado la dicción legal del vigente y tantas veces olvidado y, en muchas ocasiones, preterido artículo 57 de nuestro Código de Comercio: “Los contratos de comercio se ejecutarán y cumplirán de buena fe, según los términos en que fueren hechos y redactados, sin tergiversar con interpretaciones arbitrarias el sentido recto, propio y usual de las palabras dichas o escritas, ni restringir los efectos que naturalmente se deriven del modo con que los contratantes hubieren explicado su voluntad y contraído sus obligaciones”. Probablemente si se siguiera la admonición legal, es decir, cuanta *más buena fe* se diera en la contratación, menos probabilidad habría de difundir informaciones engañosas, circunstancias que vaciarían de contenido el eventual ejercicio de acciones de responsabilidad. Mas éste es un tema que requería más espacio y otra ocasión.

IX. El libro termina (pp. 175-195) con una pulcra indicación bibliográfica, en su mayoría foránea, singularmente alemana y estadounidense. Tal vez podría haberse añadido también una escueta reseña de la legislación consultada y, en su caso, citada, mas probablemente no se haya hecho por atender directrices editoriales con el fin de no incrementar en exceso el número de páginas. En este sentido, pienso, y es otro mérito más de la obra, que su extensión es justa y está justificada.

X. Tres últimas cuestiones que adornan y confirman, si cabe, la excelencia de la monografía:

- 1.^a) He leído las ciento noventa y dos notas (192) y he de afirmar que están escritas con la intención, si se admite la académica expresión, de *limpiar, fijar y dar esplendor* al texto; dichas notas ofrecen información *leal y veraz* y, por tanto, no engañosa, que facilita enormemente la lectura del trabajo realizado. Mi enhorabuena por ello.
- 2.^a) Las referencias, las múltiples y constantes referencias al Derecho Comparado, ora en texto, ora en notas, constituyen un *plus*, otro más, de la obra que

recensiono. El autor ha huido de ofrecernos un aluvión de datos, de citas estériles al propósito perseguido, a la finalidad de la obra; se ha eludido un exceso de información que, en muchas ocasiones, perjudica y entorpece el cabal entendimiento del discurso narrativo.

- 3.^a) Se dice, y se dice bien, que es de *bien nacido ser agradecido*. Basta leer la dedicatoria de la obra al profesor SÁNCHEZ ANDRÉS para corroborar la verdad del inicial aserto. Humildemente, yo también dedico la presente recensión a la memoria de D. Aníbal.

XI. ¡*Caveat emptor*! ¡Desconfíe el comprador! Si se quiere obtener o recuperar la confianza del *comprador de valores* es necesario vigilar, mejorar y fortalecer la transparencia de y en los mercados secundarios. A tal fin, coadyuva el correcto y pertinente ejercicio de acciones de responsabilidad civil cuando existan sociedades cotizadas emisoras de valores que divulguen informaciones no veraces, informaciones engañosas que minoran, cuando no destruyen, esa confianza de los potenciales suscriptores de valores. El presente estudio, estoy convencido, ofrece sólidas directrices para combatir y socavar las consecuencias jurídicas y económicas que se infieren del aforismo latino.

XII. En la leyenda que está inscrita en el escudo oficial de la Universidad de Huelva, en cuya Facultad de Derecho impartí docencia durante los cursos académicos 1999 a 2002, se puede leer lo siguiente: “*Sapere aude*”, ¡Atrévete a saber! El Dr. Iribarren se ha atrevido a saber, a saber de un tema ciertamente inextricable, y su atrevimiento ha dado como fruto un excelso libro. El autor puede, debe estar tranquilo: sus futuros lectores no ejercitarán contra el emisor de la obra una acción de responsabilidad civil por divulgación de informaciones engañosas. Compruébese leyendo, con detenimiento y pausadamente, la magnífica monografía escrita por el Profesor. Dr. don Miguel IRIBARREN BLANCO.

Leopoldo José Porfirio Carpio
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad de Sevilla